

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

11/2018

Khuyến nghị

MUA MẠNH

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	60,070
Giá niêm yết	45,000
Upside	33.5%

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	47.628
Vốn hóa (tỷ đ)	2,143
Giá cao nhất 52 tuần	N/A
KLGD TB 10 phiên (cp)	N/A
Sở hữu nước ngoài	0.45%

Cổ đông lớn (%)

Bùi Đức Thịnh	21.63%
Chứng khoán FPT	13.61%
Bùi Việt Quang	10.92%
Nguyễn Thị Đào	7.7%



Tổng quan về công ty

May Sông Hồng là một doanh nghiệp may mặc lớn trong ngành với quy mô trên 9,000 lao động. Doanh thu của công ty chủ yếu đến từ sản xuất hàng dệt may xuất khẩu (tỷ lệ FOB trên 60%, trong 2017), phần còn lại đến từ thị trường nội địa với thương hiệu chăn ga gối đệm Sông Hồng đã thân thuộc với người tiêu dùng. Định hướng của công ty trong thời gian tới là sẽ tăng tỷ trọng FOB, tiến tới doanh thu FOB đóng góp 100% doanh thu xuất khẩu.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu May Sông Hồng với giá mục tiêu **60,070 đồng/CP (+33.5%** so với giá niêm yết dựa trên kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh PE (tỷ trọng mỗi phương pháp lần lượt là 50-50).

Điểm nhấn đầu tư

- (1) Quy mô lớn thứ 4 trong số các doanh nghiệp may tư nhân. Công suất dự kiến tăng thêm 20% sau khi Sông Hồng 10 đi vào hoạt động (2020F).
- (2) Tăng trưởng đơn hàng nhờ phát triển các khách hàng mới và xu hướng dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam.
- (3) Tăng tỷ trọng đơn hàng FOB từ 62% (2017) lên trên 80% (2020F) giúp cải thiện và duy trì biên lợi nhuận gộp từ 17.2% lên trên 19%.
- (4) Hiệu quả sinh lời tốt, tài chính lành mạnh, cổ tức tiền cao.

Rủi ro Đầu tư

- **Giảm nhu cầu đơn hàng từ các đối tác**, đặc biệt là tại thị trường Mỹ và EU.
- **Rủi ro tăng chi phí nhân công** Chi phí nhân công chiếm 32%-35% trong tổng chi phí nên tốc độ tăng lương ảnh hưởng đáng kể tới lợi nhuận của công ty.

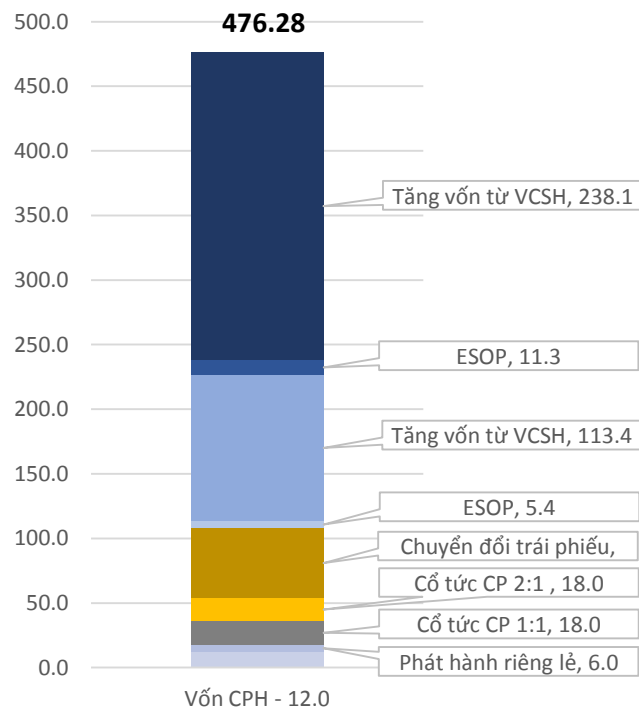
Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	2016 A	2017 A	2018 F	2019 F	2020 F
Doanh thu (tỷ)	2,992	3,282	3,911	4,330	4,618
% YoY	17.4%	9.7%	19.2%	10.7%	6.6%
Biên LNG	16.6%	17.2%	19.0%	19.2%	19.4%
LNST (tỷ)	185	200	333	375	406
% YoY	15.8%	8.4%	66.0%	12.6%	8.4%
EPS (VND)	8,153	8,656	6,985	7,865	8,527
Tổng tài sản (tỷ)	2,192	2,381	2,599	2,817	3,090
Vốn CSH (tỷ)	653	755	981	1,141	1,380
ROA	8.4%	8.4%	12.8%	13.3%	13.1%
ROE	28.3%	26.5%	33.9%	32.8%	29.4%

Tổng quan doanh nghiệp

May Sông Hồng tiền thân là Xí nghiệp may 1/7 được thành lập năm 1988 với vốn Nhà nước. Năm 2004, May Sông Hồng chính thức cổ phần hóa với vốn điều lệ 12 tỷ đồng, quy mô 3 xưởng may với 1,500 lao động. Sau 30 năm hình thành và phát triển, quy mô của công ty đã không ngừng được mở rộng với 18 xưởng may, 5 xưởng chăn – ga và phụ trợ, 9300 lao động tính đến cuối 2017.

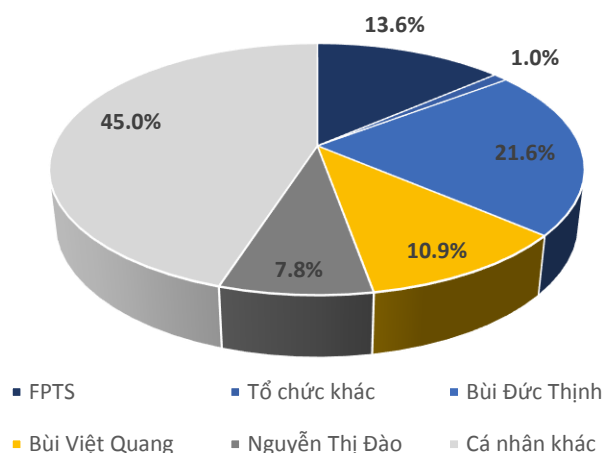
Lịch sử tăng vốn điều lệ (đơn vị: tỷ đồng)



Vốn điều lệ của May Sông Hồng tăng tương đối nhanh trong giai đoạn 2009-2012 và 2015 nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư mở rộng (các nhà máy Sông Hồng 4,7,9).

Tháng 6/2018, công ty tiến hành tăng gấp đôi vốn điều lệ từ nguồn quỹ đầu tư phát triển và lợi nhuận giữ lại.

Cơ cấu cổ đông tại ngày 1/10/2018

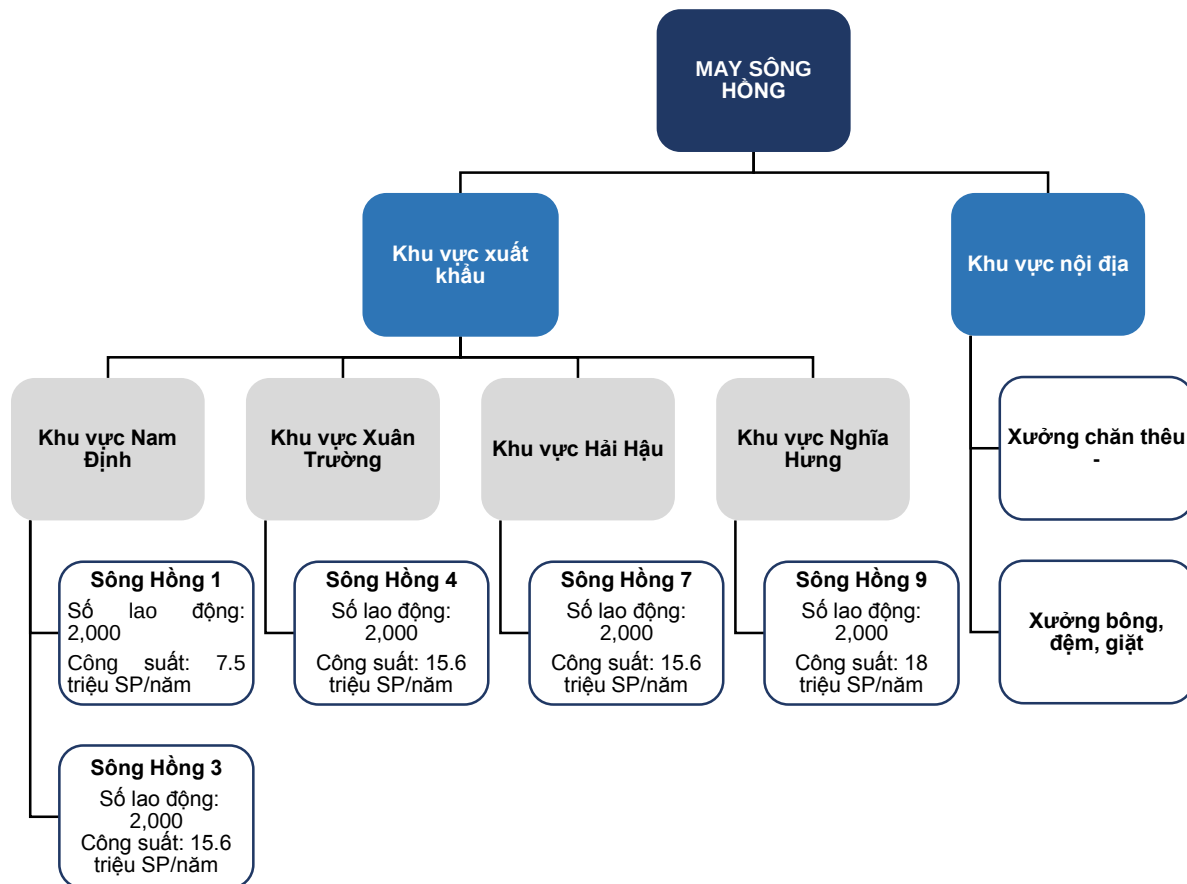


Cơ cấu cổ đông của May Sông Hồng tương đối cô đặc với 4 cổ đông lớn nắm giữ trên 50% vốn điều lệ. Trên 70% vốn cổ phần thuộc sở hữu của cán bộ nhân viên doanh nghiệp.

Nguồn: May Sông Hồng

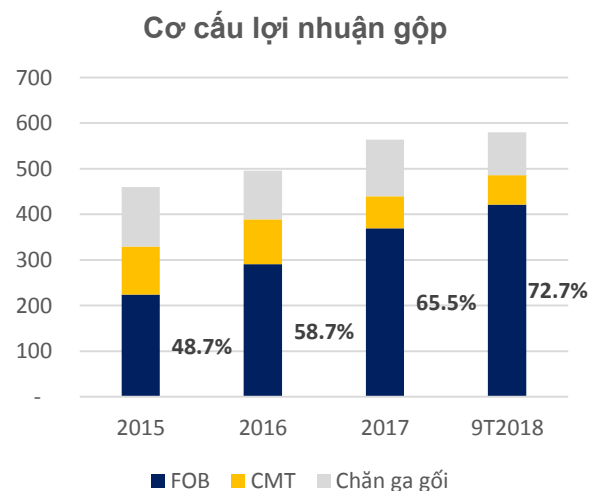
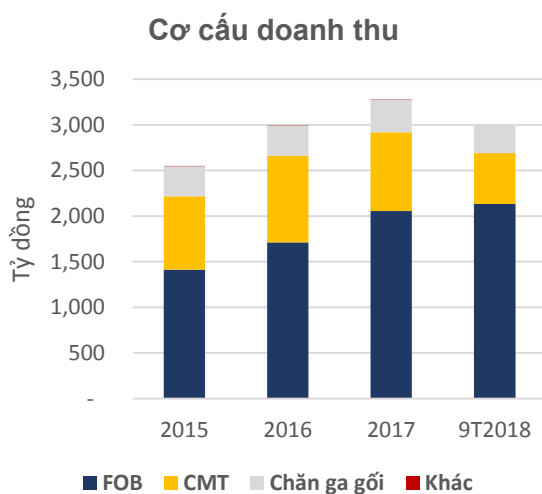
Tổng quan doanh nghiệp

Cấu trúc doanh nghiệp



Hoạt động kinh doanh

May Sông Hồng là doanh nghiệp hoạt động thuần trong lĩnh vực dệt may với hai mảng sản xuất chính hàng may mặc xuất khẩu (90% doanh thu) và các sản phẩm chăn – ga – gối – đệm (10% doanh thu).

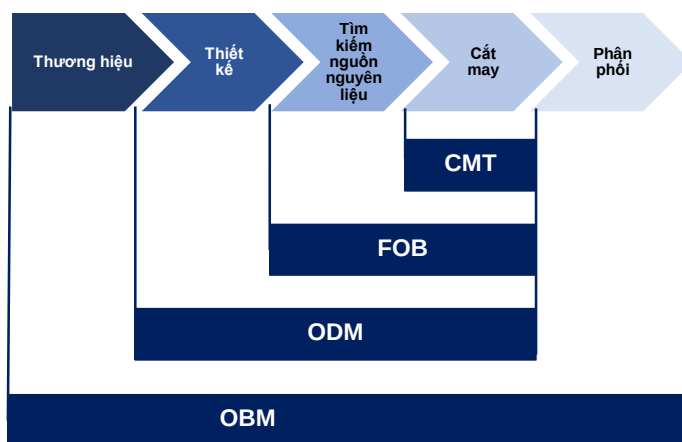


Nguồn: MSH, BSC Research

Màng may mặc xuất khẩu

Sản xuất hàng may mặc xuất khẩu của công ty được thực hiện theo cả hình thức gia công đơn giản - CMT và mua nguyên liệu, bán thành phẩm – FOB. Các đơn hàng trong thời gian gần đây đã có sự dịch chuyển nhanh chóng từ CMT sang FOB, duy trì tỷ lệ FOB trên 60% doanh thu hàng may mặc kể từ năm 2016.

Các hình thức sản xuất hàng may mặc



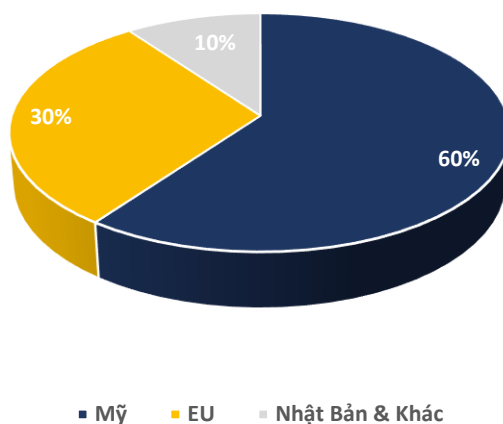
Cơ cấu doanh thu xuất khẩu
(từ trong ra ngoài: 2016, 2017
và 6T2018)



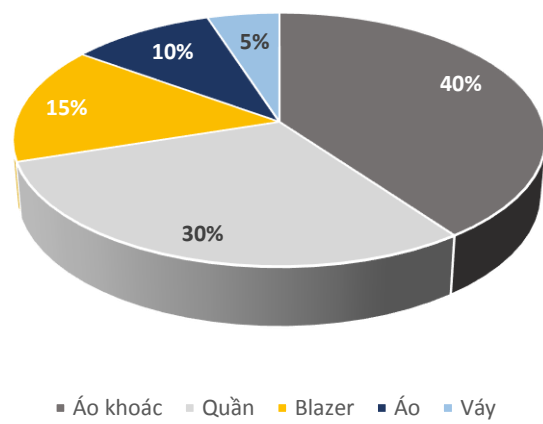
Nguồn: MSH, BSC Research

Các sản phẩm thế mạnh của công ty là áo khoác, quần, blazer...xuất khẩu sang thị trường Mỹ, EU, Nhật Bản...

Thị trường xuất khẩu



Các sản phẩm chủ lực



Nguồn: May Sông Hồng

FOB – Mua nguyên liệu, bán thành phẩm

Sản xuất hàng may mặc theo phương thức FOB là hoạt động đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận cho MSH. Định hướng của công ty là sẽ nâng tỷ lệ đơn hàng FOB lên 80% vào năm 2022.

May Sông Hồng tập trung thực hiện các đơn hàng FOB cho một số khách hàng lớn như New York & Company, Columbia, GIII, Haddad... Đây đều là những nhà bán lẻ và bán buôn sản phẩm thời trang hàng đầu với các thương hiệu cao cấp như Tommy Hilfiger, Calvin&Klein, DKNY (GIII), Nike, Converse, Levi's (Haddad). Tỷ trọng đóng góp doanh thu FOB 9T2018 của nhóm khách hàng truyền thống bao gồm New York & Company, Columbia, GIII lần lượt là 25%, 22% và 21%. Đối với các khách hàng mới như Haddad, LuenThai... giá trị đơn hàng ký mới tăng lên nhanh chóng: Haddad tăng giá trị đơn hàng từ 6 triệu USD trong 2017 lên 22 triệu USD trong 2018.

Biên lợi nhuận của mảng FOB duy trì 17-18%, đặc biệt trong 9T2018 đạt 19.7% nhờ tăng cường hiệu quả trong quản lý chi phí. Năm 2018, công ty đã bắt đầu ứng dụng ERP trong quản lý và kiểm soát hoạt động sản xuất tại các nhà máy, giúp nâng cao năng suất và tiết kiệm các chi phí, đặc biệt là nguyên vật liệu.

CMT – Cut – Make – Trim

Doanh thu chiếm khoảng 30% doanh thu hàng may mặc xuất khẩu hàng năm trong giai đoạn 2016-2017 của May Sông Hồng. 100% các đơn hàng gia công thực hiện cho đối tác nước ngoài. Đối tác lớn nhất là SAE – A (Hàn Quốc) với giá trị đơn hàng chiếm khoảng 25% doanh thu. Đây là một công ty may mặc có trụ sở tại Hàn Quốc; năng lực sản xuất phân bổ rộng khắp tại Costa Rica, Guatemala, Nicaragua, Indo, Việt Nam, Campuchia và Haiti. Các sản phẩm của SAE- A phục vụ cho các nhà bán lẻ lớn, các thương hiệu thời trang tại Mỹ, EU cũng như một số quốc gia châu Á.

Biên lợi nhuận mảng CMT dao động trong khoảng 8-11%, thấp nhất trong số 3 mảng hoạt động của công ty. Do đó, **tỷ lệ đóng góp lợi nhuận gộp của mảng này chỉ khoảng 11-12%** toàn công ty.

Định hướng của công ty trong thời gian tới là sẽ chủ động cắt giảm các đơn hàng CMT, **mục tiêu giảm tỷ trọng đóng góp trong doanh thu về dưới 20% vào năm 2022.** Ngay từ 2017, công ty đã phát triển mới nhiều khách hàng FOB, đảm bảo tăng trưởng đơn hàng cho những năm tới khi chủ động cắt giảm mảng CMT. Trong 9T2018, công ty đã giảm tỷ lệ đơn hàng CMT về 18.6% doanh thu, cắt giảm khoảng một nửa giá trị đơn hàng của SAE-A.

Mảng chăn ga gối đệm

Sản phẩm chăn ga gối đệm Sông Hồng thuộc **phân khúc trung cấp, tiêu thụ chủ yếu ở thị trường miền Bắc.** Với năng lực sản xuất khoảng 90 nghìn đệm và gần 1 triệu sản phẩm chăn ga gối/ năm, sản phẩm của may Sông Hồng đã tạo dựng được hình ảnh gần gũi với người tiêu dùng. Hàng năm công ty giới thiệu trung bình 40 mẫu mới, thuộc tất cả các nhóm sản phẩm. Công ty còn đặc biệt chú ý đến phát triển các bộ sản phẩm cho trẻ em, năm 2017 đã ký hợp đồng bản quyền các nhân vật hoạt hình với Disney.

Năm 2017, các sản phẩm chăn ga gối đệm của công ty đã bắt đầu được xuất khẩu sang Nhật Bản hay Hàn Quốc. Trong thời gian tới, công ty sẽ tiến hành hợp tác với một đối tác Nhật Bản trong phân phối các bộ sản phẩm chăn ga, mục tiêu doanh thu xuất khẩu sang thị trường Nhật sẽ đạt từ 3 đến 5 triệu USD trong năm 2019.

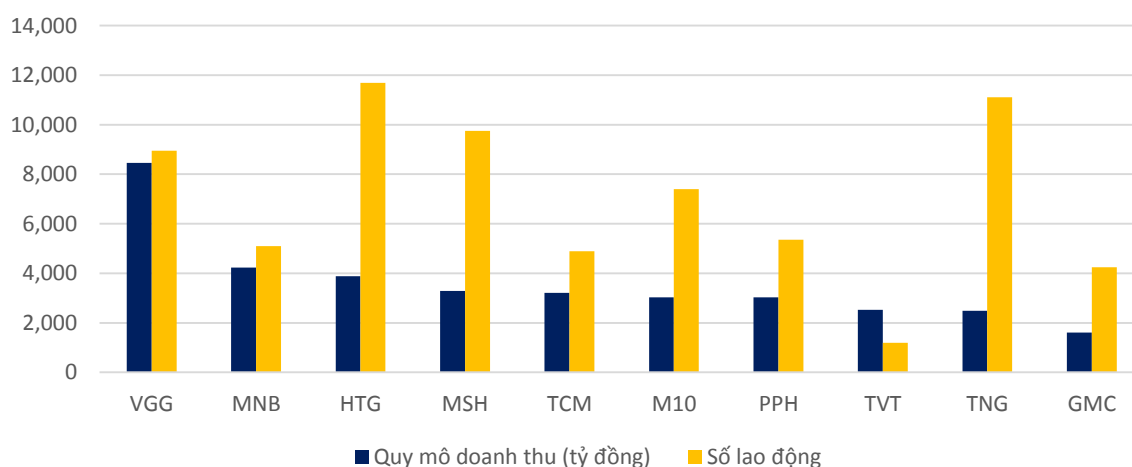
Biên lợi nhuận gộp của mảng chăn ga gối đệm của công ty trên 30%, hiệu quả nhất trong 3 mảng hoạt động chính của MSH. Tuy nhiên doanh thu mảng này khó tăng trưởng đột biến do dung lượng thị trường nội địa có giới hạn và công ty định hướng tập trung nguồn lực cho mảng may mặc xuất khẩu trong thời gian tới.

Điểm nhấn đầu tư

Điểm nhấn 1: Quy mô lớn thứ 4 trong số các doanh nghiệp may tư nhân. Công suất dự kiến tăng thêm 20% sau khi Sông Hồng 10 hoạt động (2020F).

May Sông Hồng đứng thứ 4 về doanh thu và thứ 3 về quy mô lao động trong ngành. Năng lực sản xuất lớn cũng được coi là một lợi thế đối với các doanh nghiệp may mặc khi đối tác thường phân bổ đơn hàng dựa trên năng lực, những doanh nghiệp quy mô có nhiều cơ hội nhận được nhiều đơn hàng lớn, ổn định từ các bên đặt hàng.

Quy mô của MSH



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Đầu tư xây dựng nhà máy Sông Hồng 10, tăng 20% công suất. Hiệu suất hiện tại của May Sông Hồng là khoảng 100% (đã bao gồm 11 chuyên may tăng thêm trong năm 2018, +7.6%) nên việc đầu tư nhà máy mới là cần thiết để có thể đáp ứng được tăng trưởng đơn hàng (dự báo tăng từ 8-10% trong vòng 3 năm tới). Nhà máy Sông Hồng 10 với quy mô 40 chuyên may, 3000 lao động, năng lực sản xuất 1 triệu sản phẩm/ tháng dự kiến sẽ được xây dựng trong năm 2019 và đi vào hoạt động trong năm 2020. Với tình hình đơn hàng khá quan, công ty dự kiến năng lực của nhà máy này sẽ được lấp đầy trong vòng 2 năm kể từ khi đưa vào hoạt động, nâng công suất toàn công ty thêm 20%.

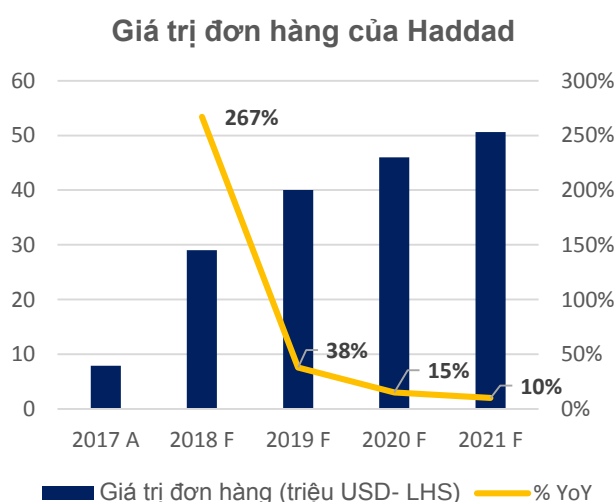
Hưởng thuế suất ưu đãi từ nhà máy mới sẽ giúp tiết kiệm chi phí cho May Sông Hồng.
Dự án Sông Hồng 10 được đầu tư xây dựng tại Nghĩa Hưng (Nam Định) là địa bàn khó khăn nên sẽ được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp (miễn thuế 2 năm đầu có lãi, giảm thuế 50% trong vòng 4 năm tiếp theo), giúp tiết kiệm chi phí cho doanh nghiệp.

Các khu vực sản xuất	Năm hoạt động	Vị trí	Số chuyền	Số lao động	Năng lực sản xuất (đơn vị/tháng)	Sản phẩm
Sông Hồng 1	2000	TP Nam Định	16	1,000	630,000	Váy thời trang, sơ mi nữ cao cấp
Sông Hồng 3	2006	TP Nam Định	32	2,000	1,300,000	Áo khoác, sơ mi nam, quần dệt thoi
Sông Hồng 4	2009	Xuân Trường, Nam Định	32	2,000	1,300,000	Áo khoác, váy, quần dệt thoi
Sông Hồng 7	2012	Hải Hậu, Nam Định	32	2,000	1,300,000	Áo khoác, quần dệt thoi, áo dệt kim
Sông Hồng 8	2001	KCN Mỹ Trung			300	Chăn- ga- gối, đệm; bông tắm; in thêu
Sông Hồng 9	2015	Nghĩa Hưng, Nam Định	32	2,000	1,500,000	Quần áo dệt kim
Sông Hồng 10 (*)	2020	Nghĩa Hưng, Nam Định	N/A	3,000	1,000,000	N/A

Nguồn: Bản cáo bạch May Sông Hồng, (*) Kế hoạch 2019-2020

Điểm nhấn 2: Tăng trưởng nhu cầu đơn hàng nhờ phát triển các khách hàng mới và xu hướng dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam

Đơn hàng từ khách hàng mới Haddad (Mỹ) được dự báo sẽ tăng trưởng 20% trong 3 năm tới, đạt 50 triệu USD vào năm 2021. Haddad là công ty thiết kế và kinh doanh các sản phẩm thương hiệu Converse, Nike, Levi's, Hurley, Jordan, bắt đầu hợp tác với May Sông Hồng từ năm 2017. Sau năm đầu tiên hợp tác với giá trị đặt hàng khiêm tốn, đơn hàng cho những năm sau tăng lên nhanh chóng.



Giá trị đơn hàng của các đối tác lớn (Đơn vị: triệu USD)			
	2017	2018	Tỷ trọng 2018
Columbia	22.00	28.00	19.5%
G-III	12.00	19.00	13.2%
Haddad	7.90	29.00	20.2%
NYW	22.00	22.00	15.3%
SAE-A	32.70	26.00	18.1%

Nguồn: MSH, BSC Research

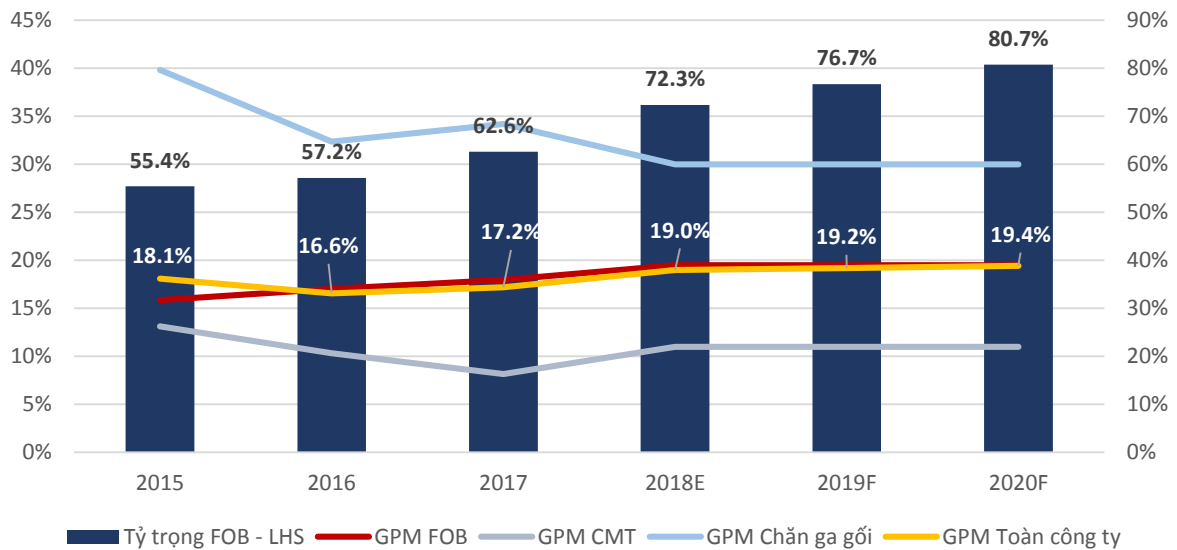
Đơn hàng từ các đối tác lớn như Columbia, G-III (Mỹ) được dự báo sẽ tăng 10-20% nhờ xu hướng dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam. Tổng giá trị hợp đồng của 3 khách hàng truyền thống lớn nhất là Columbia, G- III, New York & Company đóng góp khoảng 45% doanh thu năm 2018. Đặc điểm của các khách hàng này là thường đặt hàng sản xuất tại nhiều quốc gia khác nhau, chủ yếu tập trung tại Trung Quốc, Campuchia, Bangladesh, Việt Nam,...; hàng sau đó được chuyển trực tiếp tới thị trường tiêu thụ cuối cùng (chủ yếu là Mỹ và EU). Do đó, chúng tôi đánh giá chiến tranh thương mại Mỹ - Trung (Mỹ đã đánh thuế từ 10-25% lên 250 tỷ hàng hóa từ Trung Quốc, trong đó có nhiều nhóm hàng dệt may) cùng với việc EVFTA đang được thúc đẩy ký kết (sẽ giảm thuế các mặt hàng dệt may từ bình quân 9.6% về 0%) có thể sẽ tạo ra sự dịch chuyển đơn hàng từ các đối tác này sang Việt Nam. Năng lực sản xuất lớn, chất lượng sản phẩm đảm bảo cùng với thời gian thực hiện đơn hàng nhanh sẽ là một lợi thế của May Sông Hồng trong thu hút lượng đơn hàng này.

May Sông Hồng có kế hoạch hợp tác với LuenThai (Hong Kong) thành lập liên doanh chuyên sản xuất hàng thời trang cao cấp. LuenThai là tập đoàn chuyên sản xuất và phân phối các sản phẩm thời trang lớn của Hồng Kông (doanh thu 2017 đạt 768 triệu USD, sở hữu GJM – chuyên sản xuất đồ ngủ với khách hàng chính là Victoria's Secret, Calvin Klein; Yuen Thai – sản xuất đồ thể thao... Các nhà máy sản xuất cho LuenThai chủ yếu tập trung tại Trung Quốc, Campuchia, Phillipine. Tại Việt Nam, Luen Thai đang hợp tác sản xuất tại 3 nhà máy, trong đó có một nhà máy dệt tại Nam Định (Dệt Thiên Nam). Thời gian tới, May Sông Hồng và LuenThai có dự định sẽ thành lập liên doanh, chuyên sản xuất sản phẩm underwear cao cấp; mang lại nguồn đơn hàng ổn định và lợi nhuận từ liên kết cho công ty.

Điểm nhấn 3: Tăng tỷ trọng đơn hàng FOB từ 62% (2017) lên trên 80% (2020F) giúp cải thiện và duy trì biên lợi nhuận gộp từ 17.2% lên trên 19%.

Tỷ trọng FOB tăng từ 62% trong 2017 lên 71% trong 9T2018 giúp biên lợi nhuận tăng từ 18.1% lên 19.3%. Biên lợi nhuận gộp của mảng FOB là khoảng 17-20%, cao hơn so với mặt bằng chung các doanh nghiệp trong ngành (16-18%) nhờ công ty có nhiều đơn hàng cho các thương hiệu cao cấp, đơn giá tốt cũng như quản lý chi phí hiệu quả. So với mức biên lợi nhuận gộp của đơn hàng CMT khoảng 8-12%, ước tính 1% doanh thu chuyển từ CMT sang FOB sẽ giúp May Sông Hồng cải thiện biên lợi nhuận gộp 0.1% (ước tính trên số liệu 9T2018).

Biên lợi nhuận gộp các mảng hoạt động

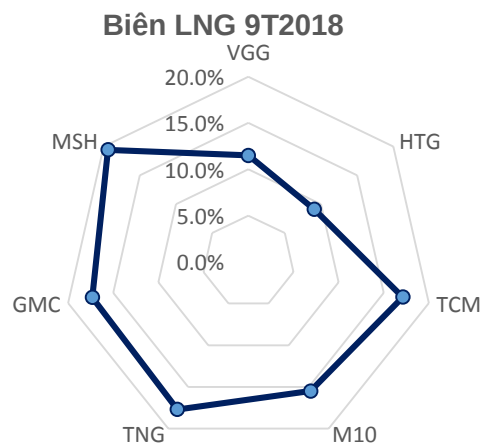


Nguồn: MSH, BSC Research

Đơn hàng trong thời gian tới chủ yếu là FOB, tỷ trọng dự kiến trên 80% vào năm 2020. Định hướng của công ty là sẽ tập trung phát triển đơn hàng FOB, giảm dần tỷ trọng CMT trong những năm tới. Việc chuyển đổi từ FOB sang CMT vừa giúp công ty tăng được giá trị doanh thu (đơn giá CMT và FOB chiếm lần lượt 20-25% và 30-40% đơn giá sản phẩm), vừa giúp cải thiện biên lợi nhuận.

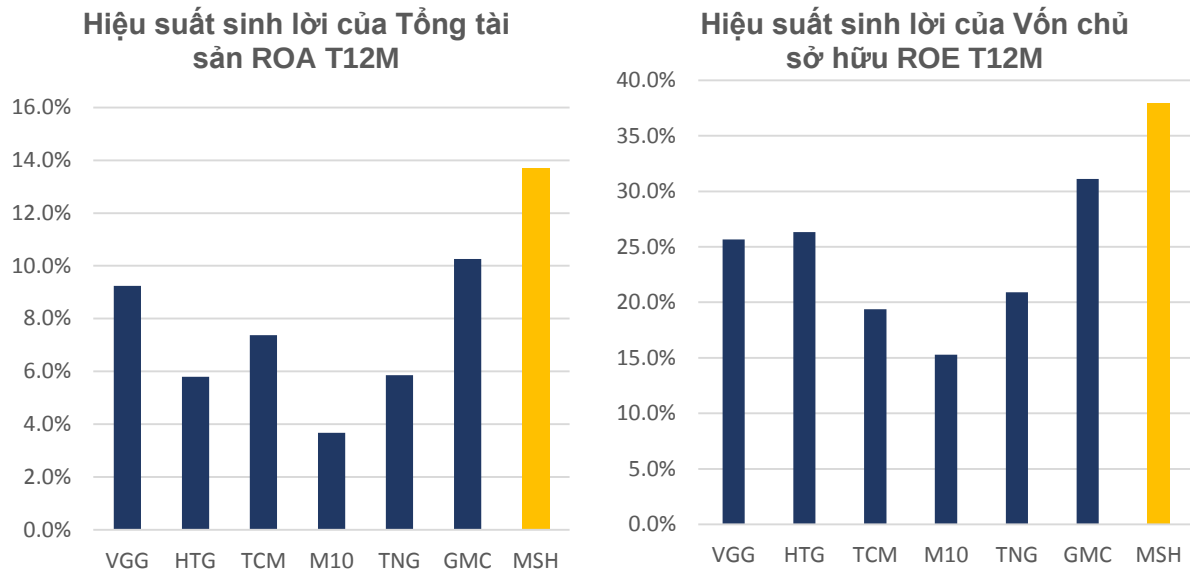
Điểm nhấn 4: Hiệu quả sinh lời tốt, tài chính lành mạnh, cổ tức tiền cao.

Biên lợi nhuận của May Sông Hồng quy trì ở mức cao hơn so với một số doanh nghiệp cùng ngành nhờ: (1) Tỷ trọng FOB cao, sản xuất đơn hàng cho các thương hiệu thời trang cao cấp, hiệu quả quản lý chi phí tốt; (2) Đóng góp của mảng chăn ga gối có biên lợi nhuận cao trên 30%.



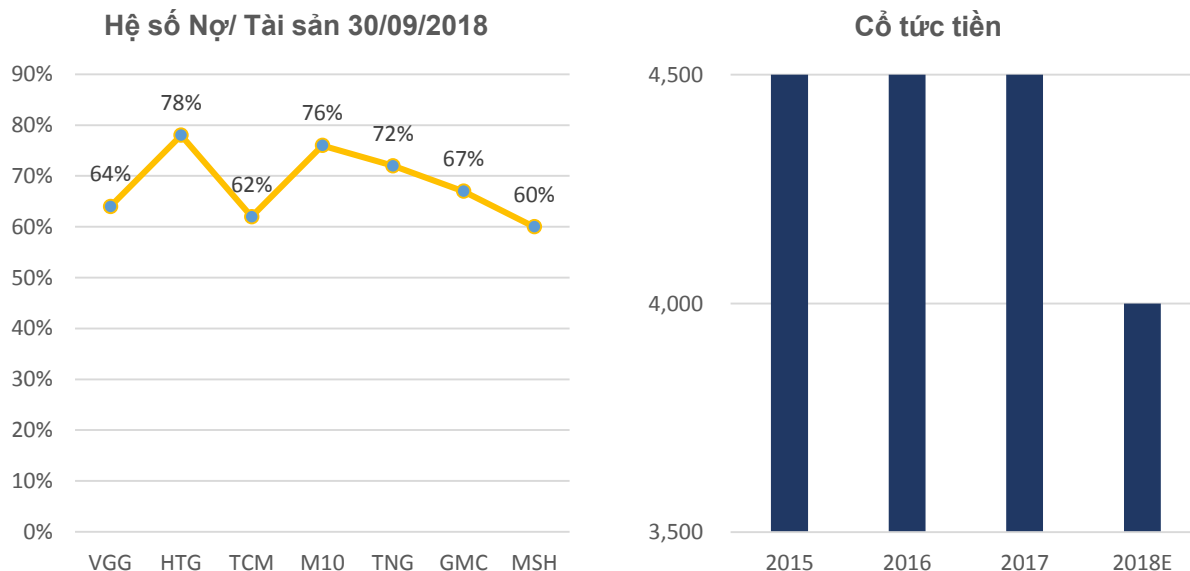
Nguồn: FiinPro, BSC Research

Hiệu suất sinh lời của tài sản và vốn chủ sở hữu cao hơn tương đối so với ngành



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Tỷ lệ nợ vay duy trì ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành, vay dài hạn chiếm 8% tổng nguồn vốn. **Tỷ lệ tiền mặt cao**, tương đương 27% tổng tài sản. Cổ tức tiền duy trì ở mức 35-45% mệnh giá, tương đương với **dividend yield = 7.5%** (tính trên giá niêm yết trên HOSE là 45,000 đồng/CP)



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Nguồn: Bản cáo bạch

(Tỷ lệ cổ tức dự kiến năm 2018 là 35-40% tiền mặt)

Rủi ro

Giảm nhu cầu đơn hàng từ các đối tác: Nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chính của công ty như Mỹ hay EU yếu đi hoặc đối tác của công ty có xu hướng dịch chuyển đơn hàng khỏi Việt Nam tới các nước có chi phí nhân công rẻ hơn, được hưởng thuế xuất khẩu ưu đãi có thể khiến cho đơn hàng của MSH bị suy giảm, ảnh hưởng tới doanh thu và lợi nhuận của công ty

Rủi ro tăng chi phí nhân công: Chi phí nhân công chiếm 32%-35% trong tổng chi phí nên tốc độ tăng lương ảnh hưởng đáng kể tới lợi nhuận của công ty. Tốc độ tăng lương cơ bản 6-7%/năm sẽ tạo áp lực lên chi phí của công ty. Năm 2018, mức lương bình quân của công nhân MSH đã tăng 9% so với cùng kỳ, cao hơn mức tăng lương cơ bản.

Dự báo KQKD và Định giá

Dự báo kết quả kinh doanh

BSC ước tính doanh thu thuần của MSH năm 2018 đạt 3,911 tỷ đồng (+19.2% YoY) dựa trên (1) giá trị các hợp đồng xuất khẩu đã được công ty ký kết trong năm với giá trị 144 triệu USD (+21% YoY), tăng trưởng cao được ghi nhận ở đơn hàng của Haddad, G-III và Columbia; (2) mảng chăn ga gối đệm duy trì tương đương thực hiện 2017.

Dự báo cho giai đoạn 2019-2023 được dựa trên một số giả định sau:

- Doanh thu FOB tăng trưởng với CAGR = 7.8%, tỷ trọng đóng góp trong tổng doanh thu đạt 80% vào năm 2020. Đơn hàng từ một số đối tác như Haddad, GIII... tăng trưởng với tốc độ bình quân 15%/năm, các đối tác khách tăng trưởng nhẹ 0% - 5%.
- Giá trị đơn hàng CMT được duy trì ở mức 10-15 triệu USD/năm.
- Dự án Sông Hồng 10 hoàn thành bắt đầu đưa vào hoạt động trong năm 2020, tối đa công suất sau 2 năm.
- Mảng chăn ga gối đệm không tăng trưởng.

Biên lợi nhuận gộp duy trì trên 19% và có xu hướng tăng nhẹ nhờ tỷ trọng FOB tăng lên. Biên lợi nhuận gộp của May Sông Hồng được cải thiện mạnh trong năm 2018 (dự báo đạt 19% cho cả năm) nhờ (1) nâng cao tỷ lệ hàng FOB trong tổng doanh thu, thực hiện các đơn hàng cao cấp có lợi nhuận tốt; (2) bắt đầu đưa vào vận hành hệ thống ERP, giúp quản lý hiệu quả các chi phí. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận mảng may xuất khẩu của công ty sẽ tiếp tục được duy trì và cải thiện nhẹ trong khi mảng chăn – ga – gối duy trì biên LNG khoảng 30%, biên lợi nhuận gộp bình quân 2018-2023F đạt 19.3%.

Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý dao động 8%-9% doanh thu, xu hướng tăng do công ty có kế hoạch phát triển thêm đội ngũ sales và thiết kế mẫu, đáp ứng tăng trưởng đơn hàng trong thời gian tới.

Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) được dự báo duy trì ở mức 10-11% trong giai đoạn 2019-2023. Dự báo của chúng tôi chưa xét đến kế hoạch thành lập liên doanh giữa công ty và đối tác LuenThai (Hồng Kông).

Dự báo kết quả kinh doanh

Bảng: Dự phóng doanh thu của May Sông Hồng

Năm	2015 A	2016 A	2017 A	2018 F	2019 F
Tổng doanh thu	2,549	2,993	3,282	3,912	4,331
% YoY	5.8%	17.4%	9.7%	19.2%	10.7%
Doanh thu từ bán hàng hóa	1,743	2,040	2,420	3,212	3,705
% YoY	-7.9%	17.0%	18.6%	32.7%	15.3%
% Tỷ trọng	68%	68%	74%	82%	86%
- Doanh thu FOB	1,412	1,711	2,056	2,830	3,322
% YoY	-10.5%	21.1%	20.2%	37.6%	17.4%
% Tỷ trọng	55%	57%	63%	72%	77%
- Doanh thu nội địa	331	330	364	382	382
% YoY		-0.3%	10.5%	5.0%	0.0%
% Tỷ trọng	13%	11%	11%	10%	9%
Doanh thu gia công (CMT)	806	953	863	700	627
% YoY	56.4%	18.3%	-9.4%	-18.9%	-10.5%
% Tỷ trọng	32%	32%	26%	18%	14%

Nguồn: BSC research

Cập nhật kết quả kinh doanh 9T2018

Doanh thu 9T2018 đạt 2,985.4 tỷ đồng (+21.1% YoY), hoàn thành 85% kế hoạch năm 2018. Đóng góp doanh thu của các mảng FOB, CMT và chăn – ga – gối – đệm lần lượt là 71%, 18.6% và 10.4%.

Lợi nhuận sau thuế đạt 273 tỷ, gấp đôi so với thực hiện cùng kỳ và tăng 36% so với lợi nhuận cả năm 2017. Như vậy, mức LNST tính đến 9T đầu năm đã vượt 18.6% số kế hoạch. **EPS trailing 12M = 6,929 đồng/CP**, P/E = 6.5x (tính tại giá chào sàn).

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh PE để định giá cổ phiếu May Sông Hồng với tỷ trọng 50-50. Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra đối với cổ phiếu MSH là **60,070 đồng/CP** (+33.5% so với giá niêm yết), khuyến nghị **MUA MẠNH**

Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Trọng số	Kết quả
Chiết khấu dòng tiền FCFF	50%	71,250
Phương pháp so sánh P/E	50%	48,896
Giá mục tiêu (đồng/CP)		60,070
<i>Upside</i>		+ 33.5%

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp giả định mô hình DCF

Hệ số beta	0.65
Phần bù rủi ro thị trường	15.5%
Chi phí sử dụng vốn chủ Ke	15.2%
Chi phí sử dụng vốn vay Kd	10.0%
Chi phí vốn bình quân WACC	13.1%
Tăng trưởng dài hạn (sau 2023)	1.0%

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: tỷ đồng)

Năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023
FCFF	400	278	295	395	403	444
Giá trị hiện tại	395	243	228	270	243	238
Giá trị doanh nghiệp						3,606
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn						520
(-) Nợ vay ngắn và dài hạn						(734)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số						-
Giá trị vốn chủ sở hữu						3,392
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)						47.628
Giá trị 1 cổ phần (VND)						71,250

Nguồn: BSC research

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Bảng: Phân tích độ nhạy giá trị 1 cổ phần (VND/CP)

		Long term growth rate (g)				
	71,250	0.00%	0.50%	1.0%	2.0%	3.0%
WACC	16.1%	55,449	56,476	57,570	59,992	62,784
	15.1%	58,972	60,179	61,471	64,351	67,709
	14.1%	63,008	64,439	65,980	69,445	73,535
	13.1%	67,674	69,391	71,250	75,472	80,531
	12.1%	73,128	75,213	77,486	82,710	89,085
	11.1%	79,583	82,153	84,978	91,562	99,776

Phương pháp so sánh

BSC đánh giá mức P/E hợp lý đối với cổ phiếu MSH là 7x. Mức P/E này cao hơn so với mức trung bình một số doanh nghiệp cùng ngành do chúng tôi đánh giá May Sông Hồng có nhiều ưu điểm so với các doanh nghiệp cùng ngành như tập khách hàng tốt, tiếp tục duy trì tăng trưởng cao trong thời gian tới, hiệu quả hoạt động không ngừng cải thiện, tài chính lành mạnh nên xứng đáng được trả mức P/E cao hơn.

Định giá P/E	
EPS 2018E (VND)	6,985
P/E mục tiêu	7.0
Giá trị 1 cổ phần (VND)	48,896

Bảng: Các doanh nghiệp so sánh của May Sông Hồng

Mã CK	Vốn hóa (tỷ)	Tổng TS 30/09/18	Nợ/ TS 30/09/18	Doanh thu T12M	LNST T12M	Biên LNG 9T2018	ROA T12M	ROE T12M	EPS 2017	P/E
VGG	2,387	4,791	64%	9,521	443	11.5%	9.2%	25.7%	6,508	5.64
HTG	494	2,040	78%	4,305	118	9.1%	5.8%	26.3%	3,714	4.55
TCM	1,348	3,196	62%	3,587	235	17.1%	7.4%	19.4%	3,162	5.77
M10	529	1,524	76%	2,956	56	15.5%	3.7%	15.3%	2,863	9.49
TNG	947	2,701	72%	3,368	158	17.7%	5.9%	20.9%	2,797	5.99
GMC	634	1,058	67%	1,899	109	17.3%	10.3%	31.1%	4,237	5.80
MSH	2,143	2,584	60%	3,880	330	19.40%	13.7%	38.0%	8,662	N/A

Nguồn: BSC research

Phụ lục 01: Báo cáo kết quả kinh doanh

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2016 A	2017 A	2018 E	2019 F	2020 F	2021 F
Doanh thu thuần	2,992	3,282	3,911	4,330	4,618	5,001
Giá vốn hàng bán	2,496	2,718	3,168	3,500	3,721	4,030
Lợi nhuận gộp	496	564	743	831	897	971
Chi phí bán hàng	132	151	148	165	185	200
Chi phí quản lý doanh nghiệp	169	188	176	195	208	250
LN từ hoạt động kinh doanh	195	225	419	471	504	521
Doanh thu tài chính	55	58	39	32	35	38
Chi phí tài chính	32	49	57	43	40	33
Lãi/(lỗ) khác	(3)	(2)	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	214	231	402	460	499	526
Thuế TNDN	29	31	69	86	93	98
Lợi nhuận sau thuế	185	200	333	375	406	428
EPS cơ bản (đồng)	8,153	8,656	6,985	7,865	8,527	8,985

Phụ lục 02: Bảng cân đối kế toán

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2016 A	2017 A	2018 E	2019 F	2020 F	2021 F
Tài sản ngắn hạn	1,360	1,675	1,891	2,073	2,241	2,396
Tiền và tương đương tiền	516	646	768	833	923	972
Các khoản phải thu	403	487	572	631	669	722
Hàng tồn kho	413	534	542	598	636	689
Tài sản ngắn hạn khác	28	8	10	11	12	13
Tài sản dài hạn	832	705	708	744	849	849
Tài sản cố định	661	648	640	568	768	762
Xây dựng dở dang	31	0	0	100	0	0
Tài sản dài hạn khác	91	58	69	76	81	88
TỔNG TÀI SẢN	2,192	2,381	2,599	2,817	3,090	3,245
Nợ phải trả	1,539	1,625	1,619	1,676	1,709	1,604
Phải trả ngắn hạn	187	152	207	213	235	254
Vay ngắn hạn	516	723	618	637	591	407
Phải trả ngắn hạn khác	23	22	22	22	22	22
Vay và thuê tài chính dài hạn	294	192	128	104	111	103
Phải trả dài hạn khác	-	-	11	18	23	30
Vốn chủ sở hữu	653	755	981	1,141	1,380	1,642
TỔNG NGUỒN VỐN	2,192	2,381	2,599	2,817	3,090	3,245

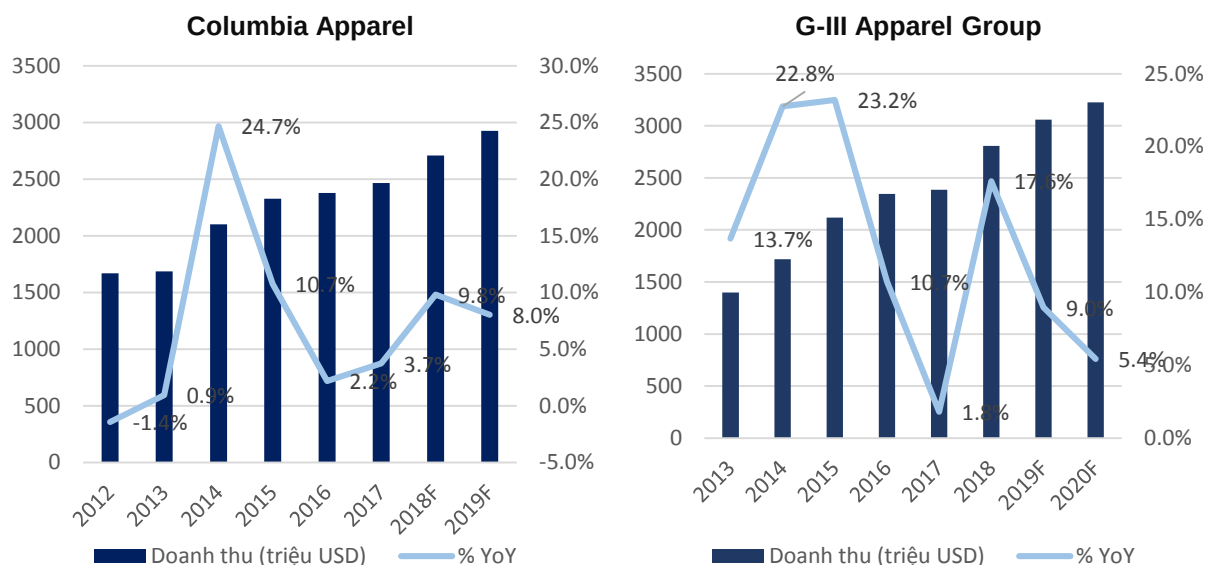
Phụ lục 3: Khách hàng của May Sông Hồng

Giá trị đơn hàng (triệu USD)	Thị trường	2017	2018
Apparel Tech % YoY	Hàn Quốc	2.50	2.50 0%
Bugatti GmbH % YoY	Đức	3.70	3.70 0%
Columbia % YoY	Mỹ	22.00	28.00 27%
G-III % YoY	Mỹ (NY)	12.00	19.00 58%
GAP % YoY	Mỹ (San)	10.50	7.00 -33%
Gim % YoY	Hồng Kong	3.70	4.00 8%
Haddad % YoY	Mỹ	7.90	29.00 267%
Missy Fashion % YoY	Hồng Kong	1.80	2.50 39%
NYW % YoY	Mỹ	22.00	22.00 0%
SAE-A % YoY	Hàn Quốc	32.70	26.00 -20%

Nguồn: Bản cáo bạch May Sông Hồng

Columbia là công ty chuyên sản xuất và phân phối áo khoác, đồ thể thao, giày dép và phụ kiện với mạng lưới 13,000 nhà bán lẻ ở 72 quốc gia. Quy mô doanh thu năm 2017 đạt tỷ USD (trong đó quần áo và phụ kiện đóng góp trên 78%), tăng trưởng CAGR 2013-2017 = 10%. Doanh thu trong những năm tới được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ 8-9%/năm với động lực đến từ thị trường ngoài Mỹ, sự phát triển của kênh phân phối DTC (direct – to – customer) và e-commerce. Các sản phẩm của Columbia được sản xuất tại 19 quốc gia, trong đó khoảng 64% quần áo và phụ kiện và hầu hết sản phẩm giày dép được sản xuất tại Trung Quốc và Việt Nam. Do đó đơn hàng của Columbia tại Việt Nam nhiều khả năng sẽ tăng lên đáng kể trong thời gian tới dưới tác động của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Đây là cơ hội cho những doanh nghiệp có năng lực sản xuất lớn và luôn đảm bảo được chất lượng và thời gian giao hàng như May Sông Hồng.

G-III là tập đoàn thời trang Mỹ sở hữu nhiều nhãn hiệu thời trang nổi tiếng như DKNY, Donna Karan, G.H.Bass, Andrew Marc... và được nhượng quyền bán các sản phẩm với các thương hiệu nổi tiếng như Calvin Klein, Tommy Hilfiger, Levi's, Docker's, Guess?. Các sản phẩm của G-III chủ yếu được tiêu thụ tại thị trường Mỹ (88%), thông qua cả kênh bán buôn (trên 80%) và bán lẻ. Doanh thu của G-III tăng trưởng với tốc độ bình quân 14.3% trong giai đoạn 2013-2017, đặc biệt là sau khi mua lại G.H.Bass (2014), Donna Karan (2015) cũng như mở rộng danh mục các sản phẩm nhượng quyền dưới thương hiệu của Calvin Klein và Tommy Hilfiger (2017). Động lực tăng trưởng trong những năm tới của GII sẽ đến từ (1) các thương hiệu sở hữu như Donna Karan, DKNY sau quá trình tái cơ cấu, đẩy mạnh phát triển mẫu; (2) sản phẩm thương hiệu Calvin Klein và Tommy Hilfiger (hợp đồng bản quyền thương hiệu đến 2023).



Nguồn: Bloomberg

Haddad là công ty thiết kế và kinh doanh các sản phẩm thương hiệu Converse, Nike, Levi's, Hurley, Jordan, bắt đầu hợp tác với May Sông Hồng từ năm 2017. Giá trị đơn hàng năm 2018 đã tăng từ 8 triệu USD lên gần 30 triệu, tương đương với giá trị đơn hàng của đối tác truyền thống Columbia (khoảng 20% doanh thu), và dự kiến sẽ tăng lên 40 triệu USD trong năm 2019 (+33% YoY).

Luen Thai là tập đoàn sản xuất và phân phối các sản phẩm thời trang lớn của Hồng Kông với quy mô doanh thu 2017 đạt 768 triệu USD. Luen Thai hiện đang sở hữu GJM – sản xuất đồ ngủ với khách hàng chính là Victoria's Secret, Calvin Klein; Yuen Thai – sản xuất đồ thể thao... Các cơ sở sản xuất của LuenThai chủ yếu tập trung tại Trung Quốc, Campuchia, Phillipine và Tập đoàn vẫn đang trong quá trình tìm kiếm thêm các cơ hội liên doanh với các đối tác khác. Tại Việt Nam, Luen Thai đang hợp tác sản xuất tại 3 nhà máy, trong đó có một nhà máy dệt tại Nam Định (Dệt Thiên Nam). Trong năm 2018, May Sông Hồng bắt đầu hợp tác với Luen Thai và kế hoạch sẽ thành lập liên doanh với đối tác này, chuyên sản xuất sản phẩm underwear cao cấp.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV<GO>

