

Ngành : Dệt may

Khuyến nghị

MUA

CTCP May Sông Hồng (HSX: MSH) Hội tụ nhiều yếu tố tích cực

Giá hiện tại:	50,600
Giá mục tiêu trước đây	N/A
Giá mục tiêu mới:	66,400
Tỷ suất cổ tức	5.6%
Tiềm năng tăng giá	30.8%

Ngày viết báo cáo:	11/05/2021	Cơ cấu cổ đông	
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	50	Bùi Đức Thịnh	23.9%
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,695	CTCP Chứng khoán FPT	12.9%
Thanh khoản bình quân 10 phiên:	52,610	Bùi Việt Quang	11.3%
Sở hữu nước ngoài	6.1%	Phạm Thị Sông Ngân	7.4%

Chuyên viên phân tích ngành:

Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA
(Công nghệ, Thủy sản, Dệt may)
tuntc@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
Giá khuyến nghị: 60,000 VND
Giá cắt lỗ: 46,600 VND

Định giá

- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu MSH với giá mục tiêu 66,400 đồng, (+30.8% so với mức giá ngày 12/05/2021) cho năm 2021 dựa trên hai phương pháp FCFE và PE với tỷ trọng 60%/40% dựa trên triển vọng khả quan của ngành Dệt may và của doanh nghiệp May Sông Hồng.

Kế hoạch kinh doanh 2021

- MSH đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2021 lần lượt là 4,200 tỷ (+10% YoY) và 340 tỷ (+20% YoY).

Dự báo kết quả kinh doanh 2021

- BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2021 của MSH lần lượt đạt 4,669 tỷ (+22.5% YoY) và 559 tỷ (+98% YoY) (bao gồm 49 tỷ đến từ việc hoàn nhập liên quan đến khoản phải thu của NewYork & Company), tương đương với EPS là 9,197 VND/cổ, PE fw là 5.8 lần.
- Loại trừ khoản hoàn nhập năm 2020 và 2021, doanh thu đạt 4,669 tỷ (+22.5% YoY), lợi nhuận đạt 510 tỷ (+14.8% YoY), tương đương EPS đạt 8,390 VND/cổ, PE fw là 6.4.

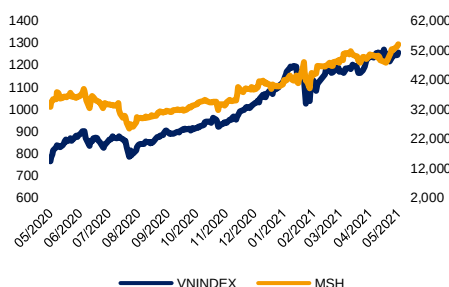
Rủi ro

- Diễn biến phức tạp của dịch bệnh ảnh hưởng tiêu cực đến tốc độ hồi phục của doanh nghiệp
- Rủi ro về cạnh tranh thu hút nguồn nhân lực Công nghệ

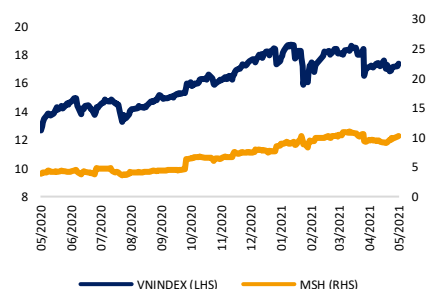
Quan điểm đầu tư

- Năm 2021, ngành Dệt may kỳ vọng phục hồi từ đáy khủng hoảng nhờ (i) Chuỗi sản xuất phục hồi với đơn hàng truyền thống tăng trở lại (ii) Một số sự kiện kỳ vọng thúc đẩy việc dịch chuyển đơn hàng Dệt may sang Việt Nam.
- May Sông Hồng phục hồi từ đáy khủng hoảng với nhiều yếu tố tích cực trong năm 2021: Đơn hàng truyền thống khả quan, Đầu tư nhà máy mới (+21% công suất và Thu hồi một phần nợ xấu (~49 tỷ)
- Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1 năm 2021: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 944 tỷ (+0.6% YoY) và 92 tỷ (+44% YoY), tương đương hoàn thành 22.4% kế hoạch doanh thu và 27.0% kế hoạch lợi nhuận.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



	2020	2021	Peer	VN-Index
PE (x)	10.3	10.2	12.4	14.7
PB (x)	1.4	1.2	1.0	2.0
PS (x)	0.5	0.7	0.3	1.5
ROE (%)	17.3%	29.3%	13.0%	14%
ROA (%)	9.0%	15.4%	4.4%	2%

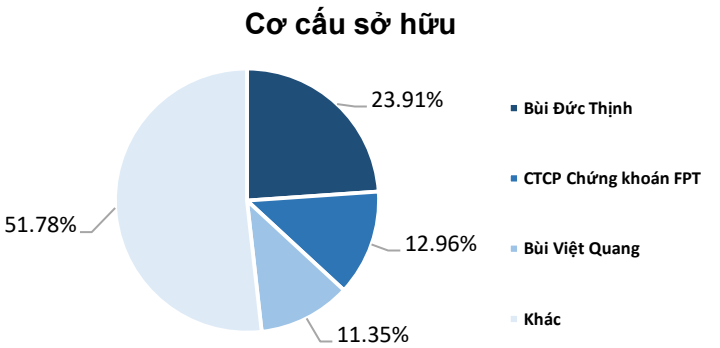
	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu	4,425	3,813	4,669	5,071
Lợi nhuận gộp	928	751	925	1,046
Lợi nhuận sau thuế	452	231	559	565
EPS	9,113	4,635	9,197	9,307
Tăng trưởng EPS	-10%	-49%	98%	2%
Nợ ròng/ VCSH	1.05	0.8	0.9	0.9

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty cổ phần May Sông Hồng được thành lập vào năm 1988 với tên gọi Xí nghiệp May 1/7, trực thuộc Nhà nước với khoảng hơn 100 công nhân. Cuối năm 2018, công ty tiến hành niêm yết trên sàn Hose với vốn điều lệ là 476 tỷ đồng. Sau hơn 30 năm hoạt động và phát triển, May Sông Hồng luôn nằm trong danh sách các doanh nghiệp đầu ngành Dệt may tại Việt Nam với số lượng nhân công là 9,561 người (31/12/2020).

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

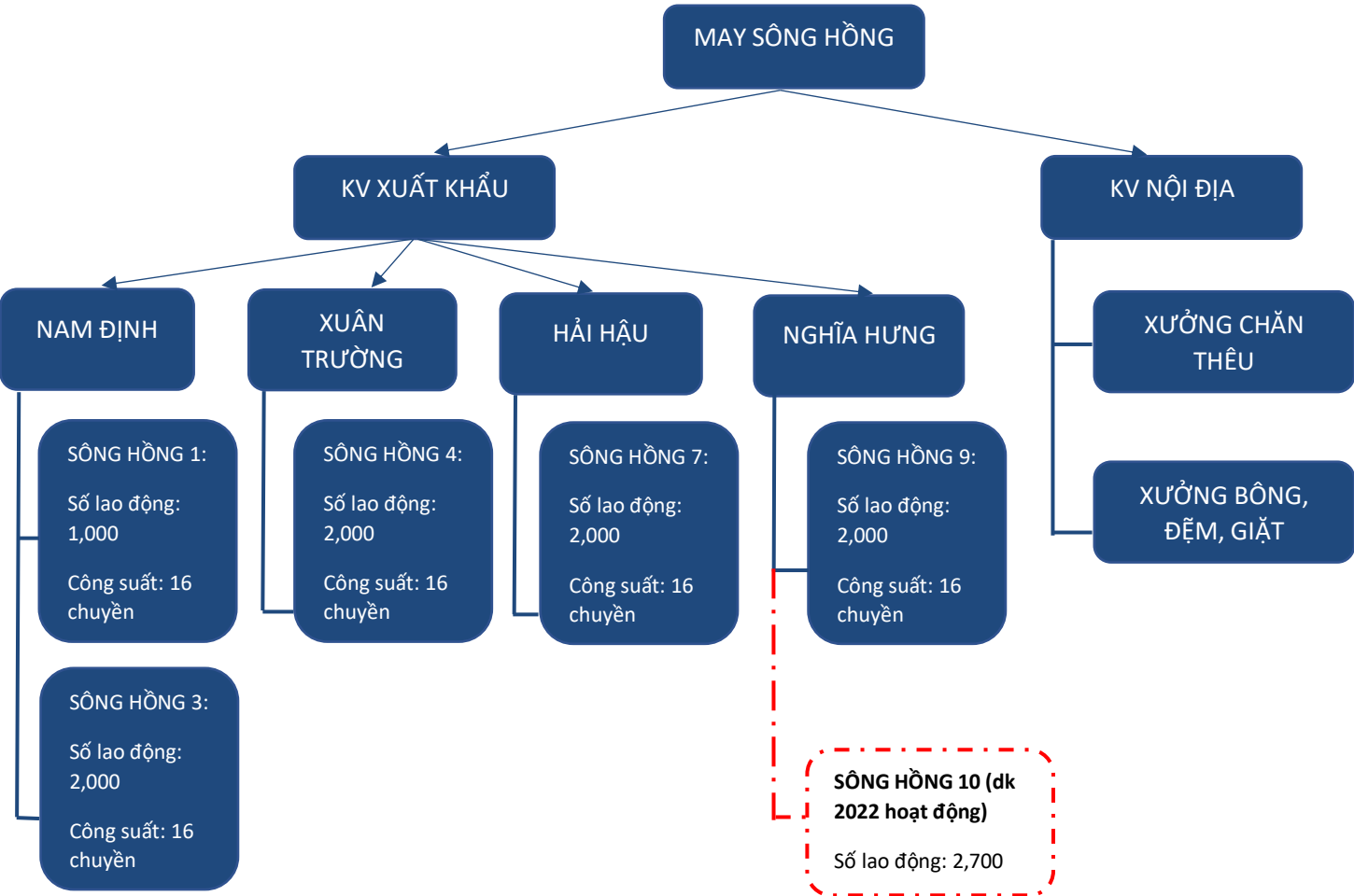
BSC đánh giá cơ cấu sở hữu của MSH khá cô đặc với 35.26% tỷ lệ sở hữu thuộc về gia đình ông Bùi Đức Thịnh – chủ tịch Hội đồng quản trị. Ngoài ra, CTCP Chứng khoán FPT - vốn có mối quan hệ thân thiết với gia đình ông Thịnh cũng nắm giữ 12.96% tỷ lệ sở hữu tại MSH.



Nguồn: MSH

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

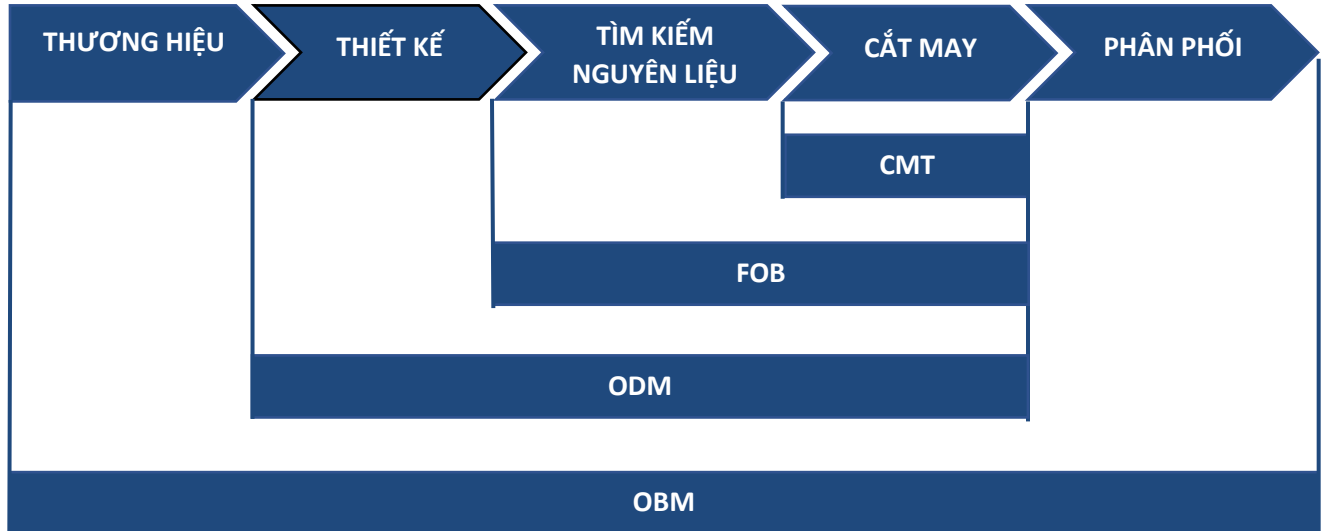
May Sông Hồng là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dệt may với hai mảng kinh doanh chính: (i) Sản xuất hàng may mặc xuất khẩu (ii) Sản xuất các sản phẩm chăn – ga – gối – đệm nội địa.



Nguồn: MSH

(i) Sản xuất hàng may mặc xuất khẩu:

Mô hình sản xuất hàng may mặc của MSH không có quá nhiều khác biệt so với các doanh nghiệp lớn trong ngành, bao gồm hai phương thức chủ yếu: **CMT (hàng gia công)** và **FOB (xuất khẩu theo phương thức giao hàng lên tàu)**.



Nguồn: BSC sưu tầm

CMT: CUT – MAKE – TRIM

Trong ngành Dệt may, phân đoạn CMT có thể coi là đơn giản nhất, bao gồm:

- + Cut: cắt vải từ cuộn vải in sẵn thiết kế của khách hàng
- + Make: may, khâu, vá các miếng vải lại thành sản phẩm hoàn chỉnh
- + Trim: Cắt chỉ và làm sạch chỉ khỏi sản phẩm quần áo. Dán nhãn và thực hiện kiểm tra, đóng gói sản phẩm theo yêu cầu.

Do giá trị gia tăng của các đơn hàng CMT không cao và chịu cạnh tranh gay gắt, biên lợi nhuận gộp của mảng này thường khá thấp, dao động quanh mức 8 – 12% đối với May Sông Hồng. Công ty cũng có chiến lược giảm dần tỷ lệ CMT từ 40% xuống về mức 30% trong các năm tới.

Khách hàng CMT lớn nhất của MSH là SAE – A (Hàn Quốc), có năng lực sản xuất phân bổ rộng rãi trên thế giới: Costa Rica, Guatemala, Nicaragua, Campuchia, Haiti và Việt Nam. Các sản phẩm của SAE – A phục vụ các nhà bán lẻ, các thương hiệu thời trang tại Mỹ, EU và một số nước Châu Á.

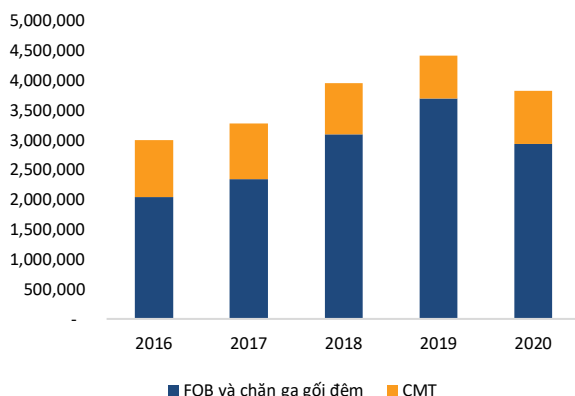
FOB: FREE ON BOARD: Mua nguyên liệu, Bán thành phẩm

So với các đơn hàng CMT, đơn hàng FOB có sự khác biệt ở chỗ các doanh nghiệp dệt may sẽ đảm nhận thêm khâu mua nguyên vật liệu để làm ra sản phẩm cuối cùng. Điều này giúp doanh nghiệp có thể chủ động nguồn nguyên vật liệu, tuy nhiên, công ty sẽ phải chịu rủi ro tài chính, nguồn vốn cao hơn so với CMT. Do đó, các đơn hàng FOB sẽ có biên lợi nhuận cao hơn so với CMT, dao động khoảng 17 – 18% đối với May Sông Hồng.

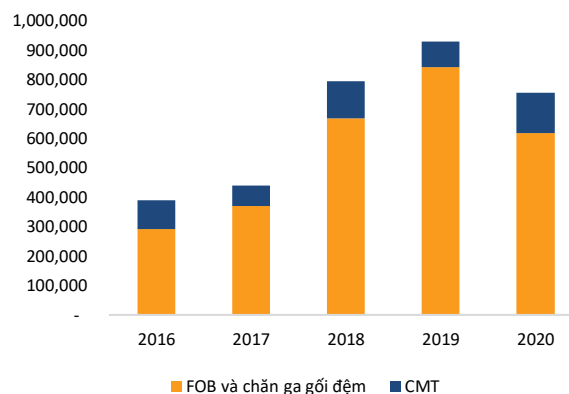
May Sông Hồng tập trung thực hiện các đơn hàng FOB cho một số khách hàng như Columbia, Walmart, GIII, Haddad,... Đây đều là những nhà bán lẻ và bán buôn sản phẩm thời trang hàng đầu.

Đáng chú ý, trong năm 2020, do ảnh hưởng của dịch Covid – 19, một khách hàng lớn truyền thông của MSH là New York & Company tuyên bố phá sản. **Cuối năm 2020, tổng giá trị khoản phải thu liên quan đến khách hàng này là 218 tỷ, MSH đã trích lập dự phòng 153 tỷ.** Công ty cho biết dự kiến có thể thu hồi 81 tỷ (~37% giá trị phải thu ban đầu).

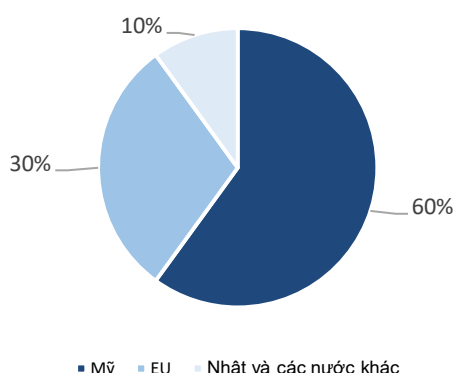
Cơ cấu doanh thu của MSH



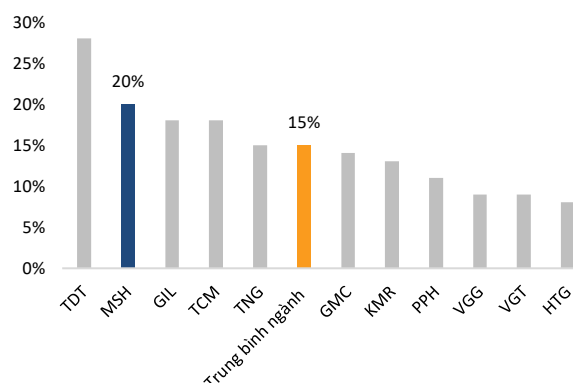
Cơ cấu lợi nhuận gộp của MSH



Tỷ trọng thị trường của MSH năm 2019



Tỷ suất lợi nhuận gộp MSH vượt trội so với ngành



Nguồn: MSH

Ngoài ra, trong năm 2020, do ảnh hưởng của dịch bệnh, MSH cũng cung cấp các loại khẩu trang vải, khẩu trang y tế KF94 phục vụ nhu cầu phòng chống dịch. Tuy nhiên, BSC cho rằng sản phẩm y tế không phải là sản phẩm chủ lực mang tính dài hạn của công ty.

(ii) Sản xuất các sản phẩm chăn – ga – gối – đệm:

Sản phẩm chăn ga gối đệm Sông Hồng thuộc phân khúc trung cấp, tiêu thụ chủ yếu ở các thị trường phía Bắc. Năng lực sản xuất của công ty đạt khoảng 90,000 đệm và gần 1,000,000 sản phẩm chăn ga gối mỗi năm. Biên lợi nhuận gộp của mảng này rất cao, hiệu quả nhất trong các mảng kinh doanh của MSH. Cuối năm 2019, công ty có ý định tái cấu trúc lại mảng chăn ga gối đệm (thay đổi nhận diện thương hiệu, thiết kế các mẫu mã mới, lập văn phòng đại diện tại Mỹ,...); tuy nhiên, do ảnh hưởng của dịch bệnh nên BSC chưa thấy công ty triển khai mạnh việc tái cấu trúc này. BSC cho rằng tuy mảng chăn – ga – gối đệm có biên lợi nhuận tốt nhưng gặp khó khăn về tiềm năng tăng trưởng, trong ngắn hạn, đây không phải mảng chủ lực của MSH.

Trong thời gian tới, định hướng của doanh nghiệp sẽ tập trung toàn bộ nguồn lực cho mảng may mặc xuất khẩu.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

(1) Năm 2021, ngành Dệt may kỳ vọng phục hồi từ đáy khủng hoảng nhờ (i) Chuỗi sản xuất phục hồi với đơn hàng truyền thống tăng trở lại (ii) Một số sự kiện kỳ vọng thúc đẩy việc dịch chuyển đơn hàng Dệt may sang Việt Nam ([Link báo cáo ngành Dệt may của BSC](#))

(i) Chuỗi sản xuất phục hồi với đơn hàng truyền thống tăng trở lại

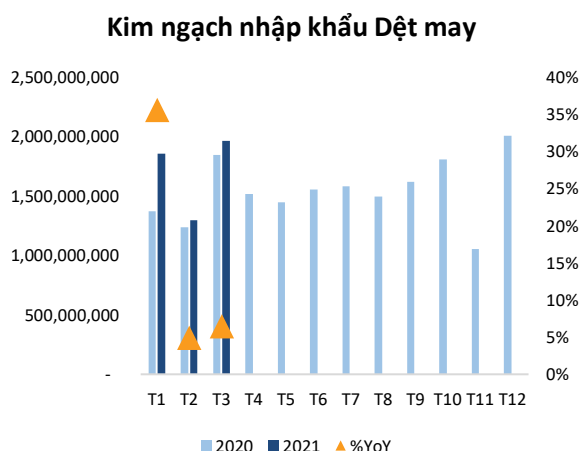
Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam, ngành Dệt may Việt Nam được kỳ vọng quay lại mức kim ngạch xuất khẩu năm 2019 (trước dịch Covid – 19) là 39 tỷ USD, tương ứng với mức tăng trưởng 11.4% so với cùng kỳ. Tính đến hết tháng 4 năm 2021, tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may ước tính đạt 11.7 tỷ USD, tăng trưởng 13% so với cùng kỳ Riêng tháng 4 tăng trưởng 48% với kim ngạch đạt 2.8 tỷ USD do cùng kỳ năm ngoái bị ảnh hưởng tiêu cực bởi Covid – 19.

Tính đến hiện tại, một số doanh nghiệp Dệt may cho biết các nhà máy dệt may đã kín đơn hàng đến tháng 8 năm 2021. Tình hình này cải thiện rõ rệt so với cùng thời điểm năm ngoái khi khách hàng ngưng đặt đơn hàng mới và đơn hàng cũ bị hủy/trì hoãn giao. Trong năm 2021, với kỳ vọng cuộc sống trở lại bình thường (do các quốc gia đã có kinh nghiệm đối phó với dịch bệnh và việc tiêm vắc – xin đang được triển khai nhanh chóng), nhu cầu mua sắm của người dân sau một năm bị kìm nén sẽ tăng trưởng trở lại. Điều này giúp các hãng thời trang lạc quan hơn về triển vọng kinh doanh, từ đó tác động tích cực đến các đơn hàng may truyền thống tại các nhà máy may tại Việt Nam.

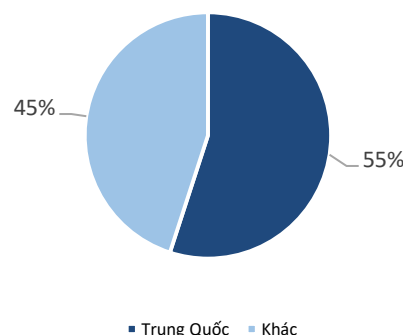
Doanh nghiệp	Giá trị đơn hàng tính đến hiện tại
Tập đoàn Dệt may Việt Nam (VGT)	Giá trị đơn hàng kín đến tháng 8/2021
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG)	Giá trị đơn hàng là 190 triệu USD
CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (TCM)	Giá trị đơn hàng kín đến tháng 8/2021
CTCP Sản xuất Kinh doanh Xuất nhập khẩu Bình Thạnh (GIL)	Giá trị đơn hàng dự kiến tăng 13%

Nguồn: BSC tổng hợp

Ngoài ra, trong năm 2021, BSC cho rằng các doanh nghiệp dệt may không gặp phải vấn đề nguồn nguyên liệu bị đứt gãy. Do 63% giá trị nguyên vật liệu dệt may được nhập khẩu từ Trung Quốc nên khi dịch bệnh bùng phát đầu năm 2020, chuỗi cung ứng bị ảnh hưởng khiến các doanh nghiệp gặp khó khăn đáp ứng đơn hàng. Năm 2021, thương mại giữa hai quốc gia đã được cải thiện nhờ việc kiểm soát chặt chẽ dịch bệnh, đảm bảo nguồn nguyên phụ liệu được cung ứng liên tục, kịp thời.



Cơ cấu nhập khẩu nguyên vật liệu dệt may

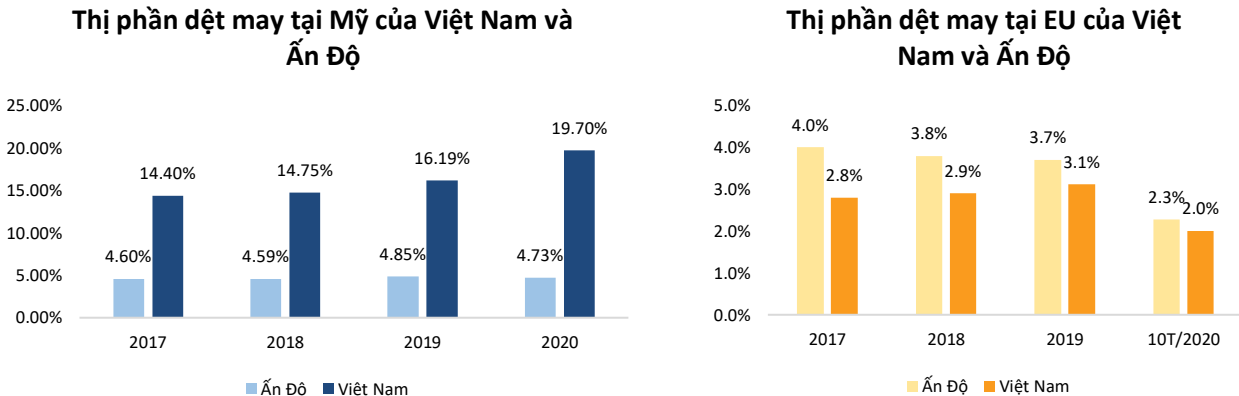


Nguồn: Tổng cục hải quan

(ii) Một số sự kiện kỳ vọng thúc đẩy việc dịch chuyển đơn hàng Dệt may sang Việt Nam

Ngành Dệt may Ấn Độ bị ảnh hưởng tiêu cực khi tình hình dịch bệnh diễn biến căng thẳng

Trong thời gian vừa qua, Ấn Độ phải đối mặt với làn sóng Covid – 19 lần thứ hai bùng phát vô cùng nghiêm trọng. Tình hình dịch bệnh trở nên mất kiểm soát, hoạt động sản xuất của Ấn Độ - trong đó có ngành Dệt may - cũng sẽ bị ảnh hưởng. Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam, Ấn Độ có xuất khẩu sản phẩm may mặc vào các thị trường chính giống Việt Nam: Mỹ, EU, Hàn Quốc,... Đặc biệt, thị phần của Ấn Độ tại thị trường EU khá cạnh tranh với Việt Nam.



Nguồn: Hiệp Hội Dệt may Việt Nam

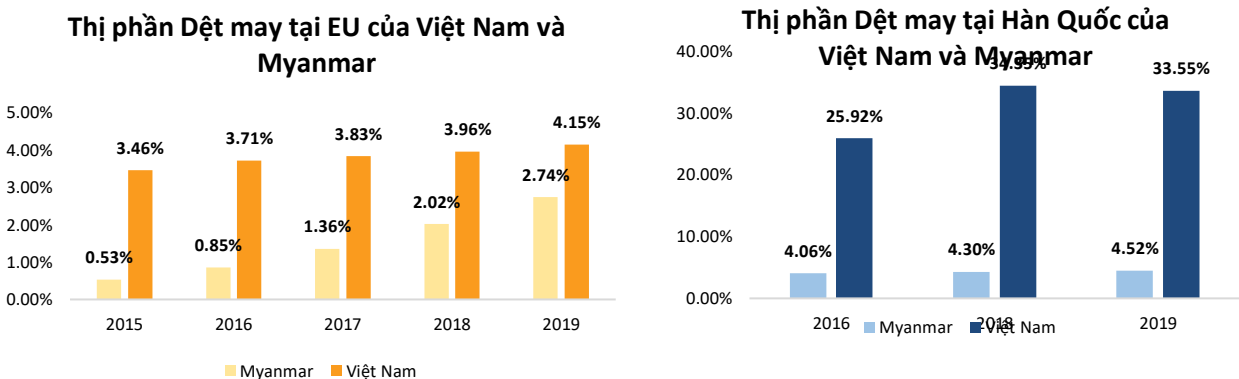
Ngành Dệt may Myanmar bị ảnh hưởng tiêu cực khi căng thẳng chính trị gia tăng

Tình hình căng thẳng chính trị tại Myanmar ảnh hưởng tiêu cực đến ngành dệt may ở nước này khi một số nhà máy dệt may (đặc biệt các nhà máy dệt may do Trung Quốc sở hữu) bị đập phá, phóng hỏa. BSC cho rằng bất ổn chính trị sẽ khiến các nhà bán lẻ ngại đặt đơn hàng tại Myanmar mà sẽ tìm quốc gia thay thế khác trong giai đoạn tới (Việt Nam, Bangladesh, Campuchia,...). Theo BSC tổng hợp, ngành dệt may của Myanmar có cạnh tranh với Việt Nam tại các thị trường lớn như EU, Nhật Bản, Hàn Quốc,...

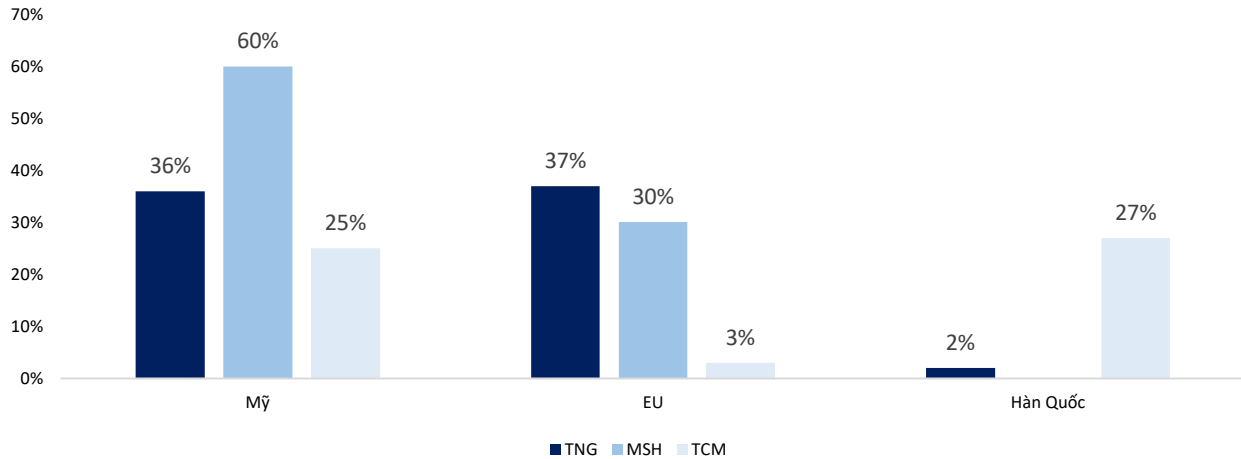
Tỷ trọng thị trường Mỹ của một số doanh nghiệp dệt may năm 2019 TNG (36%), MSH (2018: 60%), TCM (25%)

Tỷ trọng thị trường EU của một số doanh nghiệp dệt may năm 2019 TNG (37%), MSH (2018: 30%), TCM (3%)

Tỷ trọng thị trường Hàn Quốc của một số doanh nghiệp dệt may năm 2019 TCM (27%), TNG (1.5%).



Tỷ trọng doanh thu của thị trường Mỹ, EU và Hàn Quốc của một số doanh nghiệp



Nguồn: BSC tổng hợp

(2) May Sông Hồng phục hồi từ đáy khủng hoảng với nhiều yếu tố tích cực trong năm 2021: Đơn hàng truyền thống khả quan, Đầu tư nhà máy mới và Thu hồi một phần nợ xấu.

Năm 2020 là một năm đầy khó khăn và thách thức đối với các doanh nghiệp Dệt may tại Việt Nam. Với May Sông Hồng càng là một năm đáng nhớ khi công ty vừa phải đối mặt với việc các khách hàng trì hoãn/hủy hợp đồng do dịch bệnh đến bất ngờ vừa phải xử lý khoản phải thu của một khách hàng lớn, lâu năm là NewYork & Company bất ngờ tuyên bố phá sản.

Năm 2021 được kỳ vọng là một năm đột biến đối với công ty khi May Sông Hồng – một doanh nghiệp dệt may đầu ngành với nền tảng tài chính lành mạnh – đang được hội tụ nhiều yếu tố tích cực.

Trong bối cảnh ngành Dệt may đang cho thấy nhiều yếu tố tích cực (đã phân tích ở trên), May Sông Hồng cũng cho thấy các đơn hàng truyền thống đang quay trở lại. **Trong buổi họp Đại hội cổ đông năm 2021 vừa diễn ra, ban lãnh đạo MSH cho biết giá trị đơn hàng khả quan** (công ty không công bố giá trị cụ thể). **Tất cả các dây chuyền may tại các nhà máy của công ty đều đang hoạt động hết công suất.**

+ Khách hàng Columbia là khách hàng lâu năm của May Sông Hồng với sản phẩm tập trung vào quần áo, giày dép, thiết bị cho các hoạt động ngoài trời (vd: quần áo thể thao,...). Đối với năm 2021, ban lãnh đạo Columbia có quan điểm rất tích cực về triển vọng ngành bán lẻ quần áo. Dựa trên tình hình bán hàng mùa Xuân 2021 khả quan và tình hình đơn đặt hàng mùa Thu năm 2021 của Columbia, ban lãnh đạo lạc quan về triển vọng của cả năm 2021. Công ty cũng liên tục tăng dự phóng doanh thu cho cả năm 2021 từ 2.95 - 3 tỷ USD (+18% - 20%YoY) trong tháng 2 lên mức 3.04 – 3.08 tỷ USD (+21.5% - 23% YoY).

+ Khách hàng Walmart là một trong những nhà bán lẻ hàng đầu thế giới với doanh thu năm 2020 đạt 559 tỷ USD và hệ thống gần 5,000 cửa hàng tại Mỹ. Walmart là một khách hàng mới của May Sông Hồng, bắt đầu ký kết từ cuối năm 2019. BSC cho rằng việc ký kết đơn hàng với Walmart năm 2021 sẽ khôi phục trở lại sau một năm bị ảnh hưởng bởi Covid – 19.

Ban lãnh đạo May Sông Hồng cũng chia sẻ cả hai khách hàng lớn Columbia và Walmart đều muốn tăng đơn hàng cho MSH nhưng các nhà máy hiện tại đều không đủ chuyền may sản xuất. BSC cho rằng nhà máy may Sông Hồng 10 đi vào hoạt động có thể giải quyết một phần vấn đề thiếu dây chuyền may hiện tại.

Trong tháng 3 năm 2021, công ty đã khởi công xây dựng nhà máy Sông Hồng 10 (SH10) với công suất thiết kế là 2,700 nhân công (có thể đạt tới 3,000 nhân công). Mặc dù nhà máy dự kiến sẽ được hoàn thành vào tháng 11 cuối năm 2021, BSC cho rằng với đặc thù nhà máy may (xây tới đâu may tới đó) thì từ cuối quý 3 năm 2021, nhà máy Sông Hồng 10 có thể sản xuất đơn hàng và tạo ra doanh thu. Công ty cũng dự kiến đến cuối năm, SH10 sẽ có 1,500 công nhân làm việc (tương đương với ~55% công suất thiết kế) và sẽ đạt 2,500 nhân công vào quý 2 năm 2022.

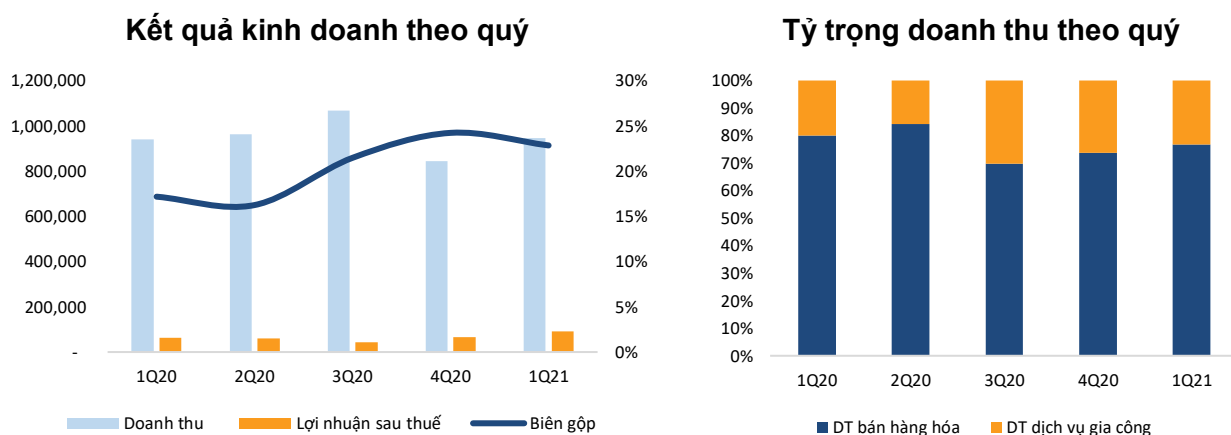
Dự phóng doanh thu của nhà máy Sông Hồng 10 của BSC

	2021F	2022F	2023F
Doanh thu nhà máy (tỷ)	80	600	860
Tỷ trọng doanh thu 2020	2%	15%	22%
Doanh thu MSH ghi nhận (tỷ)*	40	306	438
Giả định số lượng nhân công làm việc	1,000	2,000	2,700

*: May Sông Hồng sở hữu 51% SH10

Liên quan đến khoản nợ xấu của khách hàng New York & Company, May Sông Hồng dự kiến sẽ sớm thu hồi được 37% giá trị khoản phải thu (~ 81 tỷ đồng). Tính đến quý 1 năm 2021, công ty đã trích lập dự phòng 186 tỷ đồng, tương đương với 85% giá trị khoản phải thu. Như vậy, BSC cho rằng **May Sông Hồng dự kiến sẽ hoàn nhập 49 tỷ đồng trong quý 2 năm 2021, tương đương 70% lợi nhuận trước thuế của quý 2 năm 2020.**

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1 năm 2021: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 944 tỷ (+0.6% YoY) và 92 tỷ (+44% YoY), tương đương hoàn thành 22.4% kế hoạch doanh thu và 27.0% kế hoạch lợi nhuận. Biên lợi nhuận gộp tiếp tục khả quan quanh mức 22.8% (nếu loại khoản hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho thì biên gộp là 21.5%) so với mức 17.2% cùng kỳ. BSC cho rằng nhờ (i) chi phí đầu vào tăng chưa phản ánh trong quý 1 (ii) đơn hàng khả quan giúp công ty chủ động chọn các đơn hàng có biên tốt giúp biên gộp cao. Đáng chú ý, trong quý 1, công ty tiếp tục trích lập 42.6 tỷ dự phòng phải thu khó đòi, trong đó, 32.4 tỷ liên quan đến khoản phải thu của NewYork & Company.



Nguồn: MSH

III. RỦI RO

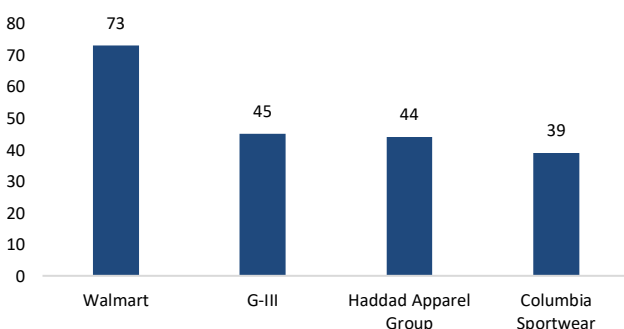
(1) Rủi ro khách hàng phá sản

Trong ngành Dệt may, việc khách hàng phá sản là rủi ro lớn nhất khi các doanh nghiệp Dệt may Việt Nam không có nhiều lợi thế trong việc đàm phán thu hồi các khoản nợ. Mặc dù hầu hết các khách hàng của May Sông Hồng đều là các đối tác lâu năm, dịch Covid – 19 là yếu tố không ngờ tới khiến khách hàng New York & Company phá sản. Trong tình hình dịch bệnh vẫn diễn ra phức tạp và luôn có nguy cơ bùng phát mạnh trở lại, BSC cho rằng rủi ro có khách hàng phá sản vẫn sẽ hiện hữu trong năm 2021.

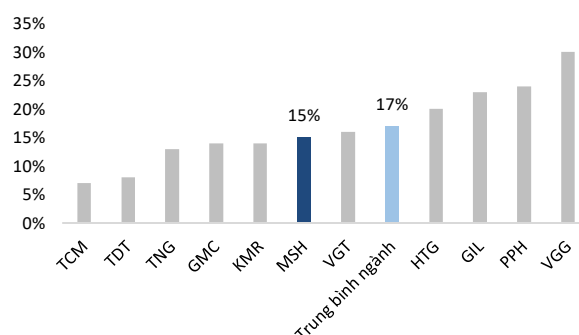
	Walmart	Columbia	G-III	The GAP
Tỷ lệ thanh toán hiện hành	1.0	3.3	3.3	1.5
Tỷ lệ thanh toán nhanh	0.2	1.4	0.8	0.6
Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu	1.8	0.5	0.8	4.2

Nguồn: Công ty

Giá trị khoản phải thu theo khách hàng vào 31/12/2020



Tỷ trọng khoản phải thu trên tổng tài sản năm 2020

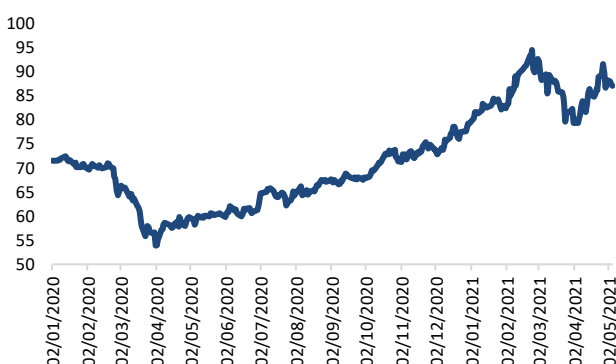


Nguồn: Công ty

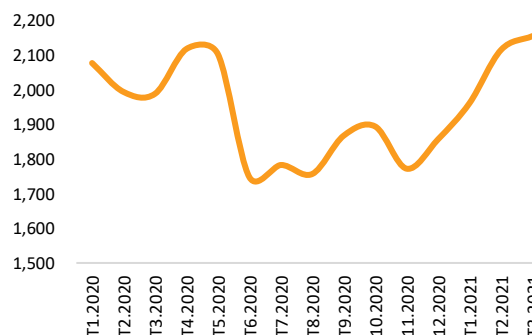
(2) Chi phí đầu vào tăng cao có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp sản xuất

Từ đầu năm 2021, hàng loạt các loại hàng hóa đều tăng trưởng mạnh: giá dầu, quặng sắt, cao su, cà phê,... Trong đó, giá bông cũng theo xu hướng tăng giá của các loại hàng hóa khác: tính đến hết tháng 4, giá bông thế giới tăng 32% YoY và 29% YTD. Mặc dù giá xơ, sợi Việt Nam nhập khẩu vẫn tương đương so với cùng kỳ nhưng đã tăng liên tục trong 5 tháng. BSC cho rằng (i) giá bông thế giới tăng giá mạnh (ii) Việt Nam chủ yếu nhập khẩu nguyên vật liệu dệt may từ nước ngoài, các doanh nghiệp dệt may sẽ gặp thách thức trong việc quản lý chi phí sản xuất tăng cao. Điều này có thể ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp khi đơn giá sản phẩm không tăng kịp.

Giá bông thế giới



Giá xơ, sợi Việt Nam nhập khẩu



III. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh 2021: BSC dự phóng **Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2021 của MSH đạt 4,669 tỷ đồng (+22.5% YoY) và 460 tỷ (+98.4% YoY)** dựa trên giả định:

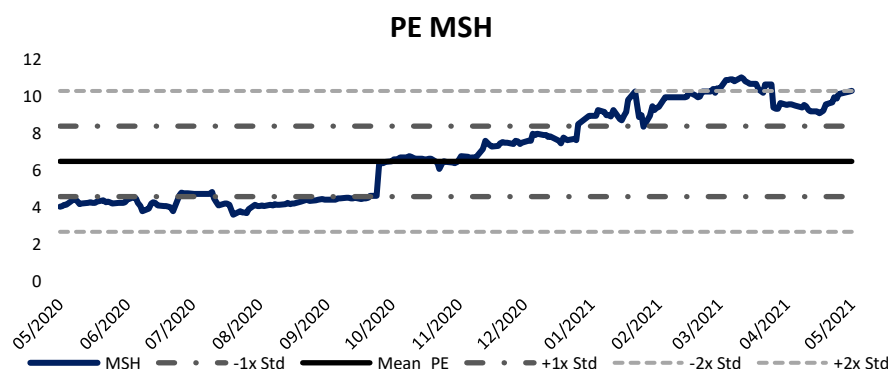
- Doanh thu phục hồi mạnh mẽ từ kỳ vọng các khách hàng tăng đơn đặt hàng khi triển vọng kinh doanh khởi sắc trở lại. BSC dự phóng giá trị đơn hàng FOB đạt 2,600 tỷ doanh thu, tăng trưởng 31% YoY, giá trị đơn hàng CMT đạt 1,570 tỷ doanh thu, tăng trưởng 18%. Doanh thu mảng chần ga gối đệm giữ nguyên.
- Biên lợi nhuận gộp dự báo cải thiện nhẹ từ 19.7% từ 19.8% do ảnh hưởng của hai yếu tố trái ngược (i) đơn hàng khả quan giúp MSH có thể lựa chọn các đơn biên tốt (ii) chi phí đầu vào tăng cao
- Công ty hoàn nhập 49 tỷ lợi nhuận liên quan đến khoản phải thu của NewYork & Company.

Bảng Dự phóng kết quả kinh doanh của MSH

Đv: tỷ đồng	2020A	2021F tính hoàn nhập	2021F core	2022F	2023F
Doanh thu thuần	3,813	4,669	4,669	5,071	5,604
Giá vốn hàng bán	(3,062)	(3,744)	(3,744)	(4,024)	(4,448)
Lợi nhuận gộp	751	925	925	1,046	1,156
<i>Biên LNG</i>	<i>19.7%</i>	<i>19.8%</i>	<i>19.8%</i>	<i>20.6%</i>	<i>20.6</i>
Chi phí bán hàng	(136)	(186)	(186)	(202)	(224)
<i>Biên Chi phí bán hàng</i>	<i>3.6%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.0</i>
Chi phí quản lý Dn	(375)	(203)	(252)	(273)	(302)
<i>Biên Chi phí quản lý Dn</i>	<i>9.9%</i>	<i>4.4%</i>	<i>5.4%</i>	<i>5.4%</i>	<i>5.4%</i>
Lợi nhuận trước thuế	283	559	510	565	629
Lợi nhuận sau thuế	231	459	419	465	518
EPS	4,635	9,197	8,390	9,307	10,361

Nguồn: BSC Research

Phương pháp PE: BSC sử dụng mức P/E mục tiêu cho MSH là 7.5 lần, cao hơn 27% so với mức PE trung bình của cổ phiếu là 5.9 sau khi xét đến (i) năm 2021 lợi nhuận tăng trưởng đột biến (ii) lãi suất giảm khiến mật bằng định giá tăng. BSC cho rằng mức P/E hiện tại 11.3 của các cổ phiếu dệt may sẽ giảm dần khi hoạt động kinh doanh cải thiện mạnh trong các quý tới.



Bảng So sánh mức định giá của một số doanh nghiệp dệt may trên sàn

Mã chứng khoán	Vốn hóa (nghìn tỷ VND)	DT (nghìn tỷ VND)	ROE	P/E
PPH	1.8	2.1	17.1%	7.2
HTG	0.4	3.2	12.6	7.4
TNG	1.6	4.4	13.0%	11.3
M10	0.6	3.4	13.4%	12.4
VGG	1.9	7.1	5.3%	20.0
VGT	7.6	13.9	3.9%	26.8
MSH	38.7	3.8	13.0%	10.2
Trung vị				11.3

	2020	2021F	2022F
EPS	4,635	9,197	9,377
P/E		7.5	7.5
Giá mục tiêu		68,900	70,400

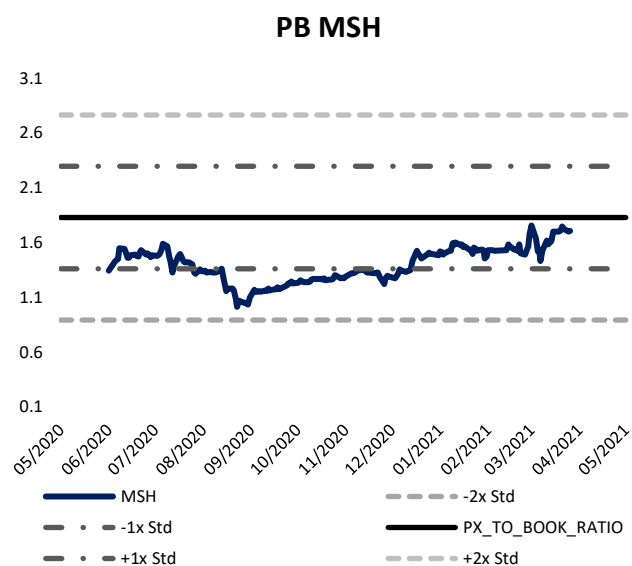
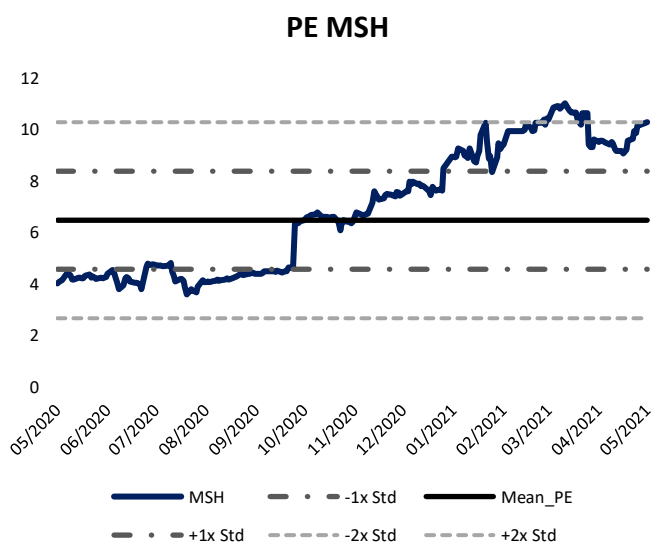
Phương pháp Chiết khấu dòng tiền:

Chi phí vốn bình quân	
Rf	6.5%
Beta	0.7
Ke	14%
Kd	9%
E/A	50%
Thuế	20%
WACC	11.1%
g	2%

	2021	2022	2023
Dòng tiền tự do của công ty	218	284	315
Giá trị hiện tại	3,115		
Tổng giá trị doanh nghiệp	4,005		
Nợ	497		
Vốn chủ sở hữu	3,58		
Số lượng cổ phiếu	50,009,400		
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	64,600		

	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	64,600	60%	38,800
P/E	68,900	40%	27,600
		Giá mục tiêu	66,400
		Giá hiện tại	53,000
		Upside	25%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MSH với **giá mục tiêu cho năm 2021 là 66,400 VND/cp** dựa theo hai phương pháp P/E và FCFF với tỷ trọng 40%/60%.



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu thuần	3,950	4,426	3,817	4,669
Giá vốn hàng bán	-3,157	-3,496	-3,062	-3,744
Lợi nhuận gộp	793	928	751	925
Chi phí bán hàng	-147	-180	-136	-186
Chi phí QLDN	-208	-232	-375	-203
Lãi/lỗ HĐKD	450	547	282	558
Doanh thu tài chính	58	61	62	53
Chi phí tài chính	-45	-28	-18	-29
Chi phí lãi vay	-33	-22	-15	-29
Lợi nhuận từ CTLD/LK	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	-1	1	1	0
Lợi nhuận trước thuế	449	548	283	558
Thuế thu nhập DN	-80	-96	-51	-98
LN sau thuế	369	452	231	459
CĐTS	0	0	0	0
LNST - CĐTS	369	452	231	459
EPS	10,232	9,113	4,635	9,197

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
Tiền và tương đương tiền	197	109	136	362
Đầu tư ngắn hạn	484	739	754	758
Phải thu ngắn hạn	512	418	395	502
Tồn kho	661	624	614	817
TS ngắn hạn khác	14	14	17	24
TS ngắn hạn	1,869	1,906	1,918	2,502
TS hữu hình	608	576	554	751
TS dở dang dài hạn	2	12	14	0
ĐT dài hạn	0	0	83	86
TS dài hạn khác	37	26	36	56
TS dài hạn	651	625	709	893
Tổng TS	2,520	2,531	2,627	3,356
Nợ phải trả	758	778	680	2,185
Vay ngắn hạn	675	436	497	647
Nợ ngắn hạn khác	51	25	7	310
Tổng Nợ ngắn hạn	1,485	1,239	1,185	1,654
Vay dài hạn	101	56	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng Nợ dài hạn	101	56	0	0
Tổng Nợ	1,587	1,296	1,185	1,654
Vốn góp	476	500	500	500
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
LN chưa phân phối	271	476	682	942
Vốn chủ khác	1	1	1	1
Cổ đông thiểu số	0	73	73	73
Tổng Vốn chủ sở hữu	933	1,235	1,442	1,701
Tổng nguồn vốn	2,520	2,531	2,627	3,356
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr)	47	50	50	50

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
(Lỗ)/LN TT	449	548	283	558
Khấu hao và phân bổ	116	117	131	122
Thay đổi vốn lưu động	(25)	81	(1,793)	(1,247)
LCTT từ HĐ KD	373	1,040	172	512
Tiền chi mua TSCĐ	-73	-80	-101	-280
LCTT từ HĐ Đầu tư	-211	-288	-279	-197
Tiền chi trả cổ tức	-170	-299	-9	-200
Tiền từ vay ròng	-137	-639	14	150
Tiền thu khác	0	0	0	-
LCTT từ HĐ Tài chính	-308	-841	5	-50
Dòng tiền đầu kỳ	344	197	237	136
Tiền trong kì	-146	-88	-101	226
Dòng tiền cuối kỳ	197	109	136	362

Chỉ số(%)	2018	2019	2020	2021F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.2	1.5	1.6	1.5
Hố TT nhanh	0.8	1.0	1.1	1.1
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	0.6	0.5	0.4	0.4
Hố Nợ/VCSH	1.7	1.0	0.8	0.9
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	69	67	73	68
Số ngày phải thu	43	36	44	45
Số ngày phải trả	18	15	16	16
CCC	94	87	102	93
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	20%	21%	19%	19%
Lợi nhuận LNST	9%	10%	6%	9%
ROE	43%	41%	36%	29%
ROA	15%	17%	15%	15%
Định Giá				
PE				
PB				
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	20%	12%	-13%	22%
Tăng trưởng LN TT	94%	22%	-48%	97%
Tăng trưởng EPS	18%	-11%	-49%	98%

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: RESP BSCV <GO>

