

NGÀNH: DỆT MAY

NEUTRAL

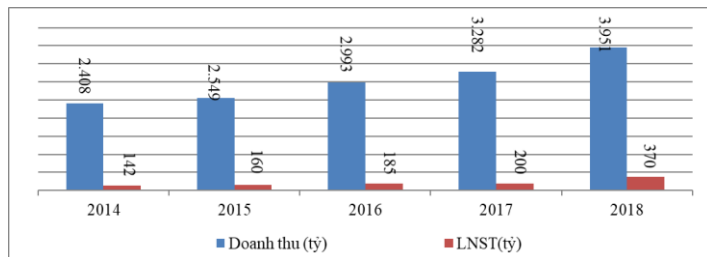
Công ty cổ phần May Sông Hồng (HOSE: MSH)

06/2019

MSH – Hưởng lợi từ các FTA, cuộc chiến tranh thương mại Mỹ-Trung đang leo thang

Tổng quan về Doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1988, Công ty May Sông Hồng là một doanh nghiệp lớn trong ngành công nghiệp dệt may Việt Nam. Hoạt động kinh doanh chủ yếu của MSH gồm: sản xuất, xuất khẩu các sản phẩm may mặc và các sản phẩm chăn, ga, gối đệm với thương hiệu Sông Hồng và gia công sản phẩm cho các thương hiệu nổi tiếng như GAP, NYCO, Brinkman, Fleet Street và Columbia...



Thông kê giá cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	63,000
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	39,000
KLCP khớp lệnh TB 10 phiên	81,382

Thông tin Cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	2,965.56
KLCP lưu hành	50.01 triệu
P/B	3.22
EPS	7,428
P/E	7.81

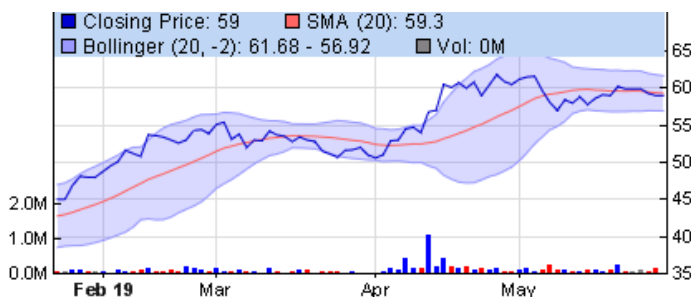
Tỉ suất lợi nhuận

Tỉ suất LN ròng	9.40%
ROA	15.16%
ROE	43.96%

Chỉ số tài chính

Tổng nợ/Tổng tài sản	0.63
Tổng nợ/ Vốn CSH	1.70

Biểu đồ kỹ thuật 01/02/2019 – 29/05/2019



Luận điểm đầu tư

MSH là một trong những Công ty may mặc hàng đầu tại Việt Nam, có thương hiệu uy tín, công ty là một trong số ít đơn vị trong ngành có thể sản xuất theo phương thức FOB với quy mô lớn. MSH được hưởng lợi nhiều từ các FTA và sự chuyển dịch các đơn hàng từ Trung Quốc. SBS đánh giá MSH ở mức Trung lập. Khuyến nghị trung lập (chi tiết xem phần Khuyến nghị).

Điểm nhấn doanh nghiệp

Doanh nghiệp có uy tín cao, đáp ứng được các tiêu chuẩn khắt khe của các hãng thời trang hàng đầu thế giới

- 5 đối tác chính của MSH gồm Columbia Sportswear, G-III, Haddad, New York & Company và SAE-E Trading, chiếm xấp xỉ hơn 80% doanh thu mảng may mặc xuất khẩu.
- MSH đã có đủ đơn hàng đến 7/2019, chiếm 60-70% doanh thu kế hoạch của cả năm.
- MSH có 2 khách hàng chiến lược mới là Columbia (với KH 5 năm tăng trưởng DT trên 2 con số mỗi năm) và Li&Fung.

MSH hưởng lợi từ các FTA, chiến tranh TM Mỹ-Trung leo thang.

- Chiến tranh TM Mỹ-Trung khiến các DN Mỹ chuyển hướng sang các DN Việt Nam, 2017 MSH và đối tác Haddad (Mỹ) đã ký kết hợp đồng 29 triệu USD khiến MSH gia tăng đột biến về doanh thu và lợi nhuận 2018.
- MSH đang XK 60% sang Mỹ và 30% sang EU, EVFTA ký kết sẽ giảm thuế bình quân 9.6% về 0%, gia tăng tính cạnh tranh, mở rộng được các thị trường mới. Các hiệp định FTA như EVFTA, CPTPP, VJEPA, VKFTA, AANZFTA.

MSH xây dựng nhà máy mới và chuyển dịch phương thức SX.

- Đơn hàng trong thời gian tới chủ yếu là FOB, tỷ trọng dự kiến trên 80% vào năm 2020 giúp tăng biên lợi nhuận gộp.
- Nhà máy Sông Hồng 10 đi vào sản xuất từ đầu quý II/2020, nâng công suất toàn Công ty thêm 20%, tổng số nhân lực toàn Công ty lên gần 13,000 người.

Cải tiến công nghệ trước cuộc Cách mạng công nghiệp 4.0.

- Công ty đang xây dựng một cơ sở dữ liệu chung làm đầu não xử lý mọi hoạt động sản xuất kinh doanh.
- MSH đã trang bị hàng loạt các loại máy tự động hóa cao thuộc loại tiên tiến nhất hiện nay của hãng Juki và Oshima, bao gồm máy trải vải tự động, cắt vải tự động, máy lập trình CNC trên bông điện tử, máy may lập trình tự động, máy thoi phom quần áo tự động, máy dò kim 200% có bộ lật mặt... Việc tự động hóa tối đa ở các công đoạn giúp tăng năng lực sản xuất của MSH, giảm chi phí nhân công, chi phí điện năng tiêu thụ cũng như đảm bảo chất lượng sản phẩm.

Rủi ro đầu tư

- Doanh thu, lợi nhuận phụ thuộc vào 1 số nhóm khách hàng chính.
- Doanh nghiệp chủ yếu xuất khẩu sang Mỹ và vay nợ bằng USD nên tỷ giá USD sẽ tác động đến lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Tốc độ tăng lương cơ bản 6-7%/năm khiến Chi phí tiền lương tăng, lợi thế cạnh tranh nhân công giá rẻ đang suy giảm.

Định giá doanh nghiệp

Phân tích doanh nghiệp

CƠ HỘI	THÁCH THỨC
<ul style="list-style-type: none"> Tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh kéo theo nhu cầu tiêu dùng ngày càng cao. Ngành dệt may y hưởng lợi từ c hiến tranh TM Mỹ Trung, có thể lấy thêm được thị phần của TQ tại thị trường Mỹ nhờ mức giá cạnh tranh hơn cũng như thu hút được thêm vốn FDI, giúp xuất khẩu tăng, nhiều việc làm mới được tạo ra. Nhu cầu may mặc toàn cầu năm 2019 được dự báo tiếp tục tăng trưởng so với 2018, nhưng với tốc độ chậm lại. 	<ul style="list-style-type: none"> Xu hướng bảo hộ thương mại đang có chiều hướng gia tăng , rào cản thương mại , và các yêu cầu khắt khe về quy tắc xuất xứ, bảo vệ môi trường... Cạnh tranh trực ti ếp với các doanh nghiệp lớn của nước ngoài, sau khi các h àng rào thuế quan được dỡ bỏ Cạnh tranh nguồn nhân lực với các doanh nghiệp mới trên cùng địa bàn.
ĐIỂM MẠNH	ĐIỂM YẾU
<ul style="list-style-type: none"> MSH với 30 năm hình thành và phát triển đã xây dựng và khẳng định được thương hiệu “Sông Hồng”. Nhân lực chất lượng cao . nguồn lao động ổn định, 18 xưởng may và 11,000 lao động có kinh nghiệm và tay nghề cao. Hệ thống phân phối với nhiều đại lý trên toàn quốc. 	<ul style="list-style-type: none"> Khó giữ chân nhân viên, người lao động dễ dàng chuyển đến các doanh nghiệp trả lương cao hơn. Chưa chủ động nguồn nguyên vật liệu , phải nhập khẩu nên biến động về giá tác động lớn đến hoạt động sản xuất. Doanh nghiệp chủ yếu gia công nên biên lợi nhuận thấp.

So sánh tài chính các doanh nghiệp trong ngành

Các chỉ số	MSH		TCM		TNG		VGG		GMC	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
ROE (%)	28,45%	43,79%	19,30%	22,07%	20,00%	25,33%	27,34%	29,03%	19,87%	34,51%
ROA (%)	8,76%	15,09%	6,55%	8,25%	5,65%	7,48%	9,36%	10,12%	6,64%	12,60%
Nợ ngắn hạn/VCSH	1,90	1,59	1,52	1,33	2,10	1,73	1,91	1,80	1,69	1,60
EPS	8.415	7.377	3.713	4.778	2.518	3.471	7.233	10.273	3.529	7.774
P/E	6,94	7,81	6,47	6,65	5,91	6,39	5,72	5,62	4,55	4,53

- (1) **PP So sánh cổ tức:** “MSH là doanh nghiệp truyền thống trả cổ tức bằng tiền mặt cao, hoạt động kinh doanh ổn định” là cơ sở chính để chúng tôi lựa chọn PP So sánh cổ tức. PP này sẽ phản ánh hiệu quả về tình hình kinh doanh của doanh nghiệp.

Cơ sở định giá: (1) Lãi suất ngân hàng TB 8%/năm (2) Tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình từ 2015-2019 là 4,200.

Giá trị hợp lý của MSH: 52,500 đồng

- (2) **PP So sánh P/E:** EPS dự phóng là 7,900 và P/E kỳ vọng 6.6 (P/E trung bình của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành dệt may tính theo 4 quý gần nhất là 6.6)

Giá trị hợp lý của MSH: 52,140 đồng

- (3) **PP Chiết khấu dòng tiền (FCFF)**

Các giả định: (1) DT năm 2019 đạt 4,300 tỷ đồng, LNST đạt 395 tỷ đồng; 2020-2023: DT tăng trưởng 15%; tốc độ tăng trưởng bền vững sau năm 2022: 1% (2) Chi phí VCSH (re): 16%; Chi phí nợ (rd): 10%; WACC: 13.5%

Giá trị hợp lý của MSH: 58,400

PP định giá	Kết quả	Tỉ trọng	Giá mục tiêu
Ss cổ tức	52,500	30%	54,800
P/E	52,140	30%	
FCFF	58,400	40%	

Khuyến nghị - Trung Lập

SBS nhận định:

MSH sẽ còn nhiều cơ hội phát triển , khi ngành dệt may đang được hưởng lợi từ các FTA và sự gia tăng dịch chuyển từ các DN nhập khẩu quần áo ở Mỹ đến Việt Nam (do hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung), và sự chuyển dịch phương thức sản xuất sang 100% đơn hàng FOB giúp cải thiện biên lợi nhuận của công ty tuy nhiên giá hiện tại của MSH (Tham chiếu ngày 03/06 ở mức 57,800 đ/cp) đang cao hơn định giá. SBS đánh giá MSH ở mức Trung lập.

Khuyến nghị: Trung lập



KHUYẾN CÁO

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Chuyên viên phân tích

Hoàng Đức Việt
viet.hd@sbsc.com.vn

Nguyễn Tuấn Anh
Anh.nt@sbsc.com.vn

Người chịu trách nhiệm

Dương Hoàng Linh
linh.dh@sbsc.com.vn

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam

Tel: +84 (8) 6268 6868

Fax: +84 (8) 6255 5957

www.sbsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, 88 Lý Thường Kiệt, Quận Hoàn Kiếm Hà Nội Việt Nam

Tel: +84 (4) 3942 8076

Fax: +84 (8) 3942 8075

SBS . Cửa ngõ kết nối đầu tư