

**Khuyến nghị: MUA**

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

[hanhntk@bsc.com.vn](mailto:hanhntk@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	60,500
Giá đóng cửa	50,700
Upside	19.3%

**Dữ liệu thị trường**

Số lượng CP (nghìn CP)	47,628
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,524
Giá cao nhất 52 tuần	57,700
KLGDTB 10 ngày (CP)	60,672
Sở hữu NĐTNN	3.24%

**Cổ đông lớn**

Bùi Đức Thịnh	21.63%
CTCP Chứng khoán FPT	13.61%
Bùi Việt Quang	10.92%
Nguyễn Thị Đào	7.77%

**Diễn biến giá (1 năm)**



**Tổng quan 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 ông 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% DT xuất khẩu.

**Các báo cáo khác** [Link](#)

**CẬP NHẬT ĐẠI HỘI CỔ ĐÔNG**

**Định giá**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MSH với giá mục tiêu cho năm 2019 là **60,500 đồng/CP** (upside +19.3%) dựa trên kết hợp hai phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền DCF (giá mục tiêu 68,600 đồng/CP) và so sánh P/E (P/E mục tiêu =7 lần) với tỷ trọng 50/50.

**Dự báo kết quả kinh doanh**

BSC dự báo doanh thu thuần của MSH năm 2019 đạt 4,472 tỷ đồng (+13.2% YoY) với giá định doanh thu hàng may mặc xuất khẩu đạt 174.7 triệu USD (+13.6% YoY) với động lực đến từ các khách hàng Haddad (+38% YoY), G-III (+32% YoY), Columbia (+10% YoY) trong khi mảng chăn ga gối tương đương cùng kỳ. Biên LNG tương đương 2018 ở mức 20.1%, biên EBIT cải thiện từ 11.1% lên 11.7% nhờ tiết giảm CPBH và QLDN. LNST ước đạt 420 tỷ (+13.5% YoY), EPS = 8,170 đồng/CP (giá định trích quỹ KTPL 5% LNST).

**Luận điểm 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 cải thiện biên lợi nhuận gộp.
- (4) Hiệu quả sinh lời tốt, tài chính lành mạnh, cổ tức tiền cao (35% -40%).

**Rủi ro đầu tư**

- (1) Giảm nhu cầu đơn hàng từ các đối tác, đặc biệt là tại thị trường Mỹ và EU.
- (2) 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.

**Cập nhật doanh nghiệp**

- (1) **Kết quả kinh doanh 2018:** Doanh thu thuần 3,951 tỷ đồng (+20.3% YoY), lợi nhuận sau thuế 370 tỷ đồng (+84.5% YoY), tương đương EPS = 7,380 đồng/CP, P/E = 7.15x.
- (2) **Kế hoạch kinh doanh 2019:** (i) Doanh thu 4,300 tỷ đồng (+8.8% YoY), LN trước thuế 465-475 tỷ đồng (+5.6% YoY), cổ tức 35-45%. (ii) Triển khai xây dựng NM Sông Hồng 10 (Nghĩa Hưng), dự kiến T4/2019 và đi vào hoạt động trong năm 2020 với vốn đầu tư 400 tỷ, quy mô lao động 2,000, MSH sở hữu 51%.
- (3) **Kế hoạch 2019-2023:** (i) Đạt doanh thu 5,000 tỷ năm 2021 (CAGR =7.8%), cổ tức 35-45%/năm; (ii) Hoàn thành thủ tục và di dời các xưởng may trong nội thành (1-6) ra cụm CN xã Mỹ Tân, Mỹ Lộc, Nam Định (21ha), vốn đầu tư 500 -550 tỷ, phát triển thành khu sản xuất tập trung của MSH.

**(1) Kết quả kinh doanh 2018**

- **Doanh thu thuần 3,951 tỷ đồng (+20.3% YoY), trong đó doanh thu hàng may mặc xuất khẩu chiếm 90%**. Các thị trường xuất khẩu chính là Mỹ (60%), EU (30%), Nhật Bản và khác (10%), do đó chúng tôi đánh giá MSH có nhiều cơ hội tăng trưởng trước xu hướng dịch chuyển sản xuất hàng may mặc từ Trung Quốc sang Việt Nam. **Lợi nhuận sau thuế năm 2018 đạt 370 tỷ đồng (+84.5% YoY)**, tương đương EPS = 7,380 đồng/CP, P/E = 7.15 lần.

- **Phân phối lợi nhuận 2018:** (i) Cổ tức tiền mặt, tỷ lệ 40% (đã ứng trước): 190.5 tỷ (51.5% LNST); (ii) Trích quỹ khen thưởng phúc lợi: 18.5 tỷ (5% LNST); (iii) Thù lao HĐQT, BKS: 5.94 tỷ (1.61% LNST).

- **Phát hành ESOP 2.38 triệu CP (tương đương với 5% số CP lưu hành)** cho Chủ tịch HĐQT, Tổng Giám đốc và nhân sự tại văn phòng Hồng Kông (chịu trách nhiệm trong tìm kiếm khách hàng và các nguồn nguyên liệu), giá phát hành 10,000 đồng/CP, dự kiến thu về 23.8 tỷ để bổ sung vốn lưu động. Công ty cho biết việc phát hành ESOP này nhằm ghi nhận đóng góp của các cá nhân trong suốt 30 năm phát triển của công ty và dự kiến những năm tới công ty chưa có kế hoạch phát hành ESOP. Trong quá khứ, công ty đã thực hiện 2 đợt phát hành ESOP với tỷ lệ tương tự là 5% vào năm 2015 và 2017.

**(2) Kế hoạch kinh doanh 2019**

- **Doanh thu 4,300 tỷ đồng (+8.8% YoY), LN trước thuế 465-475 tỷ đồng (+5.6% YoY), cổ tức duy trì ở mức 35-45%**. Công ty cho biết giá trị đơn hàng đã được khách hàng xác nhận đến thời điểm hiện tại chiếm khoảng 60-70% kế hoạch doanh thu, tương đương 2,600-3,400 tỷ đồng. Bên cạnh đó, công ty cũng vừa ký kết hợp đồng khung với đối tác chiến lược Columbia (đóng góp khoảng 20% doanh thu xuất khẩu năm 2018), theo đó giá trị đơn hàng thực hiện cho đối tác này sẽ tăng trưởng với tốc độ tối thiểu 10%/năm.

- **Triển khai xây dựng NM Sông Hồng 10 (Nghĩa Hưng)**, dự kiến khởi công trong tháng 4/2019 và đi vào hoạt động trong năm 2020. Với quy mô 2,000 lao động, Sông Hồng 10 sẽ giúp công suất của MSH tăng thêm 20% khi đi vào hoạt động, góp phần hiện thực mục tiêu 5,000 tỷ doanh thu vào năm 2021.

**(3) Kế hoạch hoạt động giai đoạn 2019- 2023**

- Mục tiêu đạt doanh thu 5,000 tỷ vào năm 2021 (CAGR =7.8%), cổ tức hàng năm duy trì ở mức cao 35-45%.

- Hoàn thành thủ tục và di dời các xưởng may trong nội thành (1-6) ra cụm CN xã Mỹ Tân, Mỹ Lộc, Nam Định (diện tích 21ha), phát triển thành trung tâm sản xuất tập trung với vốn đầu tư 500 -550 tỷ. Việc di dời sẽ thực hiện theo hình thức cuốn chiếu để không làm gián đoạn sản xuất, sau khi hoàn tất, công ty sẽ thực hiện chuyển đổi mục đích sử dụng đất tại các diện tích NM hiện hữu (khoảng 8ha).

**(4) Dự báo kết quả kinh doanh**

BSC dự báo doanh thu thuần của MSH năm 2019 đạt 4,472 tỷ đồng (+13.2% YoY) với giá định doanh thu hàng may mặc xuất khẩu đạt 174.7 triệu USD (+13.6% YoY) với động lực đến từ các khách hàng Haddad (+38% YoY), G-III (+32% YoY), Columbia (+10% YoY) trong khi mảng chăn ga gối tương đương cùng kỳ.

Biên LNG tương đương 2018 ở mức 20.1%, biên EBIT cải thiện từ 11.1% lên 11.7% nhờ tiết giảm CPBH và QLDN. LNST ước đạt 420 tỷ (+13.5% YoY), EPS = 8,170 đồng/CP (giá định trích quỹ KTPL 5% LNST).

**MSH - CTCP May Sông Hồng**  
**Phân tích tài chính**  
**25/03/2019**

**BSC**

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,406</b>	<b>2,548</b>	<b>2,992</b>	<b>3,282</b>	<b>3,951</b>
<b>LN gộp</b>	<b>434</b>	<b>461</b>	<b>496</b>	<b>564</b>	<b>793</b>
DT tài chính	13	50	55	58	59
CP tài chính	(37)	(80)	(32)	(49)	(46)
Lãi vay	(36)	(27)	(39)	(37)	(34)
CP bán hàng	(116)	(108)	(132)	(151)	(148)
CP QLDN	(114)	(125)	(169)	(188)	(208)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>181</b>	<b>198</b>	<b>217</b>	<b>234</b>	<b>450</b>
TN nhập khác (ròng)	(1)	2	(3)	(2)	(0)
<b>LN trước thuế</b>	<b>181</b>	<b>200</b>	<b>214</b>	<b>231</b>	<b>450</b>
<b>LN sau thuế</b>	<b>142</b>	<b>160</b>	<b>185</b>	<b>200</b>	<b>370</b>
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	142	160	185	200	370
<b>EPS</b>	<b>24,963</b>	<b>9,879</b>	<b>8,153</b>	<b>8,655</b>	<b>10,232</b>

<b>TS ngắn hạn</b>	<b>976</b>	<b>1,231</b>	<b>1,360</b>	<b>1,675</b>	<b>1,870</b>
Tiền và ĐT ngắn hạn	363	560	516	646	682
Phải thu ngắn hạn	281	300	403	487	512
Tồn kho	315	325	413	534	661
TS ngắn hạn khác	16	46	28	8	14
<b>TS dài hạn</b>	<b>592</b>	<b>706</b>	<b>832</b>	<b>705</b>	<b>651</b>
Phải thu dài hạn	0	-	-	-	4
TSCĐ	428	617	661	648	608
TS dở dang dài hạn	42	13	31	0	2
TS dài hạn khác	22	75	91	58	37
<b>Tổng TS</b>	<b>1,568</b>	<b>1,937</b>	<b>2,192</b>	<b>2,381</b>	<b>2,521</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,052</b>	<b>1,315</b>	<b>1,539</b>	<b>1,625</b>	<b>1,587</b>
Nợ ngắn hạn	844	1,022	1,245	1,433	1,486
Vay ngắn hạn	382	406	516	723	676
Nợ dài hạn	208	293	294	192	101
Vay dài hạn	208	293	294	192	101
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>516</b>	<b>622</b>	<b>653</b>	<b>755</b>	<b>934</b>
Vốn góp	108	227	227	238	476
LN chưa phân phối	269	370	353	391	271
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1,568</b>	<b>1,937</b>	<b>2,192</b>	<b>2,381</b>	<b>2,521</b>

% yoy DT		44%	41%	29%	24%
Biên ln gộp	18.1%	18.1%	16.6%	17.2%	20.1%
Lãi vay/DTT	1.5%	1.1%	1.3%	1.1%	0.9%
CP bán hàng/DTT	4.8%	4.2%	4.4%	4.6%	3.7%
CP QLDN/DTT	4.7%	4.9%	5.7%	5.7%	5.3%
Biên ln thuần	5.9%	6.3%	6.2%	6.1%	9.4%

- Doanh thu thuần +20.3% YoY, trong đó (1) doanh thu CMT đạt 858 tỷ đồng (-0.5% YoY) do công ty chủ động cắt giảm đơn hàng CMT từ SAE-A để dành năng lực sản xuất cho FOB; (2) doanh thu FOB ước đạt 2,692 tỷ đồng (+30.9% YoY) nhờ đơn hàng tăng mạnh từ Haddad, G-III, Columbia; (3) doanh thu chăn-ga-gối đạt 400 tỷ đồng(+10% YoY).

- CPBH -2.2% YoY, tỷ lệ trên doanh thu giảm từ 4.6% về 3.7% nhờ giảm chủ yếu ở CP cho văn phòng Hồng Kông.

- Biên EBIT tăng mạnh từ 6.9% lên 11.1% cùng doanh thu tài chính ròng tăng khoảng 4.5 tỷ giúp LNST +84.5% YoY.

- Tỷ trọng tiền và đầu tư ngắn hạn dưới dạng tiền gửi chiếm 27% tổng tài sản.

- Hàng tồn kho +23.9% YTD, chủ yếu tăng từ tồn kho nguyên vật liệu cho sản xuất (+43% YTD).

- Tỷ lệ Nợ có xu hướng giảm về 63% năm 2018, trong đó ngoài các khoản vay thì chi phí phải trả người lao động chiếm tỷ trọng đáng kể 13.5%.

- Nợ vay ngắn và dài hạn -15% YTD, tỷ lệ giảm từ 38% về 31% tổng TS.

- Vốn góp tăng gấp đôi sai khi phát hành tăng vốn từ nguồn quỹ ĐTPT và LNGL

- Công ty đã thực hiện ứng trước cổ tức 2018 tỷ lệ 40% tiền mặt khiến LN chưa phân phối -30.7% YoY.

- Biên LNG tăng mạnh từ 17.2% lên 20.1% nhờ (1) tỷ trọng FOB/ tổng doanh thu tăng từ 63% lên 68% trong khi CMT giảm từ 26% xuống 22%; (3) cắt giảm hao phí nguyên vật liệu và áp dụng ERP vào sản xuất giúp tiết kiệm chi phí.

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>1. Khả năng thanh toán</b>					
Hsố TT ngắn hạn	1.28	1.20	1.09	1.17	1.26
Hsố TT nhanh	0.88	0.84	0.74	0.79	0.80
<b>2. Cơ cấu vốn</b>					
TSNH/ TTS	0.69	0.64	0.62	0.70	0.74
TSDH/ TTS	0.31	0.36	0.38	0.30	0.26
Hsố Nợ/ TTS	0.67	0.68	0.70	0.68	0.63
Hsố Nợ/ VCSH	2.04	2.11	2.36	2.15	1.70
Nợ ngắn hạn / TTS	0.54	0.53	0.57	0.60	0.59
Nợ DH / TTS	0.13	0.15	0.13	0.08	0.04
<b>3. Năng lực hoạt động</b>					
Vquay hàng tồn kho	6.9	6.5	6.8	5.7	5.3
Vquay phải thu	9.9	9.2	8.9	7.9	8.4
Vquay phải trả	21.6	15.0	13.7	16.0	20.1
Số ngày HTK	52.9	56.2	53.7	64.0	68.9
Số ngày phải thu	36.9	39.7	41.0	46.2	43.5
Số ngày phải trả	16.9	24.3	26.6	22.8	18.2
CCC	72.9	71.6	68.1	87.4	94.2
<b>4. Khả năng sinh lời</b>					
LNST/DTT (%)	5.9%	6.3%	6.2%	6.1%	9.4%
LNST/VCSH (%)	10.0%	9.1%	9.0%	8.8%	15.1%
LNST/TTS	32.4%	28.1%	29.0%	28.5%	43.8%
LN từ HĐKD/DTT	8.5%	9.0%	6.5%	6.9%	11.1%
<b>5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)</b>					
TTS/VCSH	3.04	3.11	3.36	3.15	2.70
DT/TTS	6.92	6.14	5.81	5.56	5.66
EBIT/DT	0.09	0.09	0.07	0.07	0.11
EBT/EBIT	0.88	0.88	1.10	1.03	1.03
lãi ròng/LNTT	0.79	0.80	0.86	0.87	0.82
<b>6. Định giá</b>					
PE	2.1	5.4	6.5	6.1	5.2
PB	1.1	1.9	1.8	1.7	2.7
EPS	24,963	9,879	8,153	8,655	10,232
BVPS	47,694	27,362	28,743	31,588	19,338
<b>7. Tăng trưởng (%)</b>					
TTS	23%	24%	13%	9%	6%
Nợ	15.0%	25.0%	17.0%	6.0%	-2.0%
DTT	10.4%	5.9%	17.4%	9.7%	20.4%
LN gộp	38.4%	6.2%	7.5%	13.7%	40.7%
LNST	67.9%	12.6%	15.8%	8.4%	84.6%
EPS			-17.5%	6.2%	18.2%

- Hệ số khả năng thanh toán ở mức an toàn và có xu hướng cải thiện.

- Tỷ trọng TSNH chiếm khoảng 70% tổng TS, trong đó đầu tư tài chính ngắn hạn và tiền chiếm khoảng 27%, tương đương với tỷ lệ hàng tồn kho.

- Tỷ lệ nợ dài hạn thấp, dưới 5%.

- Tốc độ luân chuyển hàng tồn kho chậm lại trong khi tốc độ thu hồi khoản phải thu nhanh hơn, tăng từ 7.9 lên 8.4 vòng

- Khả năng sinh lời tăng mạnh trong năm 2018 nhờ kiểm soát tốt được các chi phí.

- Định giá của MSH tương đối hấp dẫn so với trung bình ngành dệt may là 7x.

## **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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>  
Bloomberg: BSCV <GO>

### **Thuyết minh khuyến nghị:**

**Mua Mạnh:** Lợi nhuận kỳ vọng cao hơn 20% (đã bao gồm cổ tức).

**Mua:** Lợi nhuận kỳ vọng từ mức 10% đến 20% (đã bao gồm cổ tức).

**Theo dõi:** Lợi nhuận kỳ vọng từ mức -15% đến 10% (đã bao gồm cổ tức)

**N/A:** Cổ phiếu chưa có định giá, đang trong quá trình theo dõi đánh giá.

