

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Mua

15/07/2021

Giá mục tiêu VND 85,600

| | |
|-----------------------------|--------|
| Tăng/giảm (%) | 50.2 |
| Giá hiện tại (14/07/2021) | 57,000 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ) | 2,816 |

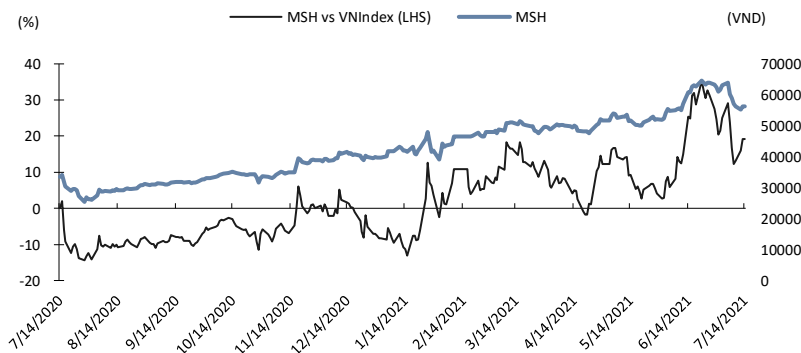
Dữ liệu giao dịch

| | |
|----------------------------------|----------------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 51.8% |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ) | 4.9/0.2 |
| Sở hữu nước ngoài còn lại (%) | 42.8% |
| Cổ đông lớn nhất | Bùi Đức Thịnh 23.91% |

Dự phóng KQKD & định giá

| Năm | 2018A | 2019A | 2020A | 2021F |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ VNĐ) | 3950.8 | 4411.3 | 3813.4 | 4383.2 |
| Lợi nhuận gộp | 793.5 | 928.4 | 751.0 | 877.0 |
| Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ (tỷ VNĐ) | 369.8 | 449.8 | 231.8 | 433.3 |
| EPS (VNĐ) | 7764.9 | 8994.8 | 4634.8 | 8664.0 |
| Tăng trưởng EPS (%) | -7.7 | 15.8 | -48.5 | 86.9 |
| P/E (x) | 6.8 | 7.3 | 6.3 | 12.3 |
| P/B (x) | 2.9 | 2.3 | 2.0 | 1.7 |
| ROE (%) | 39.6 | 36.4 | 16.1 | 25.5 |
| Cổ tức tiền mặt (VNĐ/cp) | 4,000 | 4,500 | 3,000 | 4,000 |

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Công ty cổ phần May Sông Hồng (MSH)

Chuyên viên Chiến lược đầu tư - Trần Thị Phương Anh
anhttp@kbsec.com.vn

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 85,600 VNĐ/cp đối với Công ty Cổ phần May Sông Hồng với kỳ vọng kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng ấn tượng nhờ nhu cầu tăng mạnh, mở rộng công suất và khả năng đẩy mạnh thị trường xuất khẩu cùng cổ tức tiền mặt hấp dẫn.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Hồi phục nhu cầu tiêu thụ hàng dệt may, hưởng lợi từ câu chuyện riêng tại thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và EU. Nhu cầu tiêu thụ hàng dệt may được dự báo hồi phục đáng kể nhờ chiến dịch tiêm chủng vaccine Covid-19 được đẩy nhanh trên toàn cầu; tiếp tục hưởng lợi từ căng thẳng thương mại Mỹ-Trung cùng tác động bởi các hiệp định thương mại tự do (EVFTA) sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho MSH trong thời gian tới.

Khả năng sản xuất vượt trội. MSH là một trong những doanh nghiệp uy tín, có khả năng sản xuất sản phẩm có độ khó cao, đội ngũ lao động lành nghề và quản lý chi phí tốt; là đối tác của nhiều công ty thời trang lớn trên thế giới. MSH cũng là một trong số ít doanh nghiệp có tỷ trọng hàng FOB cao với cả phương thức FOB cấp 1 và FOB cấp 2 có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với phương thức CMT.

Nhà máy may Sông Hồng 10 đi vào hoạt động giúp nâng 35% công suất FOB. Nhà máy SH10 đã được triển khai và dự kiến hoàn thành vào tháng 11, 2021 với tổng vốn đầu tư khoảng 600 tỷ đồng. Dự kiến SH10 sẽ tăng công suất thêm hơn 2 triệu sản phẩm/ tháng phục vụ đơn hàng FOB cho đối tác chiến lược (tương ứng tăng 35% công suất FOB hiện tại).

Dự phòng khoản phải thu của New York & Company khả năng cao sẽ được hoàn nhập. New York & Co (NYC) - một đối tác lâu năm của MSH tuyên bố phá sản khiến doanh nghiệp mất đi một khách hàng lớn và phải trích lập 186 tỷ chi phí dự phòng phải thu. Tuy nhiên, MSH dự kiến có thể thu hồi 37% giá trị khoản phải thu này tương đương 81 tỷ VND trong Q2/2021.

RỦI RO

Rủi ro dịch bệnh bùng phát trở lại.
Rủi ro đối tác phá sản

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

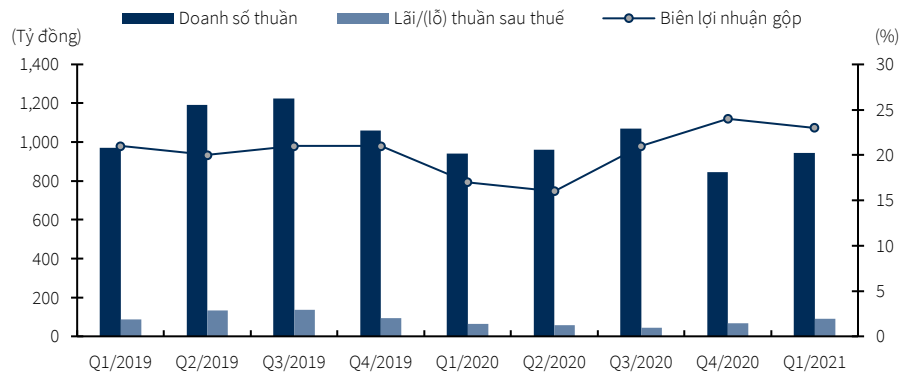
MSH đã trải qua một năm 2020 đầy khó khăn do ảnh hưởng bởi dịch bệnh và khách hàng lớn phá sản

Kết quả kinh doanh năm 2020 tiêu cực với lợi nhuận đạt 231.8 tỷ đồng (-48% YoY) và doanh thu 3,813.4 tỷ đồng (-13.6% YoY), biên lợi nhuận gộp đạt 19.7% (thấp hơn mức 21.0% năm 2019). Bên cạnh ảnh hưởng của dịch bệnh bùng phát ảnh hưởng đến các đơn hàng khiến MSH phải gia tăng tỷ trọng hàng CMT để duy trì hoạt động sản xuất, doanh nghiệp đã gặp khó khăn khi khách hàng chính New York & Co phá sản. Năm 2020, MSH đã trích dự phòng khoản phải thu 182 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh Q1/2021 khả quan

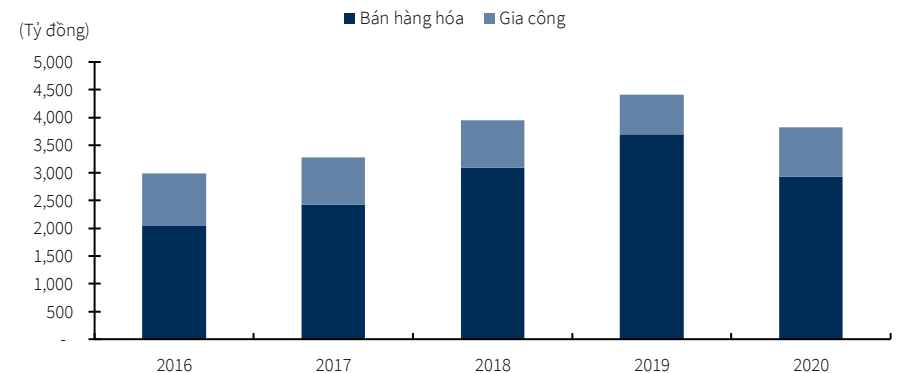
Quý 1/2021, MSH ghi nhận lợi nhuận đạt 92.1 tỷ đồng (+44% YoY) và doanh thu 944.8 tỷ đồng (+1% YoY). Kết quả kinh doanh khả quan dù doanh nghiệp phải trích dự phòng phải thu khó đòi 42.6 tỷ đồng nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp và giảm chi phí bán hàng.

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh MSH giai đoạn 2019-Q1/2021 (Tỷ đồng, %)



Nguồn: MSH

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo thị trường MSH giai đoạn 2016-2020 (Tỷ đồng)



Nguồn: MSH

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

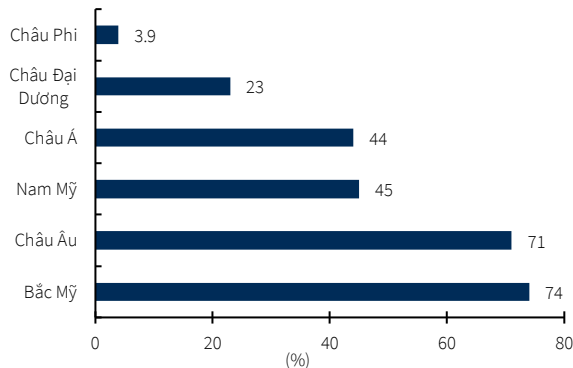
“CTCP May Sông Hồng là một trong những doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc và chăn ga gối đệm hàng đầu Việt Nam. Với hơn 20 xưởng sản xuất được xây dựng và quản lý tập trung trong phạm vi tỉnh Nam Định, có lợi thế về vị trí địa lý gần sân bay, cảng biển, nguồn nhân lực được đào tạo có chất lượng, bộ máy quản lý am hiểu nghề, kết hợp với việc hợp tác với các chuyên viên nước ngoài có kinh nghiệm, công ty đã và đang trở thành đối tác tin cậy của rất nhiều thương hiệu thời trang nổi tiếng trên thế giới.” MSH

1. Hồi phục nhu cầu tiêu thụ hàng dệt may, hưởng lợi từ câu chuyện riêng tại thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và EU

Nhu cầu tiêu thụ hàng dệt may được dự báo hồi phục đáng kể nhờ chiến dịch tiêm chủng vaccine Covid-19 được đẩy nhanh trên toàn cầu giúp nhiều quốc gia trên thế giới dần mở cửa trở lại nền kinh tế; tiếp tục hưởng lợi từ căng thẳng thương mại Mỹ-Trung cùng tác động bởi các hiệp định thương mại tự do (EVFTA) sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho MSH trong thời gian tới khi doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ và EU chiếm tới hơn 90% tổng doanh thu của doanh nghiệp.

— Tâm lý đè nén do hạn chế đi lại và các gói kích thích kinh tế quy mô lớn nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp và người dân là yếu tố thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ hàng dệt may trong thời gian tới. Là một trong những ngành bị ảnh hưởng nặng nề khi dịch bệnh Covid-19 bùng phát khiến nhiều quốc gia phải thực hiện các biện pháp cứng rắn để ngăn chặn đà lây lan của dịch bệnh, chúng tôi cho rằng khi các hoạt động của người dân dần được nới lỏng và bình thường trở lại sẽ giúp nhu cầu chi tiêu cho tiêu dùng tăng mạnh. Đặc biệt tại Mỹ và EU, 2 thị trường xuất khẩu chính của MSH đang đẩy mạnh chiến dịch tiêm vaccine Covid-19 (biểu đồ 4), sử dụng hộ chiếu vaccine và dần mở cửa trở lại. Bên cạnh đó, để hỗ trợ nền kinh tế hồi phục, nhiều quốc gia trên thế giới trong đó có Mỹ và EU đã tung ra các gói kích thích kinh tế quy mô lớn, thúc đẩy tiêu dùng cá nhân.

Biểu đồ 4. Tỷ lệ tiêm chủng vaccine Covid-19 theo châu lục (Số mũi/100 người)

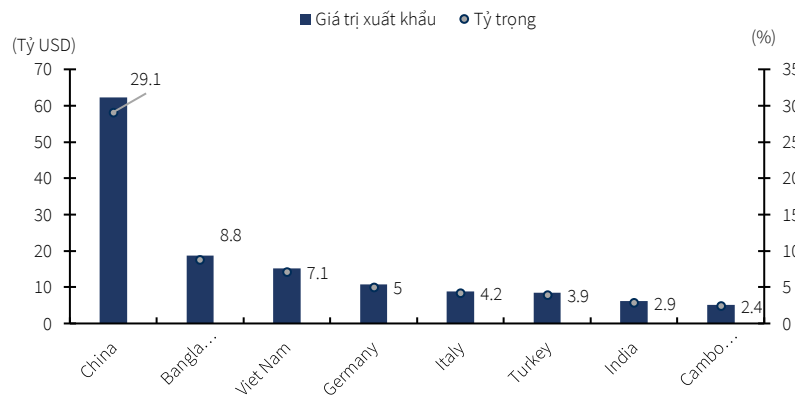


Nguồn: Ourworldindata

— Mặc dù đã trải qua một năm đầy khó khăn nhưng ngành dệt may Việt Nam vẫn ghi nhận dấu hiệu tích cực so với thế giới. Năm 2020, trước những ảnh hưởng bởi dịch bệnh, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam đạt mức 35 tỷ USD (-10.5% YoY) (theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư) trong khi tổng cầu may mặc thế giới giảm tới -22% YoY cho thấy Việt Nam đã dành thêm thị phần từ đối thủ cạnh tranh. Hoạt động kinh doanh khả quan hơn thị trường chung chủ yếu nhờ: (1) lợi thế từ việc Việt Nam kiểm soát tốt tình hình dịch bệnh tạo điều kiện các doanh nghiệp duy trì hoạt động sản xuất hơn nhiều nước đối thủ; (2) quá trình dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc được đẩy nhanh; (3) chi phí sản xuất thấp trong một ngành thâm dụng lao động.

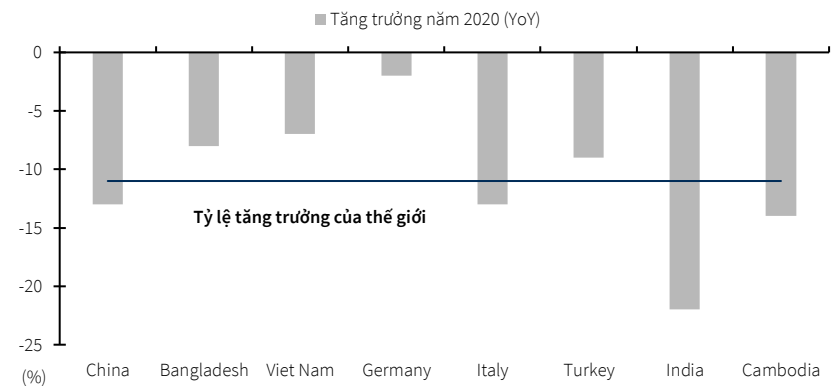
— Theo tìm hiểu của chúng tôi, hiện đơn hàng của các công ty dệt may khu vực phía Bắc rất dồi dào. Nhiều công ty đã nhận được đơn đặt hàng sản xuất đến hết năm 2022 và liên tục tuyển dụng thêm nhân viên để đảm bảo tốc độ giao hàng. Vinatex dự báo xuất khẩu dệt may năm nay có thể tăng khoảng 10% so với năm 2020, tương đương 39 tỷ USD và dệt may Việt Nam có thể quay lại mức xuất khẩu của năm 2019, sớm hơn khoảng 1 năm so với dự báo trước đây.

Biểu đồ 5. Giá trị xuất khẩu hàng may mặc và tỷ trọng theo tổng giá trị xuất khẩu hàng may mặc trên thế giới thuộc mã HS61 (tỷ USD, %)



Nguồn: ITC

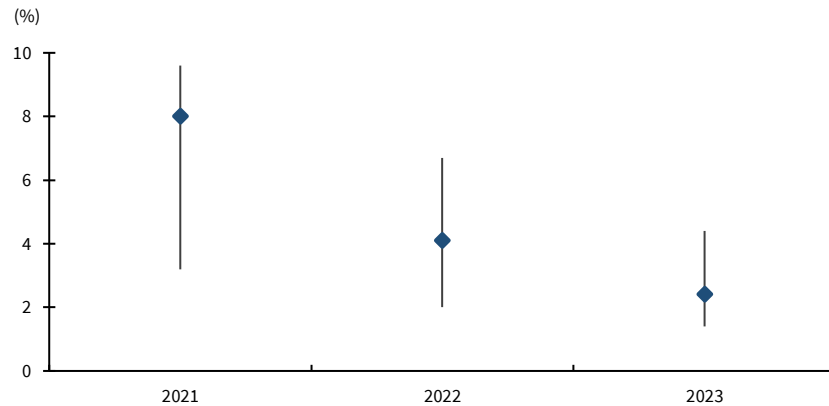
Biểu đồ 6. Mức độ tăng trưởng giá trị xuất khẩu hàng may mặc (YoY) mã HS61 năm 2020 (%)



Nguồn: ITC

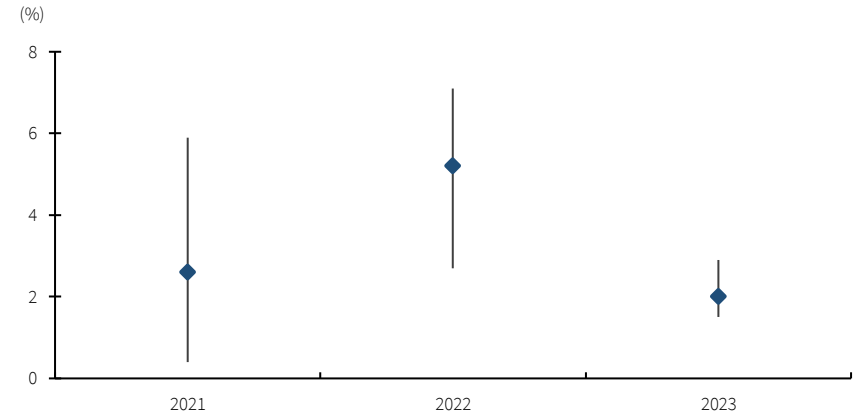
— Kinh tế Mỹ và EU đang ghi nhận sự hồi phục tốt và được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn hậu Covid-19. Theo dự báo của các tổ chức kinh tế lớn trên thế giới, tiêu dùng tại Mỹ và EU sẽ hồi phục mạnh (biểu đồ 7 và 8) với mức độ nhanh hơn mức độ tăng trưởng GDP.

Biểu đồ 7. Dự đoán tăng trưởng tiêu dùng cá nhân tại Mỹ giai đoạn 2021-2023 (%)



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 8. Dự đoán tăng trưởng tiêu dùng cá nhân tại Eurozone giai đoạn 2021-2023 (%)



Nguồn: Bloomberg

Tại thị trường EU, lợi ích của EVFTA đến dệt may Việt Nam sẽ thể hiện rõ nét kể từ 2021 khi nhiều loại sản phẩm xuất khẩu chủ lực sẽ được giảm dần thuế về 0% từ mức trung bình 9.6% (bảng 3) theo lộ trình tối đa là 7 năm. Năm 2020, tác động của EVFTA đến hoạt động xuất khẩu dệt may Việt Nam nói chung và MSH nói riêng là chưa nhiều do ảnh hưởng của dịch bệnh và nhiều sản phẩm vẫn hưởng ưu đãi thuế quan GSP ở mức 9.6%. Tuy nhiên, với lộ trình trên, tác động của EVFTA sẽ ngày càng rõ nét kể từ năm 2021. EVFTA sẽ giúp Việt Nam giành thị phần xuất khẩu sang EU từ các nước khác đặc biệt Campuchia và Bangladesh. Trong đó, xét riêng đối với Campuchia, quốc gia này đã bị EU hủy bỏ một phần ưu đãi thương mại EBA áp dụng trong đó có sản phẩm may mặc kể từ 12/8/2020 do những vấn đề về nhân quyền (26 mặt hàng may mặc, tương đương 19.8% giá trị dệt may xuất khẩu của nước này sang EU, sẽ chịu thuế 6.5%-12% thay vì mức 0% hiện tại). Bên cạnh đó, việc quy tắc cộng gộp vải với Hàn Quốc được chính thức áp dụng từ ngày 01 tháng 3 năm 2021 sẽ giúp giải quyết phần nào nút thắt về quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi”, mở rộng cơ hội cho hàng dệt may hưởng ưu đãi thuế quan từ Hiệp định khi Hàn Quốc là nước nhập khẩu vải nguyên liệu lớn thứ hai của Việt Nam.

Bảng 1. Xuất khẩu một số chủng loại hàng may mặc của Việt Nam sang EU

| Chủng loại | 7 tháng đầu năm 2020 (Triệu USD) | 7 tháng đầu năm 2020 so với cùng kỳ năm 2019 (%) | Tháng 8/2020 đến tháng 3/2021 (Triệu USD) | Tháng 8/2020-3/2021 so với tháng 8/2019 - 3/2020 (%) | Quý I/2021 (Triệu USD) | Quý I/2021 so với quý I/2020 (%) |
|-------------|----------------------------------|--|---|--|------------------------|----------------------------------|
| Tổng | 1686.16 | -15.98 | 2,075.44 | -4.52 | 672.03 | 3.44 |
| Quần | 324.99 | -11.66 | 384.69 | -8.51 | 137.54 | 1.6 |
| Áo thun | 242.45 | -8.73 | 320.2 | 1.33 | 120.86 | 15.07 |
| Áo jacket | 466.79 | -14.69 | 482.31 | -15.13 | 107.55 | -11.09 |
| Áo sơ mi | 105.01 | -15.43 | 132.28 | -10.93 | 44.79 | -9.6 |
| Đồ lót | 91.31 | -37.93 | 128.83 | -10.15 | 54.37 | 20.17 |
| Quần short | 66.6 | -6.66 | 91.31 | 13.27 | 48.5 | 26.02 |

Nguồn: Bộ Công thương

Bảng 2. Tỷ trọng xuất khẩu hàng may mặc các nước ngoài khối EU vào EU, (%)

| | Theo khối lượng (%) | | Theo giá trị (%) | |
|-------------------|---------------------|-------|------------------|-------|
| | 2020 | 2019 | 2020 | 2019 |
| Trung Quốc | 30.36 | 31 | 30.01 | 28.92 |
| Bangladesh | 25.12 | 24.74 | 18.03 | 18.72 |
| Thổ Nhĩ Kỳ | 10.09 | 8.96 | 11.83 | 11.02 |
| Anh | 4.6 | 5.53 | 5.95 | 5.86 |
| Ấn Độ | 4.17 | 4.54 | 4.31 | 4.91 |
| Việt Nam | 3.06 | 2.79 | 4.02 | 3.9 |
| Campuchia | 3.7 | 4.23 | 3.56 | 4.11 |
| Khác | 18.9 | 18.21 | 22.29 | 22.56 |

Nguồn: Bộ Công thương

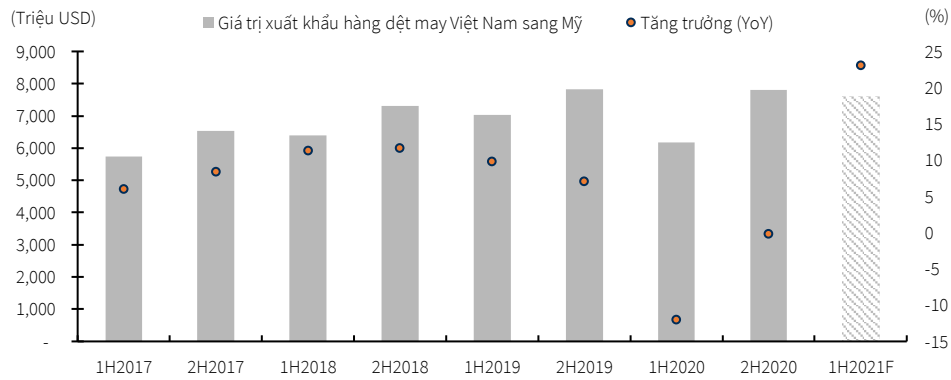
Bảng 3. Thuế suất ngành dệt may theo quy định EVFTA

| Loại | Thuế cơ sở | 1/8/2020 | 1/1/2021 | 1/1/2022 | 1/1/2023 | 1/1/2024 | 1/1/2025 | 1/1/2026 | 1/1/2027 |
|------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| A | 12% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| B3 | 12% | 9% | 6% | 3% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| B5 | 12% | 10% | 8% | 6% | 4% | 2% | 0% | 0% | 0% |
| B7 | 12% | 10.50% | 9% | 7.50% | 6% | 4.50% | 3% | 1.50% | 0% |

Nguồn: Foreign Trade Association

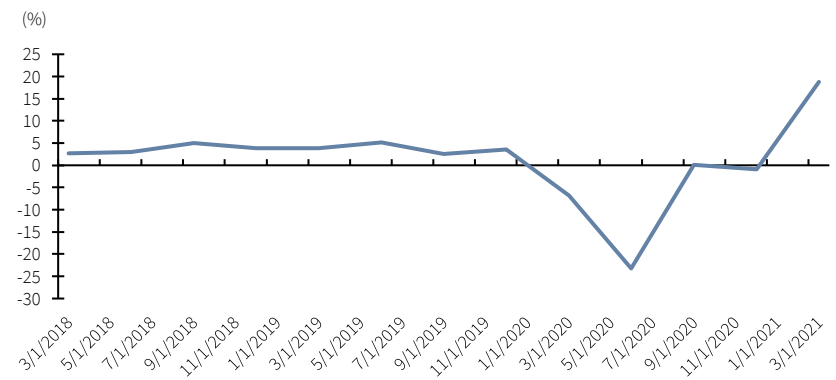
Tại thị trường Mỹ, MSH sẽ tiếp tục hưởng lợi từ căng thẳng thương mại Mỹ - Trung Quốc nhất là khi nhu cầu tiêu thụ hàng dệt may gia tăng hậu đại dịch. Kim ngạch xuất khẩu dệt may sang Mỹ 6 tháng đầu năm đạt gần 7.6 tỷ USD (+23.1 % YoY), đặc biệt đã vượt qua cùng kỳ năm 2019. Xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam sang Mỹ được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng khi căng thẳng thương mại Mỹ - Trung Quốc hiện vẫn chưa có nhiều dấu hiệu hạ nhiệt. Với năng lực sản xuất hàng đầu đã được chứng minh khi đáp ứng được các tiêu chuẩn khắt khe của các ông lớn ngành thời trang thế giới như Columbia, G-III, Haddad và gần đây là Walmart, chúng tôi cho rằng các đơn hàng của MSH sẽ tăng trưởng mạnh mẽ ngay cả khi công ty mẹ của khách hàng lâu năm NY & Co (RTW Retailwinds) tuyên bố phá sản. **Ban lãnh đạo cho biết, tình hình đơn hàng của doanh nghiệp đã có nhiều tín hiệu khả quan từ cuối năm 2020 và tin tưởng sẽ thuận lợi trong cả năm 2021, thậm chí là năm 2022.**

Biểu đồ 9. Giá trị xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam sang Mỹ 2017-2021 (Triệu USD, %)



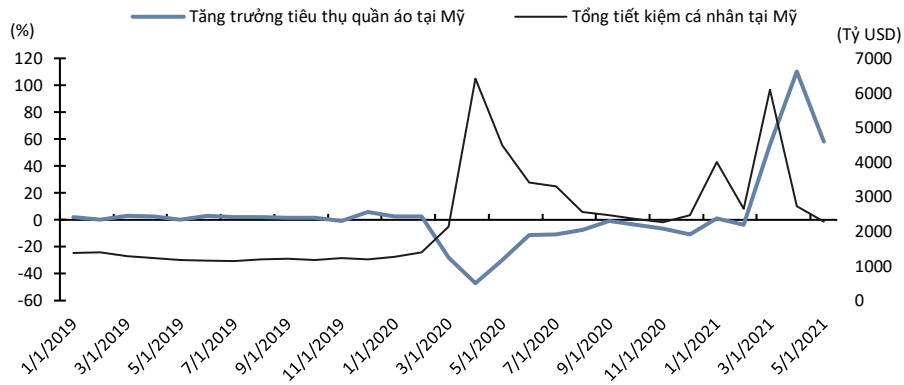
Nguồn: Thống kê Hải quan

Biểu đồ 10. Tăng trưởng giá trị tiêu dùng hàng may mặc và giày dép tại Mỹ (YoY)



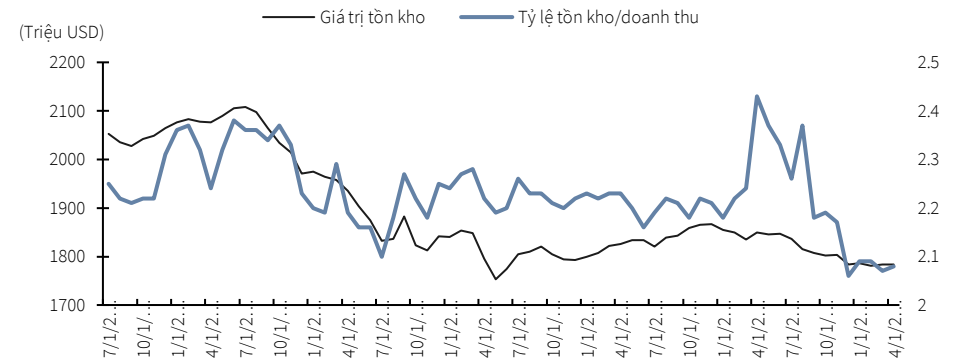
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 11. Tổng tiết kiệm cá nhân và tăng trưởng tiêu thụ quần áo tại Mỹ



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 12. Giá trị tồn kho và tỷ lệ tồn kho/doanh thu tiêu thụ hàng may mặc tại Mỹ

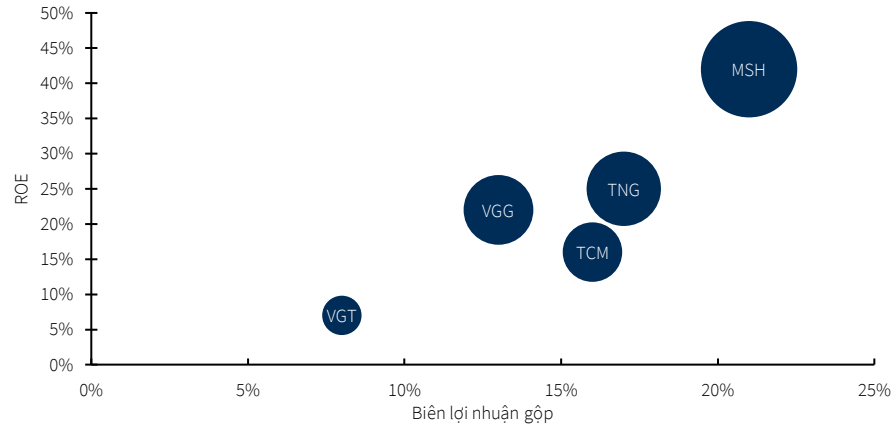


Nguồn: Bloomberg

2. Khả năng sản xuất vượt trội

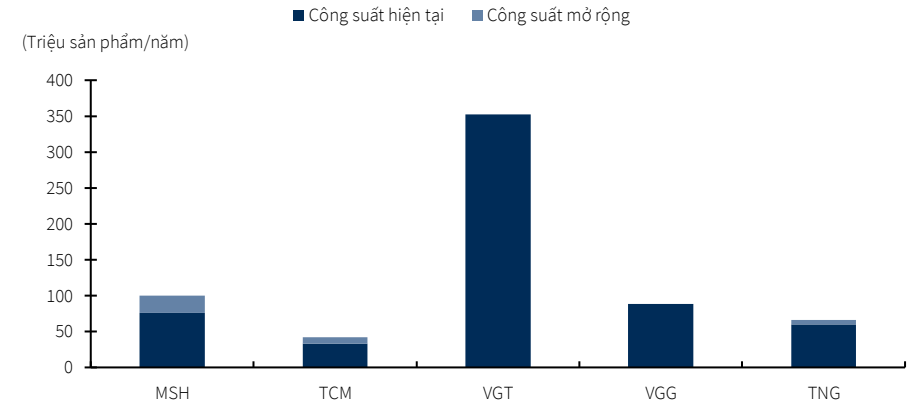
MSH là một trong những doanh nghiệp uy tín, có biên lợi nhuận cao trong ngành nhờ khả năng sản xuất sản phẩm có độ khó cao, đội ngũ lao động lành nghề và quản lý chi phí tốt; là đối tác của nhiều công ty thời trang lớn trên thế giới như Columbia, G-III, Haddad. Tại thị trường nội địa, các sản phẩm chần ga gối đệm cũng đã tạo được chỗ đứng vững chắc, cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm nhập khẩu. Bên cạnh đó, hơn 20 xưởng sản xuất được xây dựng và quản lý tập trung trong phạm vi tỉnh Nam Định, nơi có vị trí địa lý gần sân bay, cảng biển, nguồn nhân lực được đào tạo có chất lượng với chi phí cạnh tranh tạo ra lợi thế không nhỏ cho doanh nghiệp. MSH cũng là một trong số ít doanh nghiệp có tỷ trọng hàng FOB cao với cả phương thức FOB cấp 1 và FOB cấp 2 có biên lợi nhuận gộp 18-25%, cao hơn so với mức 8-12% theo phương thức CMT. Chúng tôi cho rằng, lợi nhuận của MSH sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới với động lực chính đến từ: (1) doanh thu tăng trưởng, (2) biên lợi nhuận gộp cải thiện khi tỷ trọng hàng FOB gia tăng trong cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp.

Biểu đồ 13. Biên lợi nhuận gộp và ROE một số doanh nghiệp dệt may năm 2019



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 14. Công suất nhà máy một số doanh nghiệp dệt may (Triệu sản phẩm/năm)



Nguồn: KBSV

3. Nhà máy may Sông Hồng 10 đi vào hoạt động giúp nâng 35% công suất FOB

Nhà máy SH10 đã được triển khai xây dựng từ tháng 3, 2021 và dự kiến hoàn thành vào tháng 11, 2021 sau 2 lần trì hoãn. Dự án có tổng vốn đầu tư hơn 600 tỷ đồng, được xây dựng trên diện tích 77,673 m2 với diện tích sàn 55,600 m2, tài trợ 70% từ nợ và 30% từ vốn của công ty. Dự kiến SH10 sẽ tăng công suất thêm hơn 2 triệu sản phẩm/ tháng phục vụ đơn hàng FOB cho đối tác chiến lược (tương ứng tăng 35% công suất FOB hiện tại), tuyển dụng từ 2,500 – 3,000 công nhân. Khi nhà máy đi vào hoạt động, công ty dự kiến sẽ hoạt động 50% công suất ngay trong năm đầu để sản xuất các đơn hàng đã ký với các đối tác như Columbia, Luen Thai... và có thể đạt công suất tối đa vào năm 2022. Ban lãnh đạo cho biết, hiện tại doanh nghiệp đã bắt đầu tuyển dụng công nhân cho nhà máy mới. Với lợi thế nhà máy tại Nam Định, tỉnh có nhiều trường và trung tâm dạy nghề may sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho MSH tiếp cận với nguồn nhân sự được đào tạo bài bản, có tay nghề cao, nhất là khi nhiều công ty dệt may trong nước đang gặp tình trạng thiếu hụt công nhân có tay nghề.

4. Dự phòng khoản phải thu của New York & Company khả năng cao sẽ được hoàn nhập

New York & Co (NYC) - một đối tác lâu năm của MSH tuyên bố phá sản khiến doanh nghiệp mất đi một khách hàng lớn (chiếm 13% doanh thu năm 2019) và phải trích lập 186 tỷ chi phí dự phòng phải thu (85% khoản phải thu từ NYC). Tuy nhiên, MSH dự kiến có thể thu hồi 37% giá trị khoản phải thu này tương đương 81 tỷ VND trong Q2/2021 (theo thông tin từ ĐHCĐ). Theo đó, doanh nghiệp sẽ hoàn nhập 49 tỷ VND chi phí dự phòng (tương ứng 21% lợi nhuận năm 2020) giúp gia tăng lợi nhuận cho năm 2021.

YẾU TỐ RỦI RO

- **Rủi ro dịch bệnh bùng phát trở lại.** Nếu dịch bệnh bùng phát trở lại khiến nhà máy đang hoạt động phải đóng cửa sẽ gây rủi ro lớn cho MSH trong việc hoàn thành các đơn hàng và quá trình ký kết các hợp đồng mới.
- **Rủi ro đối tác phá sản.** Năm 2020, MSH đã mất đi một đối tác lớn do phá sản gây ảnh hưởng đến đơn hàng và rủi ro liên quan đến khoản phải thu với đối tác. Việc đối tác phá sản còn khiến doanh nghiệp phải tìm các đối tác mới nhằm bù đắp các đơn hàng cũ. Mặc dù rủi ro trên là hiện hữu tuy nhiên chúng tôi cho rằng các đối tác lớn hiện tại của MSH vẫn hoạt động ổn định, nhất là khi nhu cầu tiêu thụ dệt may đang dần hồi phục.

ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KQKD 2021

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2021 trên kịch bản danh nghiệp thu hồi được 37% khoản phải thu từ đối tác NYC phá sản như ban lãnh đạo chia sẻ trong ĐHCĐ với lợi nhuận đạt 433.3 tỷ đồng (+86.9% YoY), doanh thu đạt 4383.2 tỷ đồng (+14.9% YoY) nhờ các đơn hàng hồi phục, gia tăng tỷ trọng hàng FOB, EPS đạt 8,664 VNĐ/cp. Năm 2020 do khó khăn bởi tình hình dịch bệnh, công ty đã chủ động sản xuất đơn hàng CMT để bù đắp cho đơn hàng FOB sụt giảm. Tuy nhiên, trong năm 2021 tỷ trọng đơn hàng FOB đã gia tăng trở lại cùng với nhà máy SH10 đi vào hoạt động trong quý 4/2021. Chúng tôi giả định khi đi vào hoạt động, nhà máy sẽ hoạt động với 40% - 50% công suất sau đó tăng dần và đạt full công suất vào cuối năm 2022. Hiện tại, doanh nghiệp đang bắt đầu tuyển dụng công nhân cho nhà máy mới. Trong kịch bản không thu hồi được khoản phải thu như dự kiến, lợi nhuận năm 2021 dự kiến đạt 396.1 tỷ đồng (+66.6% YoY), tương ứng EPS = 7,794 VNĐ/cp

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với MSH, giá mục tiêu 85,600VNĐ/CP, tiềm năng tăng giá 50.2% so với mức giá đóng cửa ngày 14/07/2021, dựa trên hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E theo tỷ lệ 50:50 sau khi xem xét triển vọng kinh doanh cũng như các yếu tố rủi ro có thể phát sinh.

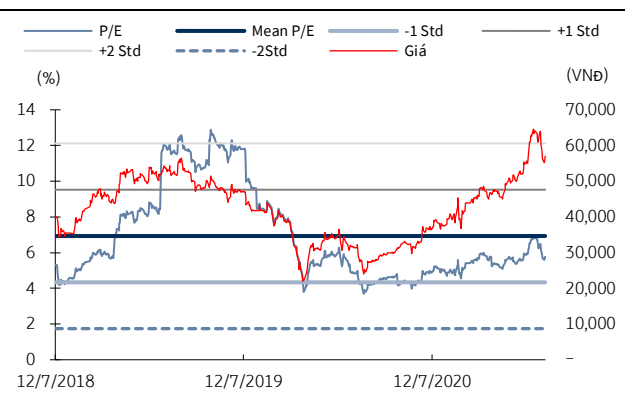
— Phương pháp so sánh P/E

Với giả định không hoàn nhập khoản phải thu như dự kiến, MSH hiện đang giao dịch với mức FY21 P/E là 7.3x, thấp hơn mức trung bình ngành là 9.5x. Tuy nhiên chúng tôi tin rằng với tiềm năng tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu hồi phục, gia tăng công suất cũng như năng lực và hiệu quả sản xuất hàng đầu, MSH xứng đáng được định giá cao hơn với mức FY21 P/E bằng 10x. Với FY 21 EPS là 7,794 VND, mức giá hợp lý cho phương pháp so sánh P/E là 77,900VNĐ/CP.

— Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giá mục tiêu theo phương pháp FCFE là 93,200 VNĐ với giả định chính trên quan điểm thận trọng gồm chi phí vốn WACC là 15% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% để phản ánh rủi ro thị trường, rủi ro dịch bệnh cũng như các yếu tố khác có thể phát sinh ngoài dự kiến.

Biểu đồ 15. P/E



Nguồn: KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua: | Nắm giữ: | Bán: |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan: | Trung lập: | Kém khả quan: |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên đọc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.