

Dệt may

Báo cáo cập nhật

Tháng 06, 2021

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **71.100**

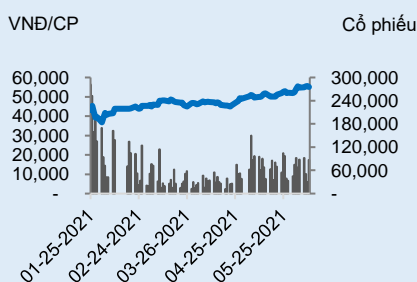
Giá thị trường (11/06/2021) 57.000

Lợi nhuận kỳ vọng 25%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	24.00-58.000
Vốn hóa	2.756
SL cổ phiếu lưu hành	50.009.400
KLGD bình quân 10 ngày	65.840
% sở hữu nước ngoài	5%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,4%
Beta	1

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
MSH	45,2%	6,4%	13,3%	40,6%
VNIndex	18,1%	4,5%	12,2%	24,4%

Chuyên viên phân tích

Ngô Trí Vinh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Định giá hấp dẫn với triển vọng phục hồi 2021

KQKD 1Q21 đầy tích cực với LNST 92 tỷ VNĐ (+44% yoy) nhờ biên lợi nhuận cải thiện khi nhu cầu hồi phục tích cực. Ngoài ra, trong kỳ MSH tiếp tục thực trích dự phòng liên quan tới nhóm khách hàng cũ là 43 tỷ VNĐ.

BVSC dự báo LNST-CĐTS 2021 hồi phục về mức trước dịch, đạt 469 tỷ VNĐ (+102% yoy), tương đương EPS sau khen thưởng phúc lợi là 9.117 VNĐ/CP. Dự phóng trên bao gồm ước tính hoàn nhập dự phòng phải thu khách hàng 16 tỷ VNĐ.

Kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ năm 2021 được củng cố bởi: (1) nhu cầu phục hồi của thị trường Mỹ nhờ chiến dịch tiêm chủng và gói kích thích kinh tế, (2) khả năng hồi phục tích cực hơn của dệt may Việt Nam nhờ duy trì các lợi thế về chi phí nhân công và năng lực sản xuất cũng như năng lực chống dịch có phần hiệu quả trong thời gian qua và (3) kỳ vọng đơn hàng MSH phục hồi về mức trước dịch với định hướng 2021 tích cực của các khách hàng chính như: Columbia, Walmart và G-III.

BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với MSH tại giá mục tiêu 1 năm theo DCF là 71.100 VNĐ/CP, tương đương mức P/E dự phóng 2021 là 7,8x. Do đó, **tỷ suất lợi nhuận là 25% và lợi suất cổ tức 2021 dự phóng là 7%** tại giá đóng cửa ngày 11/6 là 57.000 VNĐ/CP.

Kế hoạch đầu tư: cùng với xu hướng tích cực trong việc phục hồi đơn hàng, MSH đã khởi công nhà máy SH10 tại Nghĩa Hưng vào cuối tháng 3/2021 và dự kiến hoàn thành vào cuối 2021 với tổng vốn đầu tư khoảng 500 tỷ VNĐ. Chúng tôi kỳ vọng dự kiến nhà máy này sẽ đóng vào tăng trưởng lợi nhuận khi hoạt động 100% công suất từ 2023.

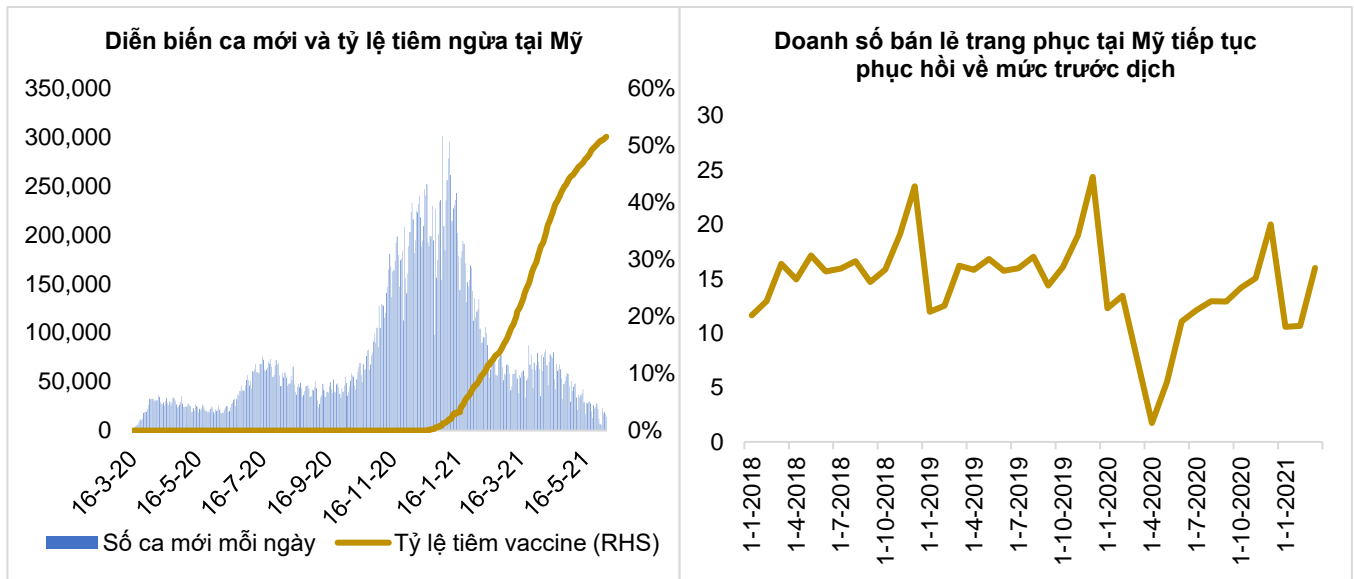
Rủi ro: dịch bệnh diễn biến phức tạp và số ca nhiễm tăng nhanh có thể ảnh hưởng trực tiếp đến năng lực sản xuất, đặc biệt là các lĩnh vực phụ thuộc vào nhân công lớn. Tuy nhiên, đến hiện tại, các chính sách phòng chống và khoanh vùng của cơ quan quản lý đã và đang cho thấy hiệu quả trong việc kiểm soát các làn sóng dịch.

Tương quan hiệu quả và định giá các doanh nghiệp may hiện tại

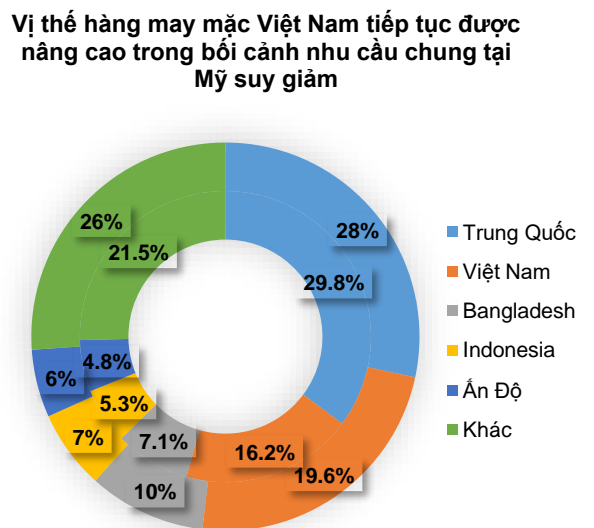
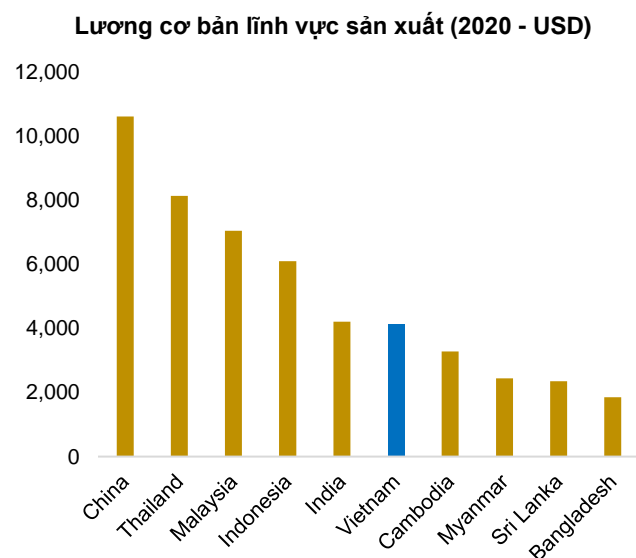
Công ty	& yoy Doanh thu 1Q21	LNST-CĐTS 1Q21	% yoy 1Q21	% ROE 2019	% ROE 2020	P/E trượt 12 tháng
MSH	1%		34%	41.5%	17.3%	10.6
TNG	18%		-24%	24.7%	13.9%	11.9
TCM	20%		36%	16.0%	18.0%	20.0
VGG	-1%		3%	22.0%	7.2%	11.0
GMC	-18%		-40%	24.2%	8.0%	47.4
MNB	-38%		-42%	11.7%	12.5%	16.9
M10	-6%		-8%	17.7%	16.8%	7.8

Triển vọng KQKD 2021 phục hồi mạnh mẽ về mức trước dịch

1/ Nhu cầu tại thị trường Mỹ đã và đang quay trở về mức trước dịch. Năm 2020, nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng trang phục tại thị trường lớn thứ 2 Thế giới bị ảnh hưởng bởi đại dịch với mức giảm KNNK là 26% yoy. Mức suy giảm đạt đáy trong 2Q20 khi các biện pháp chống dịch đạt đỉnh điểm và dần hồi phục về mức trước dịch trong 1Q21 khi tình trạng dịch được kiểm soát tốt hơn bên cạnh việc bắt đầu thúc đẩy triển khai tiêm vaccine diện rộng. Cụ thể, đến hiện tại, hầu hết các địa phương tại Mỹ đã nới lỏng các biện pháp hạn chế, bao gồm 19 bang đã dỡ bỏ hoàn toàn. Xu hướng tích cực này được kỳ vọng sẽ được duy trì trong thời gian sắp tới khi Mỹ đang tiến tới mục tiêu tỷ lệ tiêm chủng ít nhất 1 liều đạt 70% ở người trưởng thành tiến tới kỷ niệm Quốc Khánh (4/7).



2/ Lợi thế của hàng may mặc Việt Nam dự báo sẽ được duy trì trong ngắn và trung hạn. Thực tế, xuất khẩu may mặc của Việt Nam sang Mỹ, dù chịu ảnh hưởng từ nhu cầu chung, vẫn đáng tích cực hơn so với các nhà cung cấp khác thuộc Top 5. Việc này càng củng cố hơn về lợi thế của ngành may Việt Nam nhờ việc dung hòa giữa năng lực sản xuất và chi phí nhân công cạnh tranh. Ngoài ra, gián đoạn sản xuất do dịch diễn biến phức tạp tại các nhà cung cấp lớn khác tại Mỹ như Ấn Độ và Indonesia cũng giúp thúc đẩy đơn hàng cho Việt Nam trong ngắn hạn.



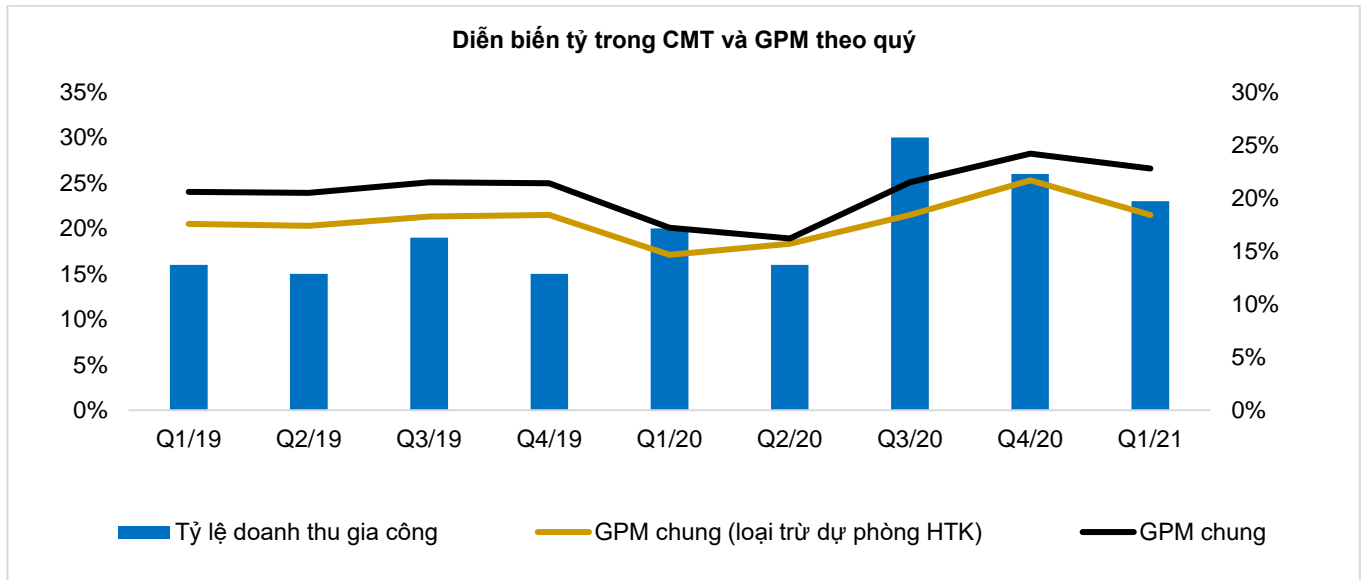
3/ Triển vọng đơn hàng khả quan của chính MSH với các khách hàng lớn đều duy trì cái nhìn tích cực về tình hình kinh doanh năm nay. Theo ban lãnh đạo chia sẻ, tại thời điểm cuối tháng 4/2021, MSH đã ký kết đơn hàng sản xuất cho hết Quý 3/2021. Bên cạnh đó, với việc kết quả khả quan của các đối tác lớn trong 1Q21 cũng như nửa đầu 2Q21 và kỳ vọng duy trì đà phục hồi sức mua của thị trường Mỹ giúp đảm bảo cho tính ổn định của các đơn hàng sắp tới.

Thông tin tổng quan về KQKD của các khách hàng lớn của MSH

	% yoy 20/19 Doanh thu	% yoy 20/19 LN HĐKD	1Q21 Doanh thu (mnUSD)	% yoy	1Q21 LN HĐKD (mnUSD)	% yoy	
Walmart US*	9%	10%	93,200	5%	5,500	27%	- Nhóm sản phẩm liên quan đến trang phục, nhà cửa và thể thao ngoài trời tăng trưởng hơn 20% yoy trong 1Q21 nhờ gói kích thích của chính phủ cũng như diễn biến COVID-19 tích cực hơn tại Mỹ.
Columbia Sportswear	-18%	-65%	626	10%	70	N/A	- Doanh thu tại Mỹ và Canada chiếm 71% năm 2020, trong đó doanh thu 1Q21 tại Mỹ tăng 9% yoy. - Kế hoạch 2021 với doanh thu phục hồi 21.5%-23% yoy dựa trên kết quả 1Q21, doanh số khả quan T4 và kế hoạch đơn hàng mùa hè 2021.
G-III Apparel*	-35%	-84%	520	28%	26	N/A	- Doanh thu tại Mỹ chiếm 80-90% doanh thu Tập đoàn giai đoạn 2019-2021. - Công ty đặt kế hoạch doanh thu 2021 đạt 2.57 tỷ (+25% yoy), tương đương doanh thu 2H21 tăng trưởng 17% yoy.

Tổng quan KQKD 1Q2021 và Dự phóng giai đoạn 2021-2023

MSH ghi nhận KQKD 1Q2021 khả quan với LNST-CĐTS đạt 93 tỷ VNĐ, nếu loại trừ khoản trích lập trong kỳ tăng trưởng lần lượt 104% và 46% so với 1Q20 và 1Q19. Đóng góp chính cho mức tăng trưởng trên đến từ việc biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ việc nhu cầu đơn hàng phục hồi tốt từ 4Q2020 khi các thương hiệu tích cực gia tăng đơn hàng nhằm chuẩn bị cho mùa Xuân 2021. Về trung hạn, chúng tôi kỳ vọng biên lợi này sẽ giảm về mức quanh 20-21% và cải thiện dần nhờ gia tăng tỷ lệ đơn hàng FOB.



Cho cả năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST-CĐTS đạt 4.531 tỷ VNĐ và 469 tỷ VNĐ, tăng lần lượt 19% và 102% yoy với các giả định chính như sau:

- Tỷ lệ đơn hàng FOB trong doanh thu xuất khẩu hồi phục hoàn về mức trước dịch 82%, so với mức ước tính năm 2020 là 74%.
- Biên lợi nhuận gộp chung dự phóng đạt 20,8% so với mức 21% và 19,7% của năm 2019 và 2020, nhờ tỷ lệ đơn FOB tốt hơn cũng như nhu cầu phục hồi tốt hỗ trợ tích cực đơn giá trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng.
- Dự báo Công ty ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng 16 tỷ VNĐ liên quan đến nhóm NY&C, với số dư đã trích dự phòng hơn 153 tỷ VNĐ trong tổng số phải thu là 218 tỷ VNĐ cuối 2020.

Dự án Nhà máy tại Nghĩa Hưng, Nam Định (SH10) bắt đầu khởi công cuối T3/2021 và dự kiến hoàn thành cuối 2021 với tổng vốn đầu khoảng 500 tỷ VNĐ, trong đó MSH sở hữu 51%. Với dự án SH10, năng lực sản xuất của MSH dự kiến sẽ tăng trưởng thêm 20% so với hiện tại. Kỳ vọng triển vọng nhu cầu được duy trì tích cực cũng như việc được xây dựng theo tiêu chuẩn Doanh nghiệp xanh Quốc tế, chúng tôi kỳ vọng nhà máy có thể hoạt động 100% công suất vào 2022.

Dự phóng KQKD 2021-2023

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	4,531	5,283	5,788	6,306	6,422
% yoy		17%	10%	9%	2%
LN gộp	928	751	941	1,098	1,216
Biên LNG	20.5%	14.2%	16.3%	17.4%	18.9%
CP bán hàng	-180	-137	-182	-253	-277
% FOB & CGGD	-4.9%	-4.7%	-4.8%	-4.8%	-4.8%
CP QLDN	-235	-376	-226	-310	-306
% DT thuần	-5.3%	-9.9%	-5.3%	-5.9%	-5.3%
LNST-CĐTS	450	232	469	461	532
% yoy		-48%	102%	-2%	15%

Khuyến nghị

BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với MSH tại giá mục tiêu 1 năm theo DCF là 71.100 VNĐ/CP, tương đương mức P/E dự phóng 2021 là 7,8x. Do đó, tỷ suất lợi nhuận là 25% và lợi suất cổ tức 2021 dự phóng là 7% tại giá đóng cửa ngày 11/6 là 57.000 VNĐ/CP. Các điểm nhấn đầu tư chính bao gồm:

- Tiềm năng trung hạn của may mặc Việt Nam được duy trì tích cực nhờ dung hòa lợi thế về chi phí nhân công và năng lực sản xuất đa dạng.
- Triển vọng phục hồi mạnh mẽ của thị trường Mỹ nhờ chính sách thúc đẩy tiêm chủng giúp bình thường hóa các hoạt động kinh tế xã hội cũng như các gói kích thích kinh tế.
- Sự hồi phục cũng như tăng trưởng tích cực của chính các đối tác lớn trong 1Q21 góp phần củng cố về khả năng hồi phục mạnh mẽ của MSH trong 2021.
- Chính sách cổ tức ổn định ở mức tương đối hấp dẫn nhờ hiệu quả hoạt động hàng đầu so với các doanh nghiệp cùng ngành, duy trì ở mức 40-45% mệnh giá trong quá khứ, tương đương lợi suất 7,2-8,1%/năm.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	4,531	5,354	6,001	6,306
Giá vốn	(3,603)	(4,603)	(5,061)	(5,197)
Lợi nhuận gộp	928	751	941	1,109
Doanh thu tài chính	61	63	62	62
Chi phí tài chính	(28,749)	(18,187)	(24,861)	(35,260)
Lợi nhuận sau thuế	450	232	469	462

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
Tiền & khoản tương đương tiền	238	136	73	159
Các khoản phải thu ngắn hạn	418	396	533	649
Hàng tồn kho	659	615	669	863
Tài sản cố định hữu hình	588	569	707	802
Tổng tài sản	2,566	2,628	2,984	3,479
Nợ ngắn hạn	1,270	1,186	1,264	1,403
Nợ dài hạn	57	0	149	252
Vốn chủ sở hữu	1,236	1,442	1,620	1,873
Tổng nguồn vốn	2,566	2,628	2,984	3,479

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2019	2020	2021F	2022F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	12%	-14%	19%	18%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	22%	-48%	102%	-2%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	21.0%	19.7%	20.8%	20.7%
Lợi nhuận thuần biên (%)	10.2%	6.1%	10.4%	8.6%
ROA (%)	17.5%	8.8%	15.7%	12.8%
ROE (%)	38.7%	16.9%	30.0%	24.7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	51.8%	45.1%	47.7%	48.0%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	107.7%	82.2%	87.1%	89.5%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	8,625	4,126	9,117	8,704
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	23,241	27,370	31,217	36,155

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Ngô Trí Vinh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Nguyễn Ngọc Quý Đức

Tiện ích công cộng

nguyenngocquyduc@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên ví mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888