

## Ngành Dệt may

Báo cáo cập nhật

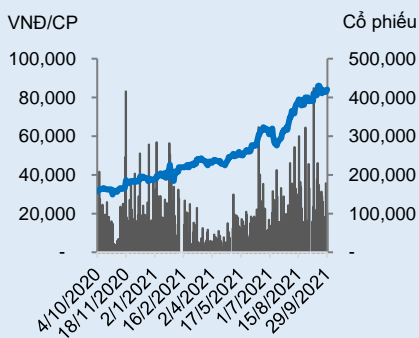
Tháng 9, 2021

Khuyến nghị	<b>OUTPERFORM</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ)	<b>97.120</b>
Giá thị trường (29/9/2021)	84.100
Lợi nhuận kỳ vọng	15,5%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	29.830-86.100
Vốn hóa	4.206 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	50.009.400
KLGD bình quân 10 ngày	118.030
% sở hữu nước ngoài	7,78%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	0,5%
Beta	1,1

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
<b>MSH</b>	121,6%	7,0%	39,9%	77,1%
<b>VN- index</b>	19,5%	0,6%	-1,1%	8,4%

Chuyên viên phân tích

**Ngô Trí Vinh**

(84 28) 3914.6888 ext. 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

## Đơn hàng phục hồi tích cực trong bối cảnh toàn ngành đối mặt nhiều khó khăn

**KQKD 1H2021 tăng trưởng mạnh mẽ trên mức nền thấp.** MSH ghi nhận doanh thu và LNST đạt lần lượt 2.152 tỷ VNĐ (+13% yoy) và 216 tỷ VNĐ (+77% yoy) do (1) biên gộp cải thiện lên 21,1% từ mức 16,7% cùng kỳ do tác động từ dịch tại các thị trường tiêu thụ và (2) chi phí lãi vay giảm với dư nợ và lãi suất thấp hơn.

**Doanh số bán lẻ trang phục và phụ kiện tại Mỹ duy trì ở mức tích cực, tương đương mức tháng 7 mặc dù diễn biến dịch phức tạp hơn.** Thực tế, trong tháng 8, số ca nhiễm mới mỗi ngày có xu hướng tăng so với 2Q21, tuy nhiên vẫn còn thấp hơn so với đỉnh dịch giai đoạn T12/2020 - T1/2021.

Thực tế số ca nhiễm mới vẫn ghi nhận tăng tại Mỹ trong tháng 8 và đang có xu hướng giảm gần đây, tuy nhiên quá trình mở cửa nền kinh tế là không thể đảo ngược bởi lẽ nhiều quốc gia giờ đây chỉ quan tâm tới các ca diễn biến nặng, nhưng may mắn nhờ vaccine tỷ lệ này đã giảm xuống. **Do đó, rủi ro cách ly xã hội nặng nề như giai đoạn 2020 sẽ không lặp lại, từ đó hỗ trợ triển vọng phục hồi bền vững của các lĩnh vực bán lẻ, bao gồm trang phục.**

**KNXK hàng dệt may Việt Nam sang Mỹ trong tháng 7 và 8 hồi phục về mức trước dịch, mặc dù tăng trưởng có chậm lại so với 1H21 do tác động từ diễn biến dịch tại cả thị trường tiêu thụ lẫn trong nước.** Từ cuối tháng 7, với các diễn biến dịch tại phía Nam, các biện pháp giãn cách ảnh hưởng đến năng lực của các doanh nghiệp may mặc, đặc biệt tại TP. HCM, Bình Dương, ...

**Đơn hàng MSH được đảm bảo ổn định đến giữa 2022, theo chia sẻ của lãnh đạo.** Theo chúng tôi, tình hình tích cực về đơn hàng của Doanh nghiệp được hỗ trợ từ tập khách hàng lớn tại Mỹ như Columbia Sportswear, G-III, và đặc biệt là Walmart (khách hàng mới trong 2020).

**Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST-CĐTS của Công ty năm 2021 và 2022 lên lần lượt 467 tỷ VNĐ (+103% yoy) và 479 tỷ VNĐ (+4% yoy)** dựa trên kỳ vọng về triển vọng đơn hàng tích cực từ nhóm khách hàng lớn và sức mua nói chung tại Mỹ tiếp tục khả quan. **Ngoài ra, chúng tôi cũng ước tính thận trọng lợi nhuận MSH trong 3Q21 đạt 115 tỷ VNĐ, gấp 2,7 lần cùng kỳ do khoản trích dự phòng phải thu 117 tỷ trong 3Q20.**

**BVSC điều chỉnh tăng mức giá mục tiêu so với cập nhật vào cuối tháng 5 lên 97.120 VNĐ/CP,** chủ yếu do (1) nâng dự phóng tăng trưởng kép lợi nhuận giai đoạn 2021-2025 lên 10% từ mức 8.5% và (2) điều chỉnh giảm tỷ lệ phân bù rủi ro trong mô hình chiết khấu dòng tiền từ 15% còn 12% dựa trên triển vọng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đã bền vững hơn nhờ nhóm các khách hàng lớn hiện tại. **Do đó, chúng tôi khuyến nghị OUTPERFORM với MSH, với mức lợi nhuận kỳ vọng là 15% tại giá đóng cửa ngày 29/9/2021 bên cạnh mức lợi suất cổ tức dự phóng 5.000 VNĐ/CP là 6%.**

**Rủi ro:** diễn biến dịch phức tạp tại Mỹ (thị trường chính của MSH) và Việt Nam, đặc biệt là tại tỉnh Nam Định, nơi đặt nhà máy của MSH.

## Sơ lược KQKD 1H2021

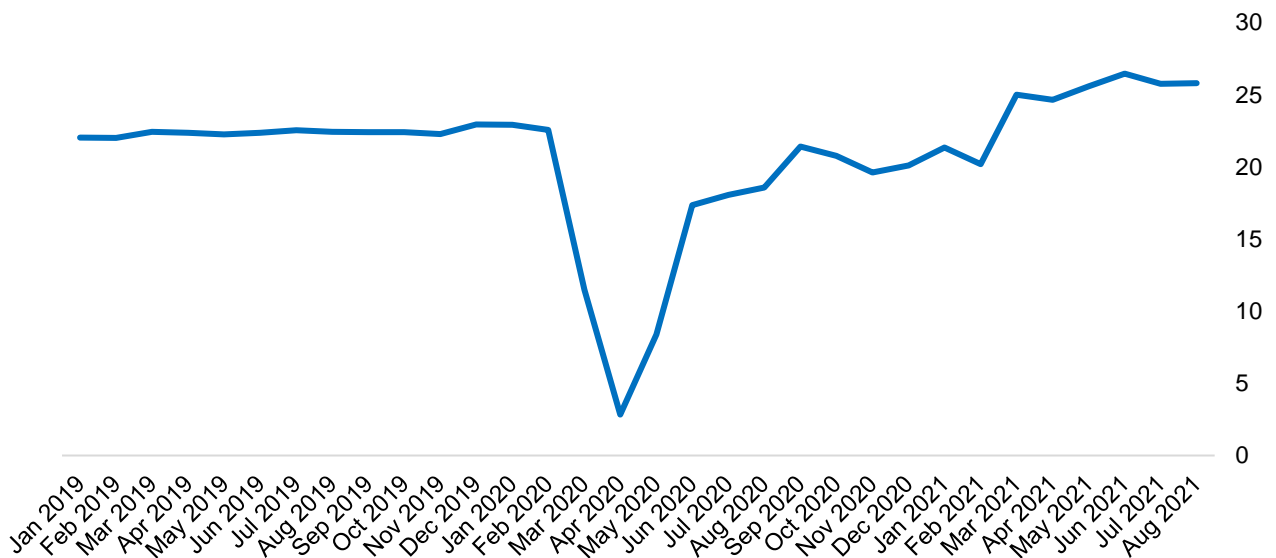
**Công ty ghi nhận KQKD 1H2021 với doanh thu và LNST-CĐTS đạt lần lượt 2.152 tỷ VNĐ (+13% yoy) và 216 tỷ VNĐ (+77% yoy), tương đương 52% dự báo lợi nhuận hiện tại của chúng tôi. Cụ thể:**

- Nhờ xu hướng phục hồi tiêu dùng tại Mỹ, doanh số 1H2021 cải thiện về mức trước dịch, từ đó biên lợi nhuận gộp cũng được cải thiện mạnh mẽ lên 21,1% từ mức 16,7%.
- Chi phí tài chính được tiết giảm, -50% yoy, chủ yếu nhờ dư nợ vay cũng như lãi suất duy trì ở mức thấp hơn.
- Công ty ghi nhận khoảng 10 tỷ VNĐ hoàn nhập khoản phải thu khó đòi từ nhóm NY&C. Tại thời điểm cuối tháng 6/2021, MSH đã thực hiện trích dự phòng đầy đủ cho khoản nợ khó đòi còn lại là khoảng hơn 140 tỷ, để ngỏ khả năng có thể ghi nhận lại thu nhập bất thường khi tình hình thu hồi nợ có thêm tiến triển, do đó, chúng tôi hiện chưa bao gồm khả năng này vào mô hình dự báo.
- Ngoài ra, chúng tôi cũng lưu ý tại cuối T6/2021, MSH có thực hiện hạch toán trước khoảng 47 tỷ chi phí bảo hộ lao động, tương đương 70% chi phí nhân công sản xuất/tháng trong 1H2021.

## Triển vọng và dự báo KQKD

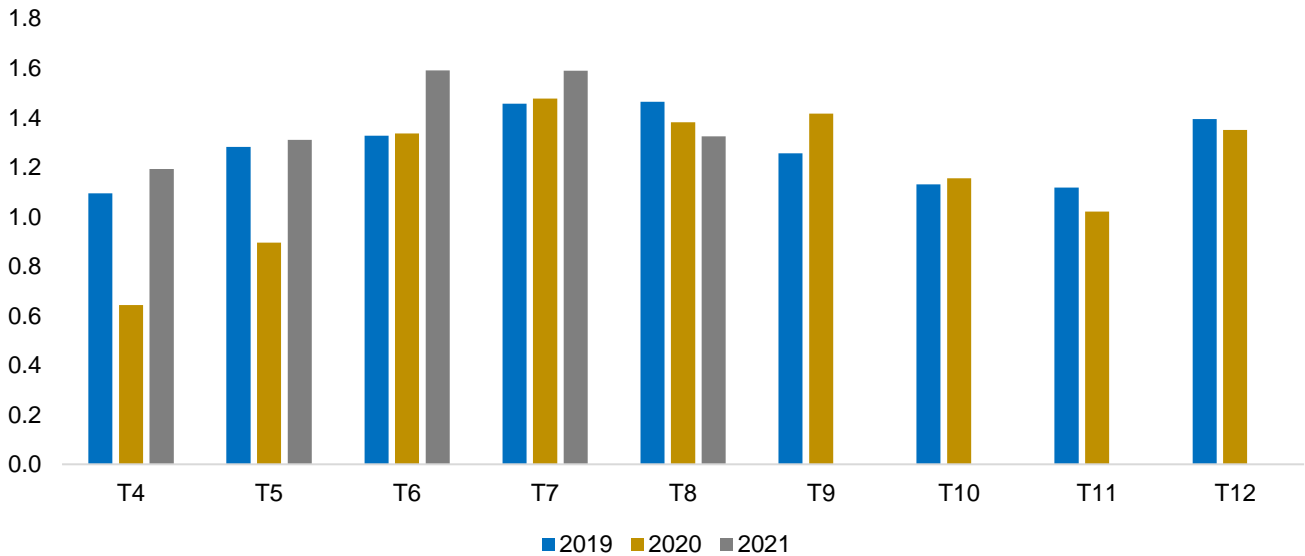
**Doanh số bán lẻ trang phục và phụ kiện tại Mỹ vẫn duy trì ở mức tích cực trong cả tháng 7 và 8.** Thực tế, mặc dù chứng kiến số ca nhiễm có xu hướng tăng trở lại từ giữa tháng 7 với việc mở cửa các hoạt động xã hội tại Mỹ, tuy nhiên các thị trường bán lẻ của Mỹ vẫn được hỗ trợ bởi tỷ lệ tiêm chủng cải thiện và năng lực hệ thống y tế chưa đáng báo động như giai đoạn 2020, từ đó các biện pháp đóng cửa gay gắt cũng được hạn chế ở mức tối thiểu.

**Doanh thu bán lẻ trang phục và phụ kiện tại Mỹ (tỷ USD)**



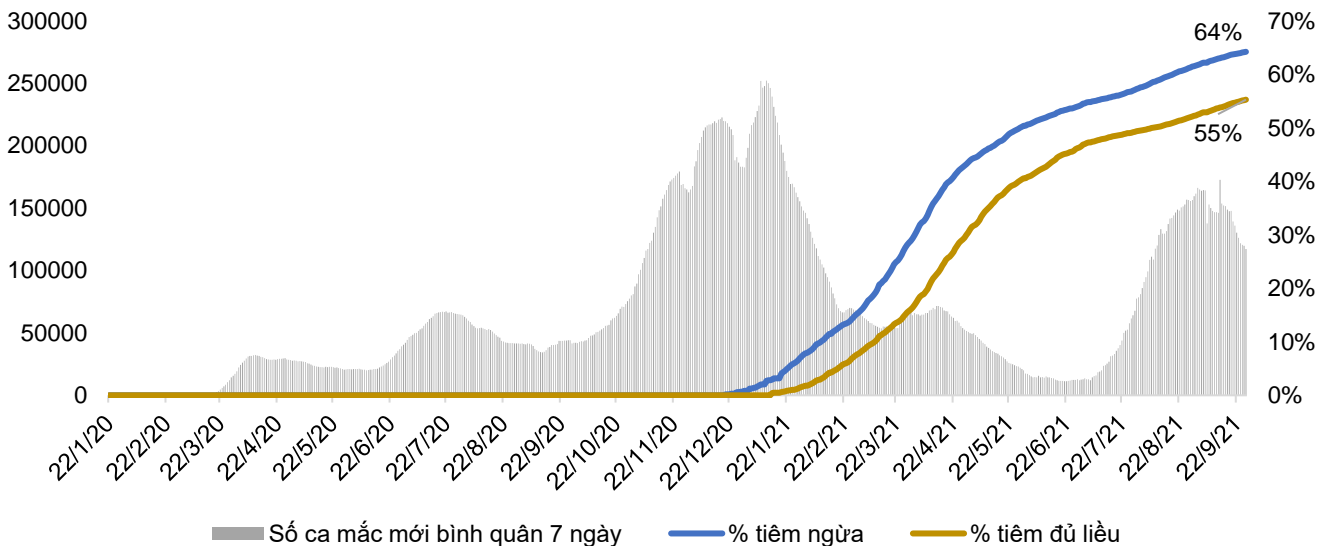
**KNXX dệt may của Việt Nam sang Mỹ (thị trường chính của MSH) chứng kiến sự suy giảm trong tháng 8.** Tuy nhiên, sự chậm lại của KNXX chủ yếu do ảnh hưởng từ chính các biện pháp phòng chống dịch, đặc biệt tại phía Nam từ cuối tháng 7 trong khi các nhà sản xuất ở phía Bắc, theo tìm hiểu, vẫn duy trì được sản xuất bình thường

**KNXX Dệt may VN sang Mỹ (tỷ USD)**



**Diễn biến dịch tại Mỹ đang có xu hướng giảm dần trong thời gian gần đây** nhờ việc ban hành trở lại yêu cầu đeo khẩu trang nhằm tránh sự lây lan của virus. Ngoài ra, như đã đề cập, việc đẩy mạnh tiêm vắc xin giúp giảm bớt các triệu chứng nặng từ COVID-19, từ đó giảm áp lực lên hệ thống y tế nhiều khả năng sẽ giúp chính phủ giảm thiểu rủi ro phải thực hiện các biện pháp đóng cửa như năm ngoái. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng doanh số thị trường bán lẻ tại Mỹ vẫn có thể duy trì hồi phục bền vững sắp tới.

**Dịch COVID-19 tại Mỹ**



Bên cạnh vào xu hướng phục hồi bền vững của thị trường bán lẻ Mỹ, chúng tôi kỳ vọng triển vọng đơn hàng của MSH duy trì tích cực nhờ vào tệp khách hàng cô đọng, với những cái tên hàng đầu của thị trường bán lẻ trang phục của Mỹ như Columbia, G-III và đặc biệt là Walmart. *Với Walmart, ban lãnh đạo MSH từng kỳ vọng đơn hàng FOB của doanh nghiệp sẽ duy trì bền vững trong suốt cả năm, giảm bớt rủi ro mùa vụ hiện tại của ngành dệt may Việt Nam nói chung.* Thực tế, Công ty cũng chia sẻ tình hình đơn hàng hiện tại sẽ duy trì sản xuất ổn định đến nửa năm sau, trong khi tỷ lệ đơn hàng FOB năm nay tăng khoảng 20% so với 2020.

**Dựa trên diễn biến khả quan của thị trường xuất khẩu chủ lực, chúng tôi đưa ra mức dự báo LNST-CĐTS năm 2021 và 2022 đạt lần lượt 467 tỷ (+101% yoy) và 479 tỷ (+3% yoy).** *Nếu loại trừ các khoản chi phí và thu nhập bất thường trong 2020 và 2021 thì tăng trưởng KQKD 2021 và 2022 đạt lần lượt 26% và 7%.* Tốc độ tăng trưởng chậm lại trong 2022 chủ yếu đến từ việc Công ty sẽ vận hành một nhà máy mới từ cuối năm 2021 từ đó sẽ ảnh hưởng ít nhiều đến hiệu quả chung của MSH. Tuy nhiên, với lợi thế từ tệp khách hàng lớn hiện tại cũng như luôn chủ động tìm kiếm khách hàng mới, chúng tôi kỳ vọng nhà máy SH10 sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ cuối 2023, qua đó giúp LNST-CĐTS của MSH tăng trưởng 25% yoy, theo kỳ vọng của BVSC.

### **Khuyến nghị**

**BVSC điều chỉnh tăng mức giá mục tiêu so với cập nhật vào cuối tháng 5 lên 97.120 VNĐ/CP**, chủ yếu do (1) nâng dự phóng tăng trưởng kép lợi nhuận giai đoạn 2021-2025 lên 10% từ mức 8.5% với triển vọng tích cực từ thị trường Mỹ cũng như tệp khách hàng lớn và (2) điều chỉnh giảm tỷ lệ phần bù rủi ro trong mô hình chiết khấu dòng tiền từ 15% còn 12% dựa trên triển vọng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đã bền vững hơn nhờ nhóm các khách hàng lớn hiện tại. **Do đó, chúng tôi khuyến nghị OUTPERFORM với MSH, với mức lợi nhuận kỳ vọng là 15% tại giá đóng cửa ngày 29/9/2021 bên cạnh mức lợi suất cổ tức dự phóng 5.000 VNĐ/CP là 6%.**

Tại 29/6/2021, MSH đang được giao dịch tại mức PE dự phóng 2021 và 2022 là 9x và 8,8x là tương đối hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành với các điểm nhấn đầu tư sau:

- Xu hướng dịch chuyển đơn hàng nói chung sang Việt Nam nhờ lợi thế nhân công và ưu đãi thuế quan từ các FTAs trong trung hạn.
- Năng lực sản xuất cũng như tệp khách hàng cốt lõi là các nhà bán lẻ lớn tại Mỹ, bao gồm Walmart kỳ vọng giúp cho tăng trưởng MSH bền vững hơn.
- Nhà máy SH10 kỳ vọng sẽ góp phần vào tăng trưởng lợi nhuận từ 2023.
- Sức khỏe tài chính bao gồm các chỉ số sinh lời và cơ cấu đòn bẩy vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- Suất cổ tức ổn định, kỳ vọng tối thiểu ở mức 5.000 VNĐ/CP (tương đương lợi suất 6%) nhờ dòng tiền HĐKD khỏe mạnh.

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	% yoy T12M Doanh thu	% yoy LNST-CĐTS trượt	Biên rộng	ROE trượt 12 tháng	ROA trượt 12 tháng	PE trượt 12 tháng	Nợ vay/Vốn CSH
DM Thành Công	TCM	4.632	3%	-27%	8,0%	17,2%	9,0%	16,5	52%
ĐT & TM TNG	TNG	2.291	37%	101%	3,0%	14,7%	4,3%	12,6	199%
Garmex Sài Gòn	GMC	944	-1%	228%	3,0%	6,9%	3,8%	20,9	42%
Sợi Thế Kỳ	STK	3.355	102%	2.363%	12,0%	21,0%	12,6%	14,6	28%
May Việt Tiến	VGG	1.847	19%	24%	3,0%	9,3%	3,8%	10,2	0%
May10	M10	595	-31%	-33%	2,0%	17,3%	4,0%	8,9	177%
May Nhà Bè	MNB	446	-2%	48%	1,0%	8,6%	1,3%	13,0	402%
<b>May Sông Hồng</b>	<b>MSH</b>	<b>4.161</b>	<b>25%</b>	<b>108%</b>	<b>8,0%</b>	<b>22,3%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,8</b>	<b>49%</b>

**Rủi ro cần theo dõi:** diễn biến dịch phức tạp tại Mỹ (thị trường chính của MSH) và Việt Nam, đặc biệt là tại tỉnh Nam Định, nơi đặt nhà máy của MSH.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Doanh thu thuần	4.531	5.354	4.722	5.547
Giá vốn	(3.603)	(4.603)	(3.753)	(4.391)
Lợi nhuận gộp	928	751	969	1.155
Doanh thu tài chính	61	63	56	49
Chi phí tài chính	(28.749)	(18.187)	(26.737)	(38.534)
Lợi nhuận sau thuế	450	232	467	479

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	238	136	102	83
Các khoản phải thu ngắn hạn	418	396	688	828
Hàng tồn kho	659	615	804	1.013
Tài sản cố định hữu hình	588	569	707	802
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.566</b>	<b>2.628</b>	<b>3.066</b>	<b>3.496</b>
Nợ ngắn hạn	1.270	1.186	1.392	1.491
Nợ dài hạn	57	0	155	261
Vốn chủ sở hữu	1.236	1.442	1.572	1.803
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.566</b>	<b>2.628</b>	<b>3.066</b>	<b>3.496</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	12%	-14%	24%	17%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế - CĐTS (%)	22%	-48%	101%	3%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	21,0%	19,7%	20,5%	20,8%
Lợi nhuận thuần biên (%)	10,2%	6,1%	9,9%	8,6%
ROA (%)	17,5%	8,8%	8,0%	10,2%
ROE (%)	38,7%	16,9%	30,9%	27,1%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	51,8%	45,1%	50,8%	50,6%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	107,7%	82,2%	98,4%	98,7%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	9.445	4.867	9.337	9.581
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	23.241	27.370	30.176	34.546

## 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

lethanhoa@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 vĩ 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