

## CTCP MAY SÔNG HỒNG (HSX: MSH)

### Nền tảng vững chắc tạo đà tăng trưởng

May Sông Hồng (HSX: MSH) là một trong các doanh nghiệp may đầu ngành tại Việt Nam với tình hình sản xuất kinh doanh ổn định và cổ tức tiền mặt cao được duy trì đều đặn qua các năm. Công ty chủ yếu xuất khẩu đơn hàng may mặc sang hai thị trường chính là Mỹ (60%) và EU (30%). Nhờ lợi thế từ hiệp định thương mại tự do EVFTA dự kiến được thông qua cùng sự dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam ngày càng gia tăng dưới tác động của chiến tranh thương mại, chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng đơn hàng may mặc của MSH tại hai thị trường này vẫn còn khá lớn. Bên cạnh đó, công ty cũng đang tiến hành củng cố năng lực nội tại, chuyển đổi phương thức sản xuất theo hướng tăng dần tỷ trọng FOB, mở rộng công suất may mặc để nâng cao năng lực cạnh tranh, nắm bắt cơ hội tăng trưởng đơn hàng từ các đối tác thời trang lớn trên thị trường.

Sử dụng phương pháp định giá FCF và P/E với P/E trung bình ngành là 7,3 lần, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH ở mức **56.500 đồng/CP**. Kết hợp với cổ tức tiền mặt 3.500 đồng/CP cho ra tỷ suất sinh lời kỳ vọng **25%** so với giá đóng cửa ngày 31/01/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này.

### Luận điểm đầu tư

- Lợi thế từ các hiệp định thương mại và sự chuyển dịch đơn hàng sang Việt Nam sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng hàng may mặc
- Vị thế đầu ngành với quy mô lớn giúp MSH nhận được nhiều đơn hàng uy tín
- Khả năng sinh lời khá hấp dẫn so với các đối thủ cùng ngành
- Nhà máy Sông Hồng 10 là chất xúc tác thúc đẩy tăng trưởng trong dài hạn
- Tỷ suất cổ tức hấp dẫn

### Rủi ro

- Hiệp định thương mại tự do EVFTA chưa được thông qua
- MSH chưa đa dạng hóa danh mục khách hàng

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cuối năm-T12/(tỷ đồng)	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019F
Doanh thu thuần	2.992	3.282	3.842	4.359
% tăng trưởng	17,4	9,7	17,1	13,5
Lợi nhuận sau thuế	185	200	344	389
% tăng trưởng	15,8	8,4	71,5	13,3
Tỷ suất LNST (%)	6,2	6,1	8,9	8,9
ROA (%)	8,4	8,4	14,3	14,7
ROE (%)	28,3	26,5	30,9	30,1
EPS (VND)	7.801	8.662	6.493	7.359
EPS đ/chính (VND)	3.715	4.331	6.493	7.359
Giá trị sổ sách (VND)	28.805	31.711	23.349	27.207
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.500	4.500	4.000	3.500
P/E (x)	N/A	N/A	7,4	6,5
P/BV (x)	N/A	N/A	2,1	1,8

Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt \* Tính theo giá cổ phiếu ngày 31/01/2019

## MUA

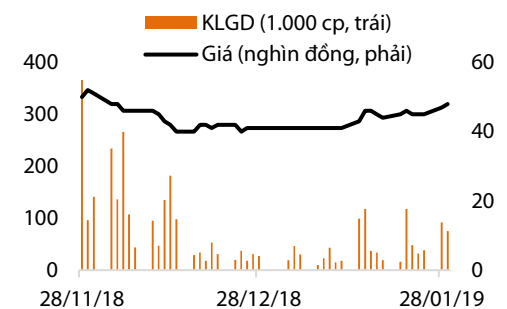
**+25%**

Giá thị trường (VND)	48.000
Giá mục tiêu (VND)	56.500
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.500

\* Dự kiến trong 12 tháng tới

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.286
SLCPDLH (triệu cp)	47,6
Beta	0,6
Free Float (%)	39
Giá cao nhất 52 tuần	51.530
Giá thấp nhất 52 tuần	39.800
KLGD bình quân 20 phiên	46.500



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
MSH	N/A	N/A	N/A
VN30 Index	-1	-21	53
VN-Index	3	-18	65

### Cổ đông lớn (%)

Bùi Đức Thịnh	21,6
CTCP Chứng khoán FPT	13,6
Bùi Việt Quang	10,9
Room còn lại cho NĐTNN (%)	47,2

### Đặng Thị Phương Thảo

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1529

[thao.dtp@vdsc.com.vn](mailto:thao.dtp@vdsc.com.vn)

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Lợi thế từ các Hiệp định thương mại và sự chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng hàng may mặc

#### (1) Việc cắt giảm thuế quan từ các FTAs sẽ giúp hàng may mặc Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh về giá

Với việc gỡ bỏ các rào cản thuế quan từ các Hiệp định thương mại tự do, đơn cử là hai hiệp định CPTPP (đã có hiệu lực tại Việt Nam từ tháng 01/2019) và EVFTA (dự kiến có hiệu lực cuối năm 2019) sẽ là động lực thúc đẩy sự tăng trưởng của ngành, giúp các sản phẩm may mặc xuất khẩu của Việt Nam tăng ưu thế về giá so với các nước trong khu vực. Trong đó, hiệp định EVFTA quy định lộ trình cắt giảm thuế quan kéo dài từ 3-7 năm, một số dòng thuế sẽ được xóa bỏ hoàn toàn ngay khi hiệp định có hiệu lực. Đây sẽ là cơ hội giúp cho những doanh nghiệp có tỷ trọng doanh thu lớn tại thị trường EU như MSH (chiếm 30% tổng doanh thu) hưởng lợi gián tiếp thông qua sự tăng trưởng đơn hàng từ các đối tác thời trang lớn trên thị trường.

Lợi ích mang lại từ Hiệp định CPTPP sẽ không quá rõ nét do Việt Nam đã ký kết các FTAs song phương và đa phương với 7/10 nước nội khối với những ưu đãi về thuế quan tương tự. Tuy nhiên, chúng ta có thể kỳ vọng việc gia nhập CPTPP sẽ giúp mở rộng thị phần xuất khẩu dệt may sang các thị trường đầy tiềm năng như Canada, Mexico, New Zealand và Australia.

**Bảng 1. Các hiệp định thương mại tự do tác động tới ngành dệt may Việt Nam**

Hiệp định	Tình trạng	Thuế quan		Nguyên tắc xuất xứ
Việt Nam – Nhật Bản (VJEPA)	Có hiệu lực từ 12/2008	Sợi	0%	Từ vải trở đi
		May mặc	0%	
Việt Nam – Hàn Quốc (VKFTA)	Có hiệu lực từ 12/2015	Sợi	0%	Cắt và may
		May mặc	0%	
ASEAN – Úc/New Zealand (AANZFTA)	Có hiệu lực từ 01/2010	Sợi	0% từ 2018	Cắt và Dệt kim
		May mặc		
Việt Nam - EU (EVFTA)	Dự kiến có hiệu lực cuối 2019	Sợi	0%	Từ vải trở đi
		May mặc	Xóa bỏ thuế quan trong vòng 7 năm	
CPTPP	Ngày 14/01/2019, CPTPP chính thức có hiệu lực tại Việt Nam	May mặc	Từng quốc gia có lộ trình cắt giảm thuế riêng	Từ sợi trở đi

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

**(2) Lợi thế nhân công giá rẻ giúp Việt Nam gia tăng thị phần xuất khẩu sang thị trường Mỹ**

Theo khảo sát gần đây từ Hiệp hội thời trang tại Mỹ đánh giá điểm mạnh và yếu của các khu vực cung ứng hàng may mặc, tập trung về độ đồng đều ở các tiêu chí đánh giá (như tốc độ sản xuất, cung ứng, chi phí gia công và rủi ro tuân thủ) thì Trung Quốc và Việt Nam được đánh giá khá tương đồng, là những lựa chọn hàng đầu về nguồn cung ứng hàng may mặc cho thị trường Mỹ (Bảng 2).

**Bảng 2. Đánh giá điểm mạnh và yếu các khu vực cung ứng hàng may mặc cho thị trường Mỹ**

Khu vực	Nguồn cung ứng	Tốc độ SX, cung ứng	Chi phí gia công	Rủi ro tuân thủ
Tây bán cầu	Mỹ	5	1.5	4
	Mexico	4	3	3
	CAFTA-DR	3.5	3.5	3
	Colombia	3	2.5	3
Châu Á	Trung Quốc	3	3.5	3
	<b>Việt Nam</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
	Bangladesh	2	4.5	1.5
	Indonesia	2.5	3.5	3
	Ấn Độ	2.5	3.5	2.5
	Sri Lanka	2.5	3.5	3
	Campuchia	2.5	3.5	2.5
Khác	AGOA	2	3.5	2.5
	Ai Cập	2.5	3	3

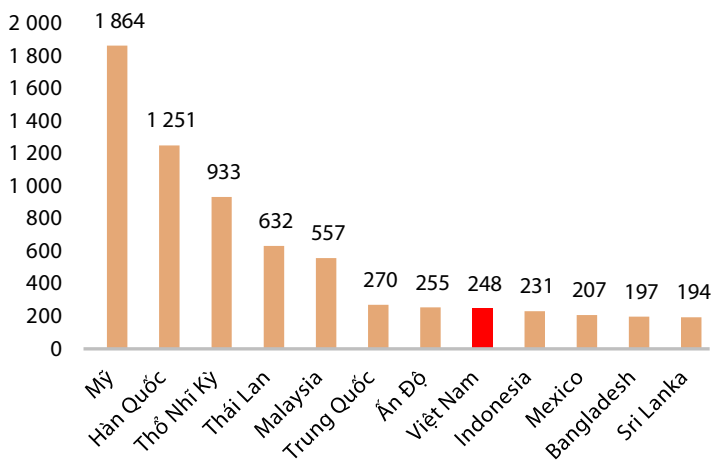
Nguồn: Dr. Sheng Lu, US Fashion Industry Association, CTCK Rồng Việt

\_Khảo sát các doanh nghiệp ngành thời trang tại Mỹ\_

Xếp hạng trung bình mỗi quốc gia: theo thang điểm từ 1 (hiệu suất thấp hơn nhiều so với mức TB) đến 5 (hiệu suất cao hơn nhiều so với mức TB).

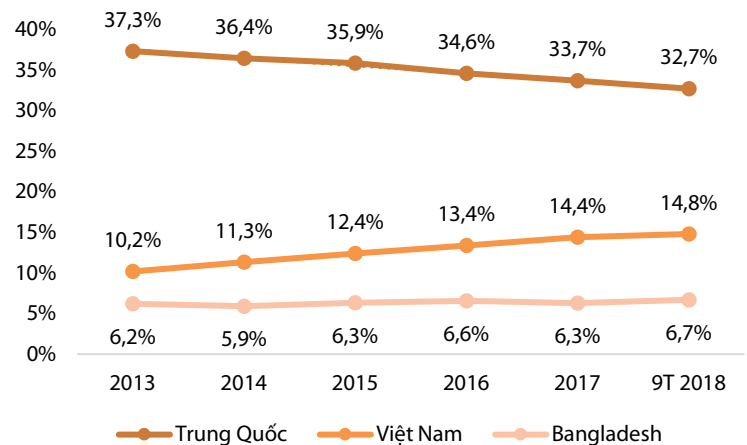
Dù được coi là công xưởng sản xuất hàng đầu thế giới, nhưng giá nhân công tại Trung Quốc vẫn còn cao so với các nước xuất khẩu dệt may trong khu vực (Hình 1), vì thế các thương hiệu thời trang tại Mỹ vẫn đang chủ động tìm kiếm nguồn cung thay thế để tiết giảm sự phụ thuộc vào thị trường đông dân này.

**Hình 1. Lương tối thiểu công nhân may mặc trên thế giới (USD/tháng)**



Nguồn: PRI, CTCK Rồng Việt

**Hình 2. Thị phần may mặc tại Mỹ của ba thị trường chủ lực**



Nguồn: OTEXA, CTCK Rồng Việt

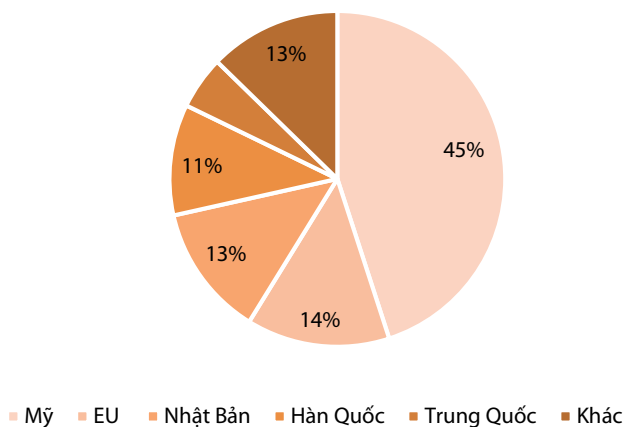
Trong năm 2018, dưới những lo ngại về tác động của cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, sự chuyển dịch đơn hàng sang các thị trường lân cận ngày càng rõ nét hơn (Hình 2). Nhờ vào lợi thế nhân công giá rẻ và lực lượng lao động dồi dào, Việt Nam được lựa chọn là điểm đến cho các doanh nghiệp FDI đầu tư vào lĩnh vực may mặc thâm dụng lao động. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc Mỹ và Trung Quốc tạm đình chiến sẽ không ảnh hưởng nhiều đến sự dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang các nước lân cận, trong đó có Việt Nam. Vì chủ trương của Trung Quốc là chuyển dịch cơ cấu kinh tế sang tiêu dùng và sản xuất hàng công nghệ với giá trị gia tăng cao, hạn chế phát triển khâu hạ nguồn dệt may cần nhiều lao động, gây ra ô nhiễm môi trường.

Tuy nhiên ở một khía cạnh khác, lợi thế về nhân công giá rẻ của Việt Nam đang có dấu hiệu suy giảm, hiện mức lương tối thiểu công nhân may mặc tại Việt Nam đã cao hơn so với các nước trong khu vực như Indonesia, Bangladesh, Sri Lanka (Hình 1). Do đó, nếu các doanh nghiệp may mặc Việt Nam không tiến hành đầu tư nâng cao chất lượng nhà xưởng, cải thiện tay nghề công nhân thì tốc độ tăng trưởng đơn hàng có thể chậm lại trong tương lai.

**(3) Dự báo kinh tế Mỹ và EU tăng trưởng ổn định, giúp kích cầu tiêu dùng hàng may mặc**

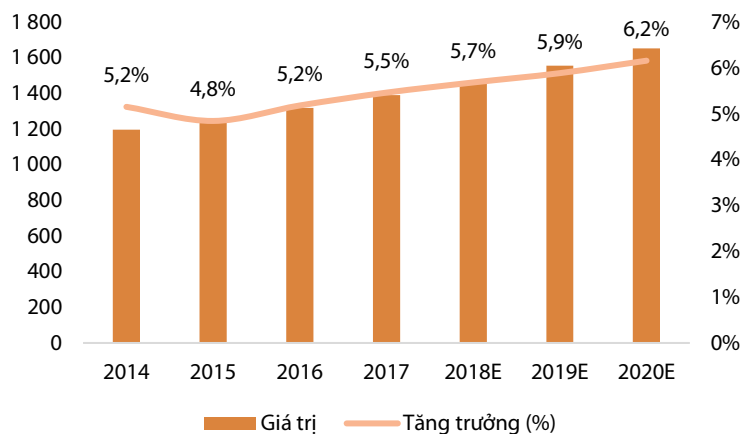
Mỹ và EU là hai thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam trong những năm qua, những biến động kinh tế tại hai thị trường này sẽ có tác động không nhỏ đến nhu cầu tiêu dùng của người dân, trong đó có các sản phẩm may mặc thời trang và thiết yếu. Theo dự báo của IMF, kinh tế Mỹ và EU trong năm 2019 sẽ giảm nhẹ tăng trưởng so với cùng kỳ, tuy nhiên vẫn ở mức tích cực, lần lượt là 2,5% (-40 bps YoY) và 1,9% (-10bps YoY). Trong bối cảnh kinh tế thế giới tăng trưởng ổn định, đặc biệt từ hai thị trường xuất khẩu chủ lực của Việt Nam sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc, giúp duy trì sản lượng nhập khẩu từ các quốc gia.

**Hình 3. Tỷ trọng xuất khẩu vải và hàng may mặc Việt Nam năm 2018**



Nguồn: VITAS, CTCK Rồng Việt

**Hình 4. Doanh số tiêu thụ hàng may mặc trên thế giới (tỷ USD)**



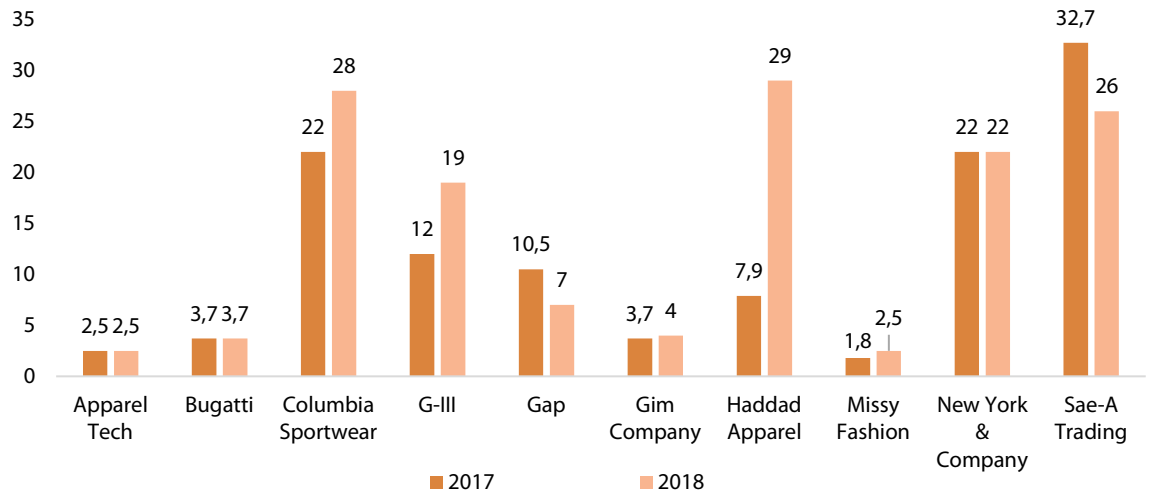
Nguồn: MarketLine, CTCK Rồng Việt

Tựu trung lại, nhờ ảnh hưởng tích cực từ các Hiệp định thương mại cùng sự gia tăng đơn hàng tại Việt Nam dưới tác động của cuộc chiến tranh thương mại, các doanh nghiệp dệt may đang có trợ lực rất lớn để tăng tốc. Tuy nhiên, hầu hết các doanh nghiệp trong ngành đều đã hoạt động tối đa công suất thiết kế. Vì thế, dù tiềm năng tăng trưởng của ngành là rất lớn, cơ hội sẽ không trải đều mà dành phần nhiều cho những “tay chơi” đã có sự chuẩn bị đầy đủ, củng cố tốt năng lực nội tại, mở rộng công suất hoạt động để đón đầu tăng trưởng.

**Vị thế đầu ngành với quy mô lớn giúp MSH nhận được nhiều đơn hàng thời trang uy tín**

Năm 2018, giá trị đơn hàng MSH ký kết tăng 21% so với cùng kỳ năm trước, chủ yếu đến từ các khách hàng chủ lực là Columbia Sportwear, G-III, Haddad Apparel (Hình 5). Trong đó, Haddad Apparel (công ty thiết kế, kinh doanh, phân phối cho các thương hiệu lớn như Converse, Nike, Levi's) là khách hàng MSH mới phát triển đơn hàng trong năm 2017, đến 2018 nhờ đáp ứng được các tiêu chuẩn chất lượng sản phẩm và thời gian giao hàng đề ra, Haddad đã tăng giá trị đơn hàng từ 7,9 triệu USD lên 29 triệu USD (+267% YoY). Dự kiến trong năm 2019, Haddad sẽ tiếp tục là một trong các khách hàng lớn của công ty với ước tính doanh thu đóng góp ở mức 18%-20%.

**Hình 5. Giá trị đơn hàng may mặc công ty đã ký kết (triệu USD)**



Nguồn: Báo cáo bạch MSH, CTCK Rồng Việt

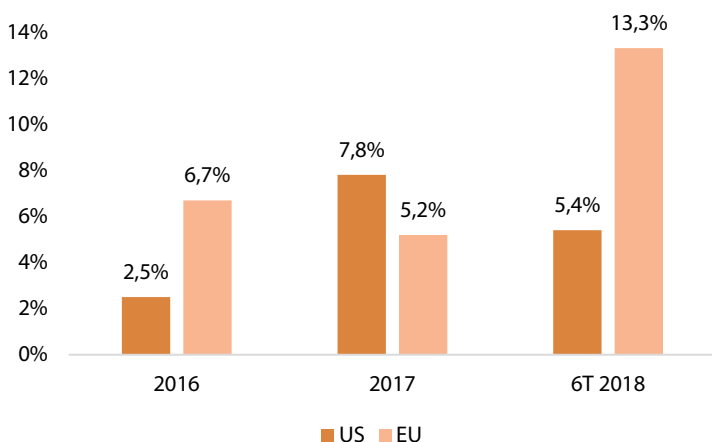
Ngoài ra, trong năm 2019 MSH sẽ mở rộng hợp tác liên doanh với đối tác Luen Thai (tập đoàn may mặc tại Hồng Kông, chuyên sản xuất và phân phối các sản phẩm may mặc thời trang, nội y... cho các thương hiệu lớn như Adidas, UNIQLO, Polo Ralph Lauren, Calvin Klein). Hai phía đối tác dự kiến sẽ thành lập trụ sở tại Hồng Kông, sản xuất hàng nội y cho các thương hiệu tên tuổi như Victoria Secret, Calvin Klein. Doanh thu ước tính vào khoảng 40 triệu USD, dự kiến sản xuất theo phương thức FOB cấp 2 nên việc hợp tác này được kỳ vọng sẽ mang lại biên lợi nhuận gộp cao hơn các dòng sản phẩm hiện hữu (20% -25%).

Trong các năm tới, chiến lược của công ty là sẽ giảm tỷ trọng đơn hàng gia công CMT (\*), chuyển sang sản xuất theo phương thức FOB (\*). Vì thế, MSH đã chủ động cắt giảm 20% giá trị đơn hàng với đối tác Sae-A Trading (khách hàng chính đơn hàng gia công) vào năm 2018 để có dư địa sản xuất những đơn hàng FOB. Kết quả là giá trị đơn hàng từ đối tác Sae-A Trading giảm 20,5% so với cùng kỳ, từ 32,7 triệu USD (2017) xuống chỉ còn 26 triệu USD (2018).

(\* CMT (cut – make – trim): hình thức gia công xuất khẩu đơn giản nhất, các doanh nghiệp chỉ thực hiện việc cắt, may và hoàn thiện sản phẩm.

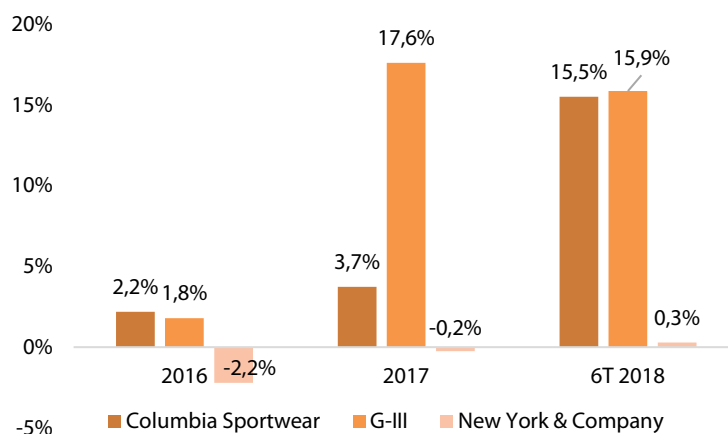
FOB (mua đứt bán đoạn): hình thức xuất khẩu trực tiếp, doanh nghiệp tự mua NPL và bán sản phẩm cho khách hàng nước ngoài.

**Hình 6. Tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng may mặc Việt Nam nhập khẩu tại Mỹ và EU**



Nguồn: OTEXA, Eurostat, CTCK Rồng Việt

**Hình 7. Tốc độ tăng trưởng doanh thu các khách hàng lớn**



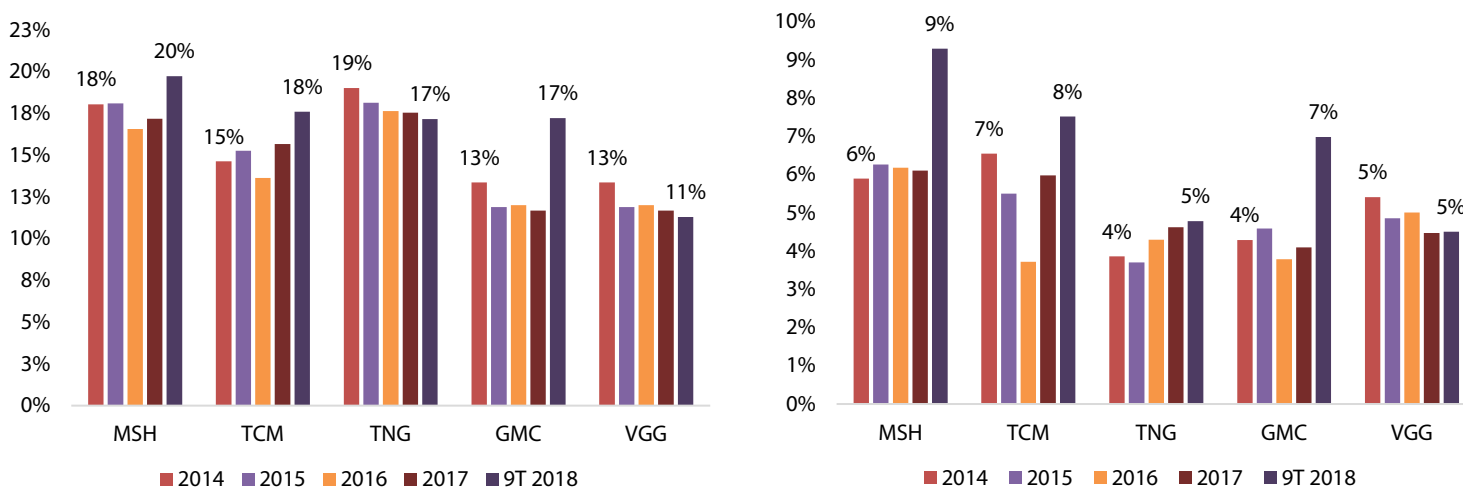
Nguồn: BCTC, CTCK Rồng Việt tổng hợp  
\*Đã điều chỉnh số liệu theo cùng kỳ tài chính

Chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng đơn hàng từ các khách hàng thời trang của MSH vẫn còn khá lớn nhờ vào các yếu tố vĩ mô tích cực, tuy nhiên dưới những lo ngại về sự nổi lên của thị trường thương mại điện tử trong thời gian gần đây, dần thay thế các cửa hàng thời trang truyền thống trong chuỗi cung ứng dệt may, rõ ràng MSH cần lưu ý đến tình hình tài chính từ các khách hàng thời trang truyền thống để giảm thiểu rủi ro công nợ và sự sụt giảm đơn hàng đột ngột (như trường hợp của TCM và Sears).

**Khả năng sinh lời khá hấp dẫn so với các đối thủ cùng ngành**

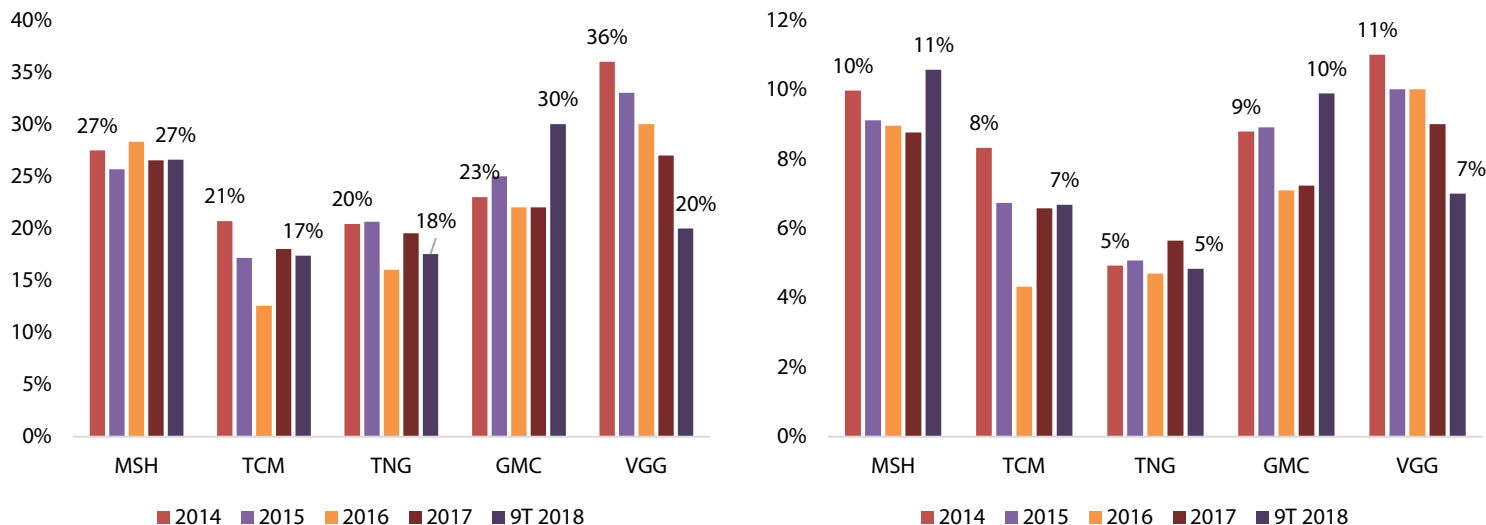
So với các doanh nghiệp trong ngành, MSH ghi nhận tỷ suất sinh lời khá hấp dẫn. Đơn cử trong 9T 2018, tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng của công ty lần lượt là 20% và 9%, nguyên nhân chính đến từ: (1) sản lượng đặt hàng từ các khách hàng FOB tăng nên công ty có thể thay đổi cơ cấu dòng sản phẩm, lựa chọn sản xuất những đơn hàng khó mang lại biên lợi nhuận cao, (2) nhà máy Sông Hồng 9 tại khu vực Nghĩa Hưng (hoạt động từ 2016) đã lắp đặt công suất giúp nâng cao hiệu suất sử dụng máy, (3) hệ thống ERP được đưa vào quản trị giúp tiết giảm hao phí nguyên liệu, kiểm soát năng suất tại từng chuyền máy.

**Hình 8. Tỷ suất LNG (trái) và tỷ suất LNR (phải) của MSH khá hấp dẫn so với các đối thủ cùng ngành**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 9. ROE (trái) và ROA (phải) của MSH cao và ổn định qua các năm**



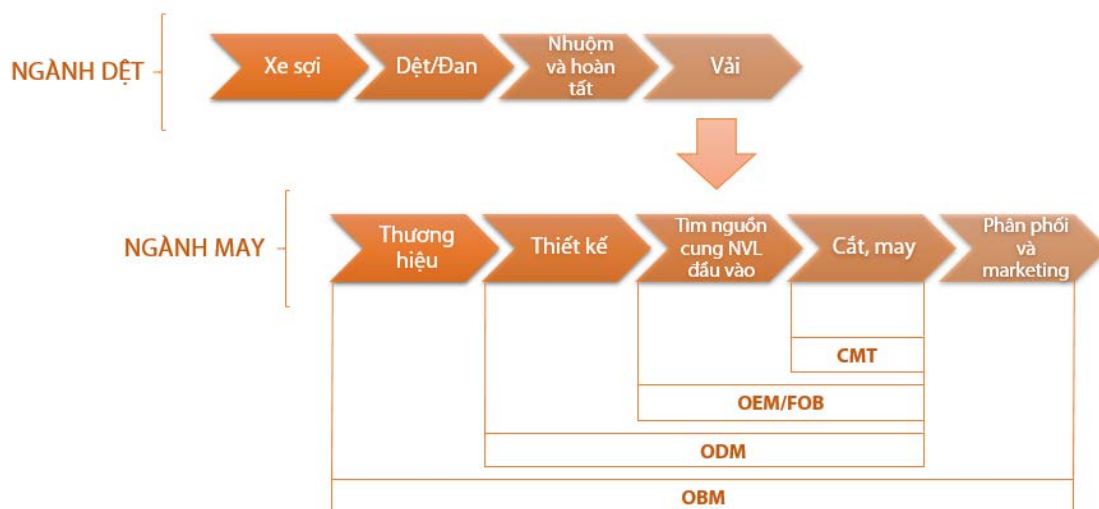
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Trong những năm tới, chúng tôi cho rằng công ty có thể tiếp tục duy trì và cải thiện khả năng sinh lời nhờ vào các yếu tố sau:

**(1) Chuyển dịch phương thức sản xuất theo hướng tăng dần tỷ trọng FOB giúp nâng cao năng lực cạnh tranh, tăng tỷ suất lợi nhuận gộp**

Hiện tại, khoảng 70% doanh nghiệp may mặc Việt Nam đang sản xuất theo phương thức gia công CMT thuần túy, đây là phương thức xuất khẩu đơn giản nhất của ngành nên giá trị gia tăng mang lại không cao. Trong dài hạn, muốn nâng cao năng lực cạnh tranh trên thị trường, rõ ràng các doanh nghiệp may mặc cần phải dịch chuyển chuỗi giá trị sang những phương thức xuất khẩu cao hơn như FOB, ODM, OBM. Tuy nhiên, vì sao sự chuyển dịch này lại giúp tăng khả năng sinh lời cho doanh nghiệp?

**Hình 10. Các phương thức sản xuất hàng may mặc**



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

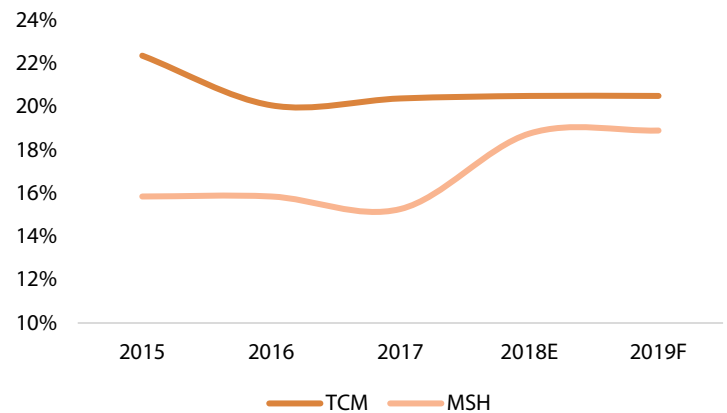
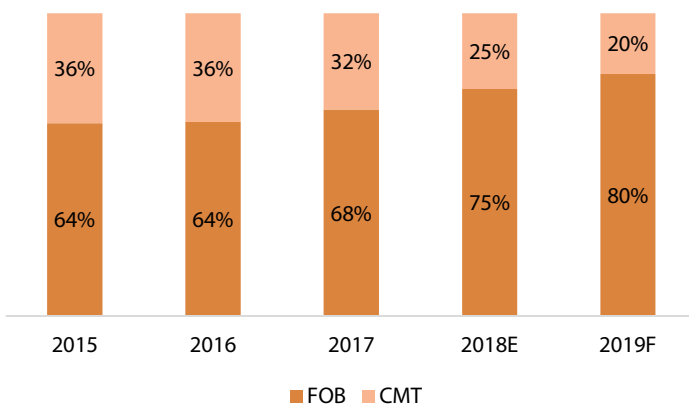
Để giải thích rõ hơn vấn đề này, chúng tôi đi vào tiếp cận khía cạnh hạch toán kế toán tại các công ty may mặc niêm yết. Cụ thể, việc ghi nhận doanh thu và giá vốn hàng bán ở hai phương thức CMT và FOB có sự khác biệt rõ rệt nhất ở khía cạnh nguyên liệu vải đầu vào. Doanh thu và giá vốn từ đơn hàng gia công

CMT chỉ bao gồm chi phí sản xuất, chi phí nhân công và chi phí chung (overhead cost). Trong khi đó, đối với đơn hàng FOB (loại 1 và 2), doanh thu và giá vốn sẽ bao gồm cách ghi nhận từ đơn hàng CMT, cộng thêm giá trị nguyên liệu chính là vải (thường chiếm khoảng 60-70% chi phí giá vốn hàng may mặc). Kết quả là, trong điều kiện các yếu tố về năng suất lao động, chi phí nhân công và phụ liệu không đổi, doanh thu ghi nhận từ mảng FOB sẽ cao hơn khoảng 1,5 lần so với CMT nhờ vào sự chuyển dịch phương thức sản xuất từ CMT sang FOB.

Đối với MSH, do phương thức sản xuất CMT còn chiếm khoảng 25% doanh thu mảng may mặc, rõ ràng công ty còn nhiều dư địa để dịch chuyển lên chuỗi sản xuất FOB (Hình 11), giúp đẩy mạnh cả doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp. So sánh với TCM (doanh nghiệp đã dịch chuyển toàn bộ chuỗi sản xuất sang phương thức FOB), chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng may mặc của MSH trong các năm tới sẽ cải thiện và dịch chuyển tiệm cận lên biên gộp của TCM (19% - 20%) khi chiến lược của MSH là tăng dần tỷ trọng đơn hàng FOB trong tổng doanh thu may mặc, và sản phẩm của MSH được đánh giá là có độ khó cao hơn sản phẩm hàng thun (áo T-shirt, polo shirt) của TCM.

**Hình 11. MSH tăng dần tỷ trọng phương thức FOB trên doanh thu mảng may mặc**

**Hình 12. So sánh biên lợi nhuận gộp phương thức FOB của MSH và TCM**



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

**(2) Mở rộng thị phần mảng chăn ga gối đệm tại thị trường nước ngoài để giảm áp lực cạnh tranh trong nước**

Dù chăn ga gối đệm chỉ đóng góp ~10% tổng doanh thu công ty, đây là mảng kinh doanh mang lại tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất cho MSH, vào khoảng 36% - 40%. Tuy nhiên, nhu cầu thị trường nội địa mảng chăn ga gối đệm được đánh giá không quá lớn khi tổng doanh thu hàng năm chỉ rơi vào khoảng 1.500 - 1.800 tỷ đồng và đang được chia sẻ thị phần từ nhiều thương hiệu lớn như Everon, Hanvico. Đồng thời, chăn ga gối đệm được đánh giá là mặt hàng theo mùa vụ, lực cầu của thị trường thường biến động dưới ảnh hưởng của thời tiết. Chúng tôi cho rằng với định vị sản phẩm tại phân khúc tầm trung, cung cấp sản phẩm cho người tiêu dùng cuối cùng thì MSH sẽ chịu nhiều áp lực cạnh tranh về giá so với các loại hàng nhái, hàng giả từ Trung Quốc hơn so với hai thương hiệu tên tuổi còn lại là Everon và Hanvico (định vị phân khúc trung cao cấp, phân phối chủ yếu cho các khách sạn, resort).

Do đó, từ năm 2016 công ty đã có những chiến lược nâng cao chất lượng, phân phối sản phẩm tại thị trường nước ngoài để giảm thiểu áp lực cạnh tranh trong nước. Hiện sản phẩm chăn ga gối đệm của MSH đã đủ tiêu chuẩn xuất khẩu vào thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc, đáp ứng các yêu cầu của EU và JIS về chất lượng sản phẩm, độ an toàn trong sản xuất. Công ty dự kiến sẽ đẩy mạnh xuất khẩu sản phẩm sang thị trường Nhật Bản cho phía đối tác Nishikawa Sangyo trong năm 2019, với doanh thu tối thiểu ước tính vào khoảng 3 triệu USD (~70 tỷ đồng). Trong điều kiện thuận lợi, doanh thu đóng góp từ thị trường Nhật Bản dự kiến ở mức 5 triệu USD (~117 tỷ đồng).

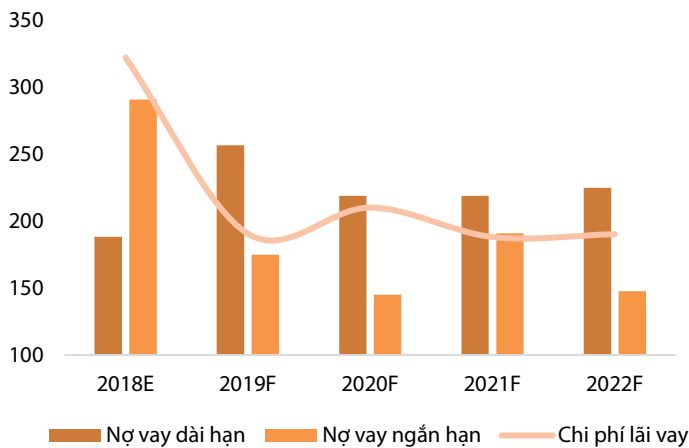


**Nhà máy Sông Hồng 10 là chất xúc tác thúc đẩy tăng trưởng đơn hàng trong dài hạn**

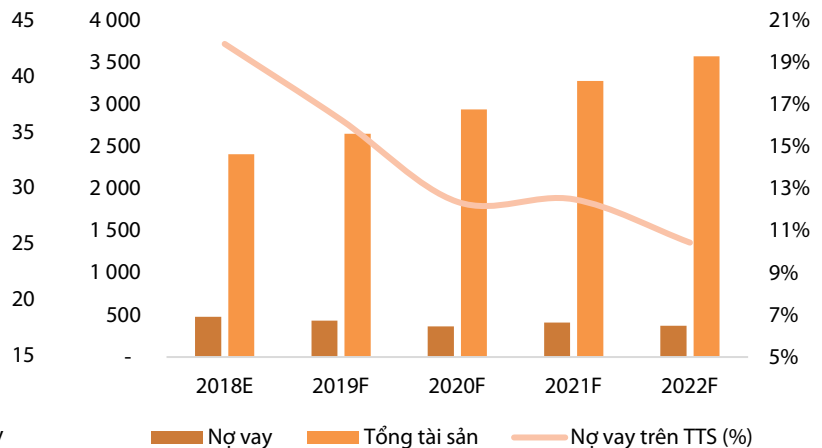
Do đã hoạt động tối đa công suất thiết kế, MSH đang lên kế hoạch xây dựng nhà máy SH10 tại huyện Nghĩa Hưng, Nam Định để nắm bắt cơ hội tăng trưởng đơn hàng từ các khách hàng thời trang hiện hữu và mở rộng cơ hội tìm kiếm các đối tác khách hàng mới. Hiện phía công ty đã thành lập công ty con là CTCP May Sông Hồng – Nghĩa Hưng với số vốn điều lệ 150 tỷ đồng, MSH sẽ góp 76,5 tỷ đồng (tương đương 51% vốn điều lệ), 49% còn lại là vốn góp từ các cổ đông nhỏ lẻ của công ty.

Dự kiến nhà máy SH10 sẽ khởi công xây dựng vào năm 2019 và đi vào hoạt động trong tháng 4/2020. Sản lượng hàng may mặc ước tính tăng 17% so với công suất hiện tại, cung ứng thêm 1 triệu sản phẩm may mặc mỗi tháng với tổng vốn đầu tư vào khoảng 300 tỷ đồng. Trong 9T 2018, số dư tiền mặt và đầu tư tài chính của công ty vào khoảng 570 tỷ đồng (chiếm 22% tổng tài sản), chúng tôi cho rằng MSH sẽ không gặp nhiều áp lực trong việc gia tăng đòn bẩy để tài trợ dự án. Với giả định công ty sẽ sử dụng nguồn vốn tự có và vốn vay với tỷ lệ 1:1, chi phí lãi vay MSH phải trả từ 2019 trở đi ước tính vào khoảng 5% - 6% EBIT, cơ cấu nợ vay chiếm khoảng 13% tổng tài sản.

**Hình 13. Cơ cấu nợ vay giai đoạn 2018-2022 (tỷ đồng)**



**Hình 14. Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản giai đoạn 2018-2022**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Ưu đãi thuế từ các nhà máy Sông Hồng 7, Sông Hồng 9 và dự án Sông Hồng 10 sắp triển khai giúp gia tăng lợi ích cho các cổ đông**

Hiện tại, MSH đang được hưởng ưu đãi thuế đối với 2 dự án Sông Hồng 7 và Sông Hồng 9. Theo đó, công ty được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong hai năm đầu và giảm 50% thuế phải nộp trong vòng 4 năm tiếp theo đối với thu nhập tăng thêm từ hai dự án đầu tư mở rộng này. Bên cạnh đó, khi nhà máy mới Sông Hồng 10 đi vào hoạt động, công ty cũng được hưởng ưu đãi thuế tương tự như các nhà máy kể trên giúp tiết giảm chi phí thuế thu nhập phải nộp, gia tăng lợi ích cho các cổ đông. Với giả định công suất nhà máy Sông Hồng 10 trong năm 2020 chạy 50% công suất, 2021 chạy 75% công suất và công ty có thể lấp đầy đơn hàng trong năm 2022, số thuế MSH được hưởng ưu đãi trong giai đoạn 2018-2022 ước tính vào khoảng 83 tỷ đồng.

**Bảng 3. Ước tính thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp giai đoạn 2018-2022 (tỷ đồng)**

	2018E	2019F	2020F	2021F	2022F
Thuế suất ước tính	15,4%	17,5%	16,2%	15,6%	18,6%
Khoản thuế tiết kiệm được so với mức thuế suất 20%	19	12	20	24	8

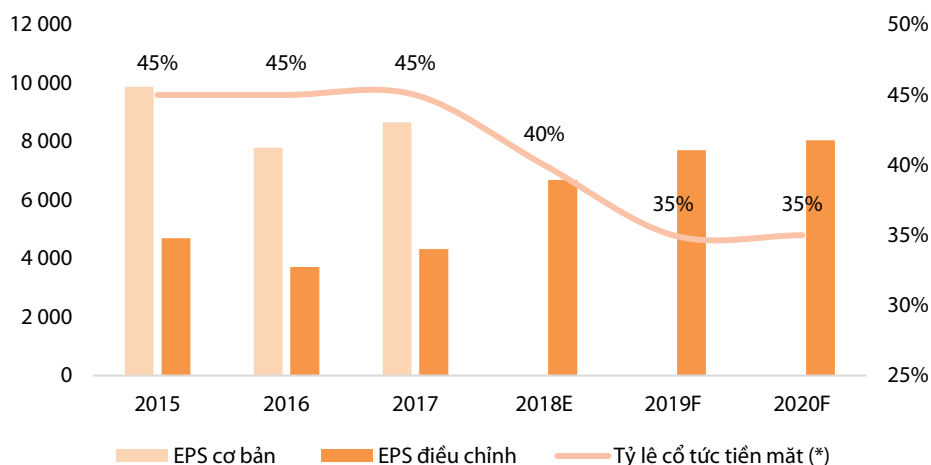
Nguồn: CTCK Rồng Việt

### Tỷ suất cổ tức hấp dẫn

Trong những năm qua, MSH duy trì chính sách cổ tức tiền mặt khá cao vào khoảng 4.500 đồng/cp. Nhờ hoạt động kinh doanh ổn định với nhu cầu tái đầu tư thấp, nên phần lớn lợi nhuận làm ra trong năm đều được công ty chi trả cho các cổ đông. Công ty cho biết sẽ duy trì chính sách cổ tức 3.500 đồng/cp trong các năm tới. Qua đó, tỷ suất cổ tức của MSH vào khoảng 8,5%, khá hấp dẫn cho những nhà đầu tư ưa thích nắm giữ cổ phiếu có cổ tức cao và ổn định qua các năm.

Dự phóng mức thu nhập cổ tức của MSH trong các năm tới sẽ dao động trong khoảng 7.500 đồng/cp – 9.000 đồng/cp, chúng tôi cho rằng công ty có đủ khả năng để duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt 35% (trên mệnh giá) như đã đề ra.

**Hình 15. Chính sách cổ tức tiền mặt (%)**



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

(\*) Tỷ lệ chi trả dựa trên mệnh giá 10.000 đồng

**RỦI RO****Hiệp định thương mại EVFTA chưa được thông qua**

Do những ảnh hưởng địa chính trị leo thang từ khối liên minh châu Âu, chúng tôi lo ngại hiệp định thương mại tự do EVFTA có thể chưa được thông qua trong năm 2019. Nếu điều này xảy ra, dù các doanh nghiệp đáp ứng được những yêu cầu nguồn gốc xuất xứ từ vải trở đi, vẫn sẽ không được hưởng mức ưu đãi thuế quan 0% theo lộ trình cắt giảm thuế 7 năm. Kết quả là khả năng cạnh tranh về giá trong dài hạn của Việt Nam sẽ sụt giảm khi các thị trường xuất khẩu chính của EU là Bangladesh, Campuchia vẫn được hưởng chế độ ưu đãi thuế quan phổ cập GSP với thuế suất ở mức 0%.

**Chưa đa dạng hóa danh mục khách hàng**

Hiện tại, 5 khách hàng thời trang lớn của MSH bao gồm Columbia Sportswear, G-III, Haddad Apparel, New York & Company và Sae-E Trading chiếm đa phần tỷ trọng doanh thu mảng may mặc (~86%). Việc thiếu đa dạng hóa danh mục khách hàng sẽ khiến công ty đối mặt với rủi ro mất đơn hàng, sụt giảm doanh thu đột ngột khi các đối tác lớn này chuyển dịch đơn hàng sang những doanh nghiệp may mặc có năng lực cạnh tranh cao với mức giá bán tốt hơn.

Bên cạnh đó, phần lớn các doanh nghiệp đối tác thời trang của MSH đều là các doanh nghiệp may mặc truyền thống tại thị trường Mỹ. Với việc thương mại điện tử và xu hướng thời trang nhanh (fast-fashion) đang nổi lên khá mạnh mẽ trong ngành thời trang của Mỹ những năm gần đây thì nếu các đối tác của MSH không thể bắt kịp xu thế phát triển của ngành sẽ dễ gặp phải những rủi ro tương tự như đế chế bán lẻ Sears. Do đó, MSH cần thiết lập quy chuẩn đánh giá tình hình tài chính của khách hàng định kỳ để phòng tránh những rủi ro tiềm tàng có thể phát sinh.

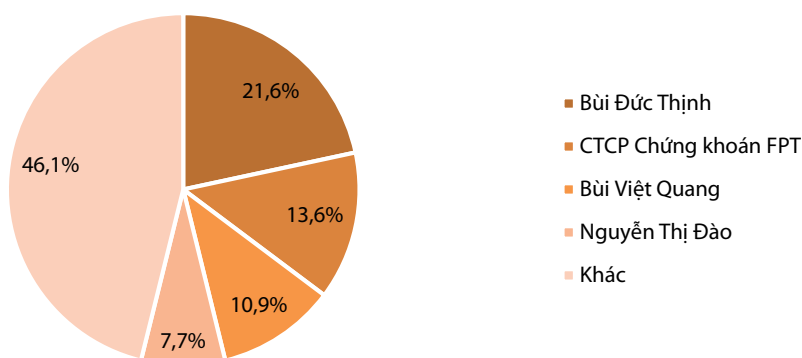
## TỔNG QUAN CÔNG TY

MSH là một trong những doanh nghiệp may đầu ngành với vị thế top 4 doanh nghiệp tư nhân thuộc ngành may lớn nhất Việt Nam và top 7 doanh nghiệp ngành may lớn nhất Việt Nam (bảng xếp hạng VNR500 năm 2018). May mặc xuất khẩu là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của công ty, ngoài ra MSH còn sản xuất chăn ga gối đệm chủ yếu phân phối cho thị trường nội địa.

### Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của MSH tương đối cô đặc, với 4 cổ đông lớn chiếm trên 53% vốn cổ phần, bao gồm ông Bùi Đức Thịnh (chủ tịch HĐQT), ông Bùi Việt Quang (Tổng giám đốc), bà Nguyễn Thị Đào và CTCP Chứng khoán FPT. Tỷ lệ ESOP công ty đã phát hành chiếm khoảng 4% vốn điều lệ và room khối ngoại của MSH còn trên 47%.

Hình 16. Cơ cấu cổ đông



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

### Lĩnh vực hoạt động kinh doanh

#### *May mặc xuất khẩu (bao gồm đơn hàng CMT & FOB) là mảng kinh doanh cốt lõi*

**Đơn hàng FOB** chủ yếu xuất khẩu sang thị trường Mỹ (60%) và châu Âu (30%) cho các doanh nghiệp lớn và có uy tín trên thị trường như Columbia Sportswear, Haddad Brands (với thương hiệu Nike, Hurley, Jordan, Converse, Levi's), Gill (với thương hiệu Calvin Klein, Tommy Hilfiger, DKNY, Karl Lagerfeld), GAP, New York & Company, Bugatti.

Để đáp ứng những yêu cầu về chất lượng đầu ra từ phía đối tác, MSH chủ yếu nhập khẩu nguyên liệu vải từ Mỹ, Trung Quốc, Hồng Kông, Đài Loan. Các phụ liệu đơn giản như khóa kéo, vải lót được MSH mua từ các nhà cung cấp trong nước.

**Đơn hàng CMT** chủ yếu xuất khẩu sang Mỹ, châu Âu, Hàn Quốc cho Walmart, Target Store và Costco. Khách hàng lớn nhất là Sae-E Trading trực tiếp mua nguyên liệu vải và chỉ định công ty nhập khẩu từ nước ngoài.

#### *Mảng chăn ga gối đệm mang lại biên lợi nhuận gộp vượt trội*

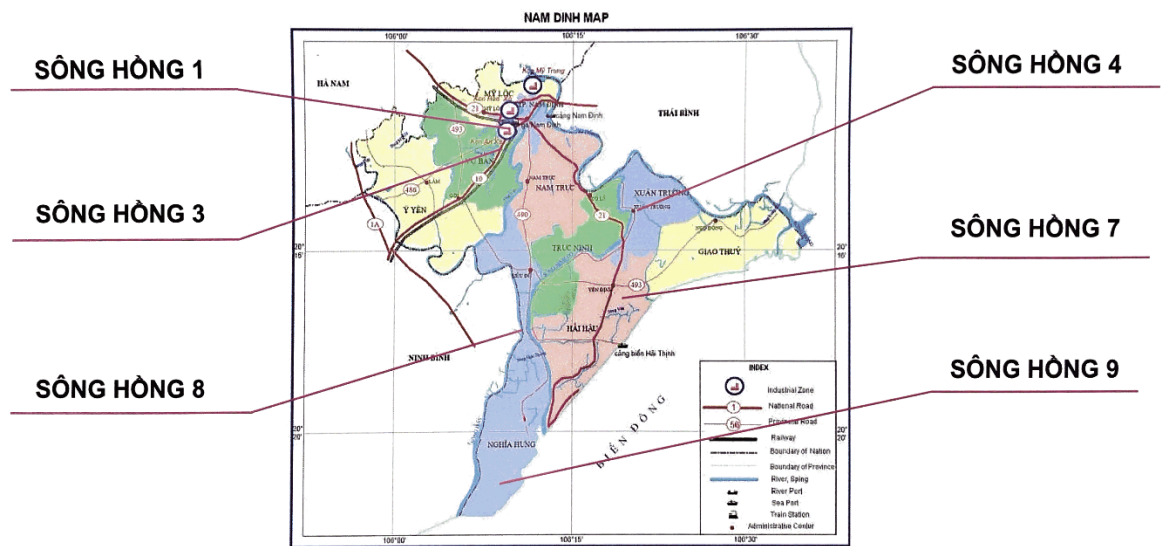
MSH hiện đang hợp tác với hơn 50 đại lý cấp 1 và hàng trăm đại lý cấp 2 trên khắp cả nước để phân phối sản phẩm chăn ga gối đệm thương hiệu "Sông Hồng". Công ty đã cho ra mắt 2 dòng sản phẩm đệm là đệm ba mảnh và đệm tinh khiết. Nhờ vào ưu thế vượt trội về chất lượng, độ bền, nhẹ mà đệm bông tinh khiết được khách hàng đón nhận rất tích cực. Tới thời điểm này, công ty đã ngừng sản xuất sản phẩm đệm ba mảnh để chuyển sang tập trung nghiên cứu, phát triển những sản phẩm cao cấp, cải tiến hơn của dòng sản phẩm đệm bông tinh khiết.

Đối với mảng chăn ga gối, MSH hiện đang sản xuất và phân phối các dòng sản phẩm chủ lực bao gồm Home collection, Classic collection, Hello Kitty – Doraemon, Elegance và bộ sản phẩm trẻ em. Công ty đã được cấp phép sử dụng hình ảnh bản quyền của Disney cho các thương hiệu chăn ga gối đệm Sông Hồng, với mức phí phải trả hàng năm vào khoảng 25,000 USD. Từ đó, MSH chủ trương phát triển dòng sản phẩm chăn ga gối dành cho trẻ em, phân khúc ngách vẫn chưa có nhiều sự khai phá từ các đối thủ cạnh tranh trên thị trường.

**Các khu vực sản xuất kinh doanh**

MSH đang sở hữu và vận hành 6 khu vực sản xuất hàng may mặc và chăn ga gối đệm trên địa bàn thành phố Nam Định, gồm 18 xưởng may với 155 chuyên may, cung ứng gần 5 triệu sản phẩm may mặc mỗi tháng (áo khoác, quần, áo thể thao, váy...). Ngoài ra, MSH dự kiến sẽ cải tạo lại nhà xưởng trong năm 2019, trang bị thêm nhiều thiết bị tự động hóa (thiết bị kiểm soát thẻ từ RFID, máy may thông minh...) để tăng năng suất và cạnh tranh với các nhà máy tiên tiến trong khu vực.

**Hình 17. Khu vực sản xuất kinh doanh**



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

**Bảng 4. Thông tin các nhà máy đang hoạt động và sắp triển khai**

Nhà máy	Năm thành lập	Số xưởng may	Số chuyên may	Số lượng công nhân	Năng lực sản xuất (sp/tháng)	Sản phẩm
Sông Hồng 1	2000	2	16	1.000	630.000	Váy thời trang, sơ mi nữ cao cấp
Sông Hồng 3	2006	4	32	2.000	1.300.000	Áo khoác, sơ mi nam, quần dệt thoi
Sông Hồng 4	2009	4	35	2.000	1.300.000	Áo khoác, váy, quần dệt thoi
Sông Hồng 7	2012	4	36	2.000	1.300.000	Áo khoác, quần dệt thoi, áo dệt kim
Sông Hồng 8	2001	2		300	150.000 yards	Xưởng chăn ga gối đệm
Sông Hồng 9	2015	4	36	2.000	1.500.000	Quần áo dệt kim
Sông Hồng 10	2020	2	40	3.000	1.000.000	Sản phẩm dệt kim & dệt thoi

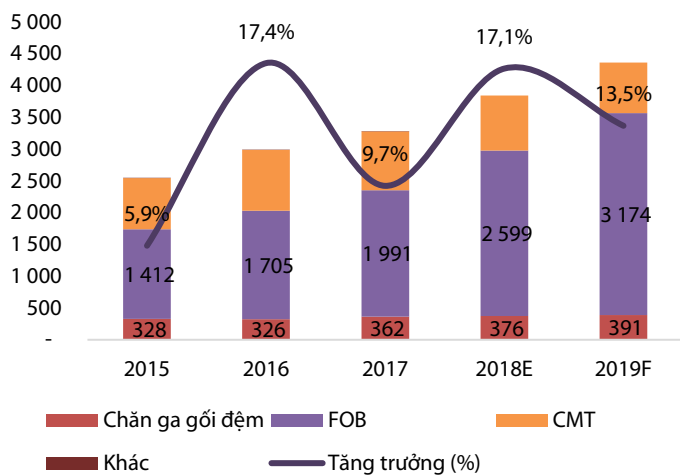
Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**

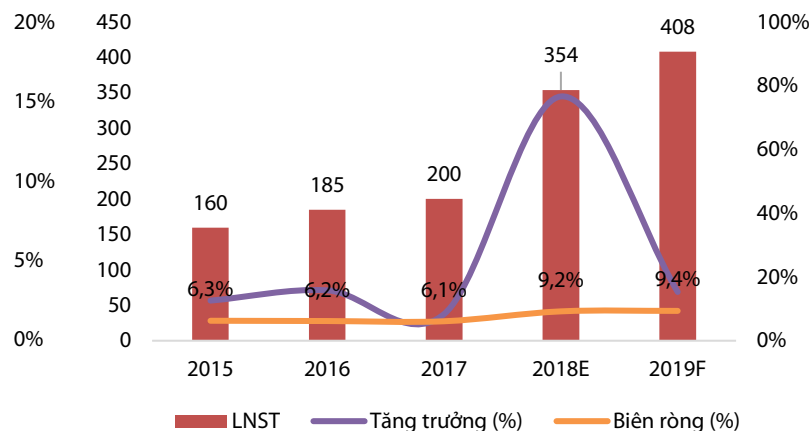
**Doanh thu và LNST tăng trưởng tích cực**

Giai đoạn 2013-2017, doanh thu và LNST của MSH ghi nhận tốc độ tăng trưởng bình quân khá tích cực, lần lượt là 11% và 24%. Trong đó, lợi nhuận sau thuế có mức tăng trưởng cao hơn doanh thu nhờ việc chuyển đổi phương thức sản xuất theo hướng tăng dần tỷ trọng FOB, giúp biên lợi nhuận của MSH được duy trì và cải thiện qua các năm. Trong 9T 2018, nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ về sản lượng đơn hàng trong toàn ngành dệt may, MSH có thể lựa chọn sản xuất những đơn hàng mang lại tỷ suất lợi nhuận cao, đồng thời công ty cũng tiết giảm chi phí bán hàng và QLDN so với cùng kỳ năm trước giúp LNST ghi nhận tốc độ tăng trưởng vượt trội 101%.

**Hình 18. Doanh thu theo mảng hoạt động (tỷ đồng)**



**Hình 19. Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)**

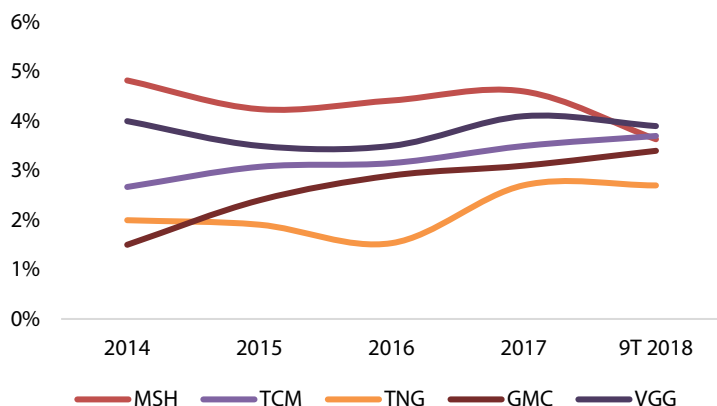


Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

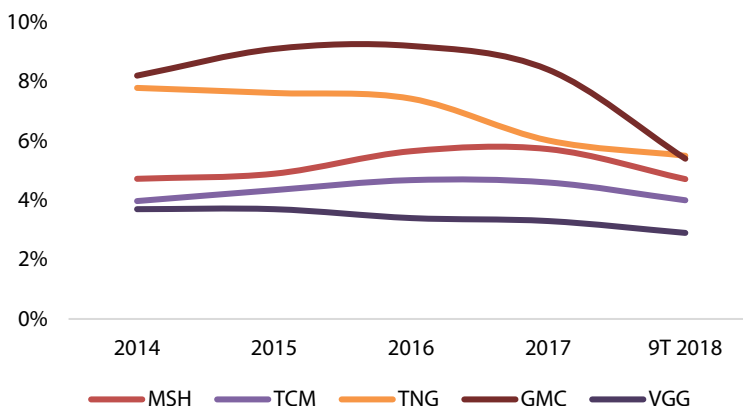
**Chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng cao trên doanh thu, nhưng đang có sự cải thiện**

Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của MSH thường ở mức cao so với các doanh nghiệp trong ngành, bình quân khoảng 4,5% giai đoạn 2014 – 2017. Trong đó, chi phí dịch vụ mua ngoài và chi phí kiểm tra sản phẩm tại văn phòng Hồng Kông (phụ trách tìm kiếm nhà cung cấp, thu mua nguyên vật liệu phục vụ cho hoạt động sản xuất của MSH) là 2 loại chi phí chính, chiếm khoảng 80% chi phí bán hàng. Công ty đang tiết giảm dần chi phí này qua các năm, từ mức 4,8% năm 2014 xuống còn 3,6% trong 9T 2018, xấp xỉ mức trung bình ngành là 3,5%. Ngoài ra, chi phí QLDN trên doanh thu của MSH xấp xỉ TB ngành là 4,5%.

**Hình 20. Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu (%)**



**Hình 21. Tỷ lệ chi phí QLDN trên doanh thu (%)**

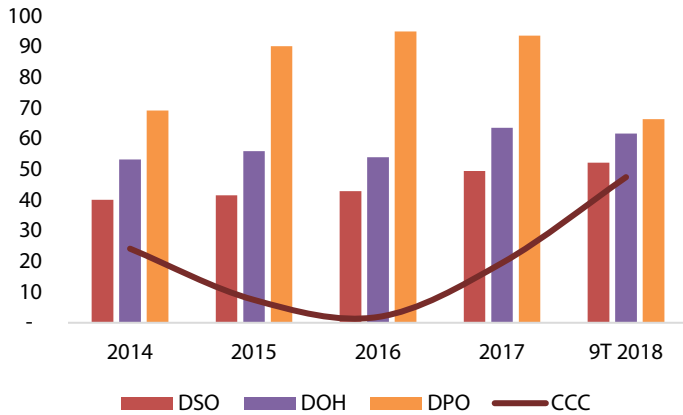


Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

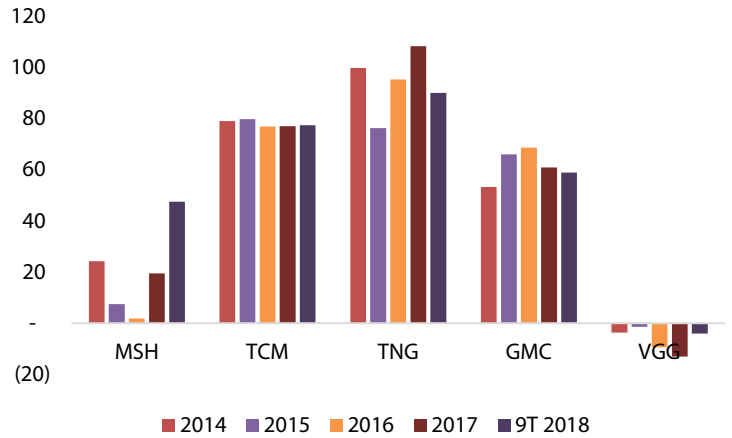
**Quản trị vốn lưu động hiệu quả hơn so với các doanh nghiệp trong ngành**

Vòng quay tiền mặt của MSH trong các năm qua đang có xu hướng tăng dần do công ty đã giảm thời gian chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp và nới lỏng chính sách phải thu cho khách hàng, tuy nhiên công ty vẫn đang kiểm soát thời gian luân chuyển vốn lưu động tốt hơn so với các doanh nghiệp trong ngành. Bên cạnh đó, thông qua việc thỏa thuận sản lượng đơn hàng với các đối tác thời trang trước khi sản xuất, công ty có thể kiểm soát tốt hơn nguyên liệu sản xuất trong kỳ, cân chỉnh nguồn nguyên liệu dự trữ trong quá trình sản xuất giúp số ngày luân chuyển hàng tồn kho của công ty còn thấp, ở mức 62 ngày so với các doanh nghiệp may mặc khác như TCM là 96 ngày hay TNG với 73 ngày.

**Hình 22. Số ngày luân chuyển vốn lưu động của MSH**



**Hình 23. Vòng quay tiền mặt các doanh nghiệp may mặc niêm yết (ngày)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

**DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH**
**Bảng 5. Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh**

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2015	2016	2017	2018E	2019F
<b>Doanh thu</b>	<b>2.548</b>	<b>2.992</b>	<b>3.282</b>	<b>3.842</b>	<b>4.359</b>
<i>Chăn ga gối đệm</i>	328	326	362	376	391
<i>FOB</i>	1.412	1.705	1.991	2.599	3.174
<i>CMT</i>	806	957	926	866	794
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>461</b>	<b>496</b>	<b>564</b>	<b>734</b>	<b>839</b>
<i>Chăn ga gối đệm</i>	130	121	133	135	137
<i>FOB</i>	224	270	304	489	601
<i>CMT</i>	106	101	133	110	99

Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

**Mảng chăn ga gối đệm**

Doanh thu dự phóng tăng trưởng 4% CAGR giai đoạn 2018-2022 dưới giả định công ty sẽ không xây dựng thêm nhà máy chăn ga gối đệm, doanh thu tăng trưởng nhờ vào việc tăng sản lượng đơn hàng bán ra và giá bán sản phẩm tăng 2% qua các năm.

Dưới những lo ngại về áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm hàng giả, hàng nhái của Trung Quốc tại thị trường nội địa. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp giảm dần qua các năm do công ty tăng cường chiết khấu cho các đại lý phân phối để đẩy mạnh việc bán hàng, qua đó biên lợi nhuận gộp trong năm 2018 và 2019 lần lượt là 36% và 35.5%.

**Mảng may mặc xuất khẩu**

Dự phóng tỷ trọng đóng góp mảng FOB sẽ tăng dần từ 80% - 90% trong giai đoạn 2019-2021. Đến năm 2022, MSH sẽ chuyển đổi hoàn toàn sang phương thức sản xuất FOB để nâng cao biên lợi nhuận. Doanh thu ước tính tăng trưởng 13,7% CAGR giai đoạn 2018-2022 (chưa hợp nhất hoạt động kinh doanh công ty con SH10). Lợi nhuận gộp năm 2019 ước đạt 699 tỷ đồng (+17% YoY), tương ứng với tỷ suất lợi nhuận gộp 17,6%, tăng 37,5 bps so với cùng kỳ năm trước.

**Dự phóng KQKD công ty con**

Giả định nhà máy Sông Hồng 10 sẽ hoạt động 50% công suất năm 2020, 75% công suất năm 2021 và chạy tới đa công suất trong năm 2020. Doanh thu ước đạt 287 tỷ đồng trong năm đầu hoạt động (2020), lỗ 18 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế do doanh thu chưa thể bù đắp được chi phí sản xuất trong kỳ.

**Bảng 6. Tổng hợp dự phóng KQKD**

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2016	2017	2018E	2019F
Doanh thu	2.992	3.282	3.842	4.359
Giá vốn	2.496	2.718	3.108	3.520
<b>Lãi gộp</b>	<b>496</b>	<b>564</b>	<b>734</b>	<b>839</b>
Chi phí bán hàng	132	151	153	173
Chi phí QLDN	169	188	192	218
Thu nhập từ HĐTC	55	58	73	63
Chi phí tài chính	32	49	57	40
Lợi nhuận khác	-3	-2	1	1
Lãi/Lỗ từ liên kết	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>214</b>	<b>231</b>	<b>406</b>	<b>472</b>
Thuế TNDN	29	31	62	83
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>185</b>	<b>200</b>	<b>344</b>	<b>389</b>
EBIT	195	225	389	449
EBITDA	298	339	505	569

Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng



**ĐỊNH GIÁ**
**Bảng 7. Kết quả định giá**

Mô hình định giá	Giá (VND)	Tỷ trọng (%)	Bình quân
FCFF	58.267	50	29.133
PE	54.548	50	27.274
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>100</b>	<b>56.408</b>
Giá thị trường	31/01/2019		48.000
<b>Upside</b>			<b>25%</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

CTCK Rồng Việt sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá FCFF và P/E để xác định giá trị hợp lý của MSH, trong đó:

- (1) Phương pháp định giá DCF giả định chi phí sử dụng vốn bình quân là 13,5%, tốc độ tăng trưởng dài hạn dòng tiền FCFF là 1,1%;
- (2) Phương pháp định giá P/E với mức P/E trung bình ngành là 7,3.

Từ đó, giá trị hợp lý của MSH ở mức 56.500 đồng/cổ phiếu, cao hơn 25% so với giá thị trường ngày 31/01/2019.

**Bảng 8. So sánh với các doanh nghiệp trong ngành**

Mã cổ phiếu	Công ty	Vốn hóa (triệu đồng)	Trailing P/E	ROE (%)
TCM	THANH CONG TEXTILE GARMENT JSC	1.456.086	6,6	17,3
STK	CENTURY SYNTHETIC FIBER CORP	1.115.922	6,5	21,3
TNG	TNG INVESTMENT & TRADING JSC	863.453	4,8	25,4
TVT	VIET THANG CORP	552.300	7,1	12,9
GMC	SAIGON GARMENT MANUFACTURING	615.602	5,8	33,0
M10	GARMENT 10 CORP-JSC	677.380	12,5	17,5
VGG	VIET TIEN GARMENT CORP	2.381.400	8,3	22,0
PPH	PHONG PHU CORP	1.232.070	7,3	8,3
	<b>Bình quân</b>	<b>1.111.777</b>	<b>7,3</b>	<b>19,7</b>
MSH	SONG HONG GARMENT JSC	2.333.772	5,7	28,5

Source: Bloomberg ngày 30/01/2019, CTCK Rồng Việt

Đvt: tỷ đồng

Đvt: tỷ đồng

KQ HKĐK	2016A	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	2.992	3.282	3.842	4.359
Giá vốn	2.496	2.718	3.108	3.520
<b>Lãi gộp</b>	<b>496</b>	<b>564</b>	<b>734</b>	<b>839</b>
Chi phí bán hàng	132	151	153	173
Chi phí quản lý	169	188	192	218
Thu nhập từ HĐTC	55	58	73	63
Chi phí tài chính	32	49	57	40
Lợi nhuận khác	-3	-2	1	1
Lãi/lỗ từ LDLK	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>214</b>	<b>231</b>	<b>406</b>	<b>472</b>
Thuế TNDN	29	31	62	83
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>185</b>	<b>200</b>	<b>344</b>	<b>389</b>
EBIT	195	225	389	449
EBITDA	298	339	505	569

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2016A	2017A	2018F	2019F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	17,4	9,7	17,1	13,5
EBITDA	0,2	13,8	49,0	12,7
EBIT	-14,8	15,7	72,6	15,5
Lợi nhuận sau thuế	15,8	8,4	71,5	13,3
Tổng tài sản	13,2	8,6	1,3	10,0
Vốn chủ sở hữu	5,0	15,6	47,3	16,5

**Khả năng sinh lợi**

LN gộp / Doanh thu	16,6	17,2	19,1	19,2
EBITDA/ Doanh thu	10,0	10,3	13,2	13,1
EBIT/ Doanh thu	6,5	6,9	10,1	10,3
LNST/ Doanh thu	6,2	6,1	8,9	8,9
ROA	8,4	8,4	14,3	14,7
ROCE	20,0	23,2	29,4	28,5
ROE	28,3	26,5	30,9	30,1

**Hiệu quả hoạt động (x)**

Vòng quay kh. phải thu	7,4	6,7	7,9	7,9
Vòng quay hàng tồn kho	6,0	5,1	6,3	6,3
Vòng quay khoản phải trả	3,5	3,9	3,9	3,9

**Khả năng thanh toán (x)**

Hiện hành	1,1	1,2	1,6	1,7
Nhanh	0,8	0,8	1,2	1,2

**Cấu trúc tài chính**

Tổng nợ/ Vốn CSH	124,0	121,1	43,1	33,3
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	78,9	95,7	26,2	13,5
Vay dài hạn/ Vốn CSH	45,1	25,4	16,9	19,8

BẢNG CĐKT	2016A	2017A	2018F	2019F
Tiền	47	344	262	206
Đầu tư tài chính ngắn hạn	469	302	500	500
Các khoản phải thu	403	487	486	552
Tồn kho	413	534	493	558
Tài sản ngắn hạn khác	28	8	9	9
Tài sản cố định hữu hình	690	645	597	762
Tài sản cố định vô hình	1	3	3	2
Đầu tư tài chính dài hạn	50	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	91	58	60	63
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.192</b>	<b>2.381</b>	<b>2.411</b>	<b>2.652</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	706	688	797	903
Vay và nợ ngắn hạn	516	723	291	175
Vay và nợ dài hạn	294	192	188	257
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	23	22	22	22
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.539</b>	<b>1.625</b>	<b>1.298</b>	<b>1.357</b>
Vốn đầu tư của CSH	227	238	476	476
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	353	391	510	694
Khoản thu nhập khác	2	2	2	2
Quỹ đầu tư phát triển	71	124	124	124
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>653</b>	<b>755</b>	<b>1.112</b>	<b>1.296</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

**LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ**

	2016A	2017A	2018F	2019F
<b>LNTT</b>	<b>214</b>	<b>231</b>	<b>406</b>	<b>472</b>
Khấu hao	94	97	117	121
Các điều chỉnh	-11	10	0	0
Thay đổi vốn lưu động	-144	-194	88	-108
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>153</b>	<b>145</b>	<b>611</b>	<b>485</b>
Thay đổi TSCĐ	-132	-78	-33	-265
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-35	222	0	0
Lãi cho vay. cổ tức. LN được chia	0	0	0	0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-168</b>	<b>145</b>	<b>-33</b>	<b>-265</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0	11	238	0
Vay mới/trả nợ vay	110	105	-428	-184
Cổ tức. lợi nhuận đã trả cho CĐ	-138	-108	-473	-92
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-28</b>	<b>8</b>	<b>-664</b>	<b>-276</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>89</b>	<b>47</b>	<b>348</b>	<b>262</b>
Tiền thuần trong kỳ	-43	297	-86	-57
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>50</b>	<b>348</b>	<b>262</b>	<b>206</b>

**BÁO CÁO CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ**
**Bernard Lapointe**  
*Head of Research*

bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
 + 84 28 62992006 (1525)

**Nguyễn Thị Phương Lam**  
*Senior Strategist*

lam.ntp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1313)

- Ngân hàng
- Thị trường

**Nguyễn Đức Hiếu**  
*Senior Analyst*

hieu.nd@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1514)

- Thị trường
- Dược phẩm
- Dịch vụ hàng không

**Lại Đức Dương**  
*Senior Analyst*

duong.ld@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1522)

- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

**Trần Hà Xuân Vũ**  
*Senior Analyst*

vu.thx@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1518)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phan Nguyễn Thanh Sơn**  
*Analyst*

son.pnt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1519)

- Tiện ích công cộng
- Cao su tự nhiên

**Vũ Anh Tú**  
*Analyst*

tu.va@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1511)

- Kinh tế vĩ mô

**Trần Thái Sơn**  
*Analyst*

son.tt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1527)

- Thị trường
- Bán lẻ
- Công nghệ

**Đỗ Thanh Tùng**  
*Analyst*

tung.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Cảng biển
- Dịch vụ hàng không

**Phạm Anh Thư**  
*Analyst*

thu.pa@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1520)

- Bất động sản khu công nghiệp

**Đặng Thị Phương Thảo**  
*Analyst*

thao.dtp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1529)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Đệt may

**Phạm Thị Tố Tâm**  
*Analyst*

tam.ptt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Bảo hiểm
- Thủy sản

**Nguyễn Thị Thúy Anh**  
*Analyst*

anh2.ntt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Ngân hàng

**Nguyễn Thị Khánh Vy**  
*Analyst*

vy.ntk@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1528)

- Ô tô & Phụ tùng

**Lê Xuân Trinh**  
*Analyst*

trinh.lx@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1536)

- Công nghiệp
- Nông dược

**Bùi Ngọc Hưng Thịnh**  
*Analyst*

thinh.bn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1315)

- Thị trường
- Thép

**Trần Minh Anh**  
*Analyst*

anh.tm@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1293)

- Vật liệu xây dựng
- Xây dựng

**Nguyễn Tiến Hoàng**  
*Analyst*

hoang.nt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1538)

- Kinh tế vĩ mô

**Trần Thị Ngọc Hà**  
*Assistant*

ha.ttn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

**Trương Thị Thảo Vi**  
*Assistant*

vi.ttt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1517)

**HỘI SỞ TẠI TP.HCM**

Tòa nhà Việt Dragon, 141 Nguyễn Du  
P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ +84 28 6299 2006

☎ +84 28 6291 7986

✉ info@vdsc.com.vn

🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**

2C Thái Phiên, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006

☎ +84 24 6288 2008

✉ info@vdsc.com.vn

🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH NHA TRANG**

50Bis Yersin, Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006

☎ +84 258 3820 008

✉ info@vdsc.com.vn

🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH CẦN THƠ**

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank,  
số 95-97-99, Võ Văn Tần, P. Tân An,  
Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ +84.292 3817 578

☎ +84.292 3818 387

✉ info@vdsc.com.vn

🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình, CTCK Rong Viet tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được CTCK Rong Viet thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác, Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của CTCK Rong Viet. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của CTCK Rong Viet đều trái luật, **Bản quyền thuộc CTCK Rong Viet, 2018.**