

**MSH – KHẢ QUAN**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 19/8/2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	78.700
KLGD TB 10 ngày	166.200
Vốn hoá (tỷ đồng)	3.950,74
Số lượng CPLH	50.009.400

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Phùng Thị Quỳnh Liên  
[ptqlien@vcbs.com.vn](mailto:ptqlien@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6990 ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Kết quả kinh doanh:** Lũy kế 1H.2021, DTT và LNTT lần lượt đạt 2.153 tỷ đồng và 264 tỷ, tăng 13% và 77% so với cùng kỳ. Biên LNG đạt 21,1% so với 16,7% cùng kỳ do MSH đã tích lũy lượng hàng tồn kho giá rẻ từ đầu năm và có nhiều đơn hàng FOB với biên lợi nhuận cao hơn.

**Triển vọng:** Năm 2021, MSH có nhiều thuận lợi từ triển vọng ngành đến nội lực của công ty.

- (1) Việt Nam là một trong những nước xuất khẩu tiềm năng sang Mỹ trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ - Trung chưa hạ nhiệt và sang châu Âu khi hiệp định EVFTA có hiệu lực từ tháng 8/2020.
- (2) Nhà máy ở Nghĩa Phong đi vào hoạt động với 02 xưởng máy mới với khoảng 2000 lao động định hướng sản xuất các đơn hàng khó tính, đáp ứng nhu cầu tăng trưởng.
- (3) Nội lực tài chính của MSH vẫn trong đà khỏe mạnh lên nhờ thay đổi chính sách đối với các khoản phải thu và tăng cường nhiều hơn các đơn hàng FOB với biên lợi nhuận cao hơn hình thức CMT.

**Khuyến nghị:** MSH là công ty may mặc lâu đời tại Việt Nam. Công ty đã và đang trở thành đối tác tin cậy của rất nhiều thương hiệu thời trang nổi tiếng trên toàn thế giới như Colombia Sportwear, Sae-A Trading, The Gap, Mango, G-III Fashion,...

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** và ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH cho năm 2021 là **86.848** đồng/cổ phiếu.

Đơn vị: tỷ đồng	2020 A	2021F	Tăng trưởng
DTT (tỷ đồng)	3.813	4.503	18,1%
Giá vốn hàng bán	3.062	3.535	15,4%
LNTT (tỷ đồng)	283	477	68,3%
TTS (tỷ đồng)	2.628	2.974	13,2%
ROA (%)	8,8%	14,6%	
ROE (%)	16,1%	24,1%	

Nguồn: VCBS ước tính

## KẾT QUẢ KINH DOANH 2020 và 1H.2021

**Chi phí quản lý doanh nghiệp năm 2020 tăng đột biến dẫn đến biên lợi nhuận ròng 2020 giảm mạnh so với năm 2019 nhưng bật tăng trở lại vào quý I/2021, duy trì hết 1H.2021**

Nguyên nhân dẫn đến chi phí quản lý doanh nghiệp năm 2020 tăng là do tháng 06/2020, đối tác lớn của MSH là công ty New York & Company tuyên bố phá sản do không có khả năng thanh toán, trong khi công ty này có các khoản phải thu cao nhất trong các khách hàng tính đến hết quý II/2020 (219 tỷ tương đương 8% TTS của MSH tại quý II/2020). Biên lợi nhuận gộp năm 2020 giảm từ 21% năm 2019 xuống 19,7% năm 2020 do chi phí giá vốn hàng bán tăng, chiếm 80% doanh thu thuần so với con số 79% của năm 2019, mặc dù chi phí này giảm 12% so với cùng kỳ. Nguyên nhân là do lượng đơn đặt hàng giảm bởi yếu tố dịch bệnh và đứt gãy chuỗi cung ứng suốt quý II và quý III năm 2020, dẫn đến nguồn nguyên liệu đầu vào trở nên khan hiếm hơn và giá nhập cao hơn.

Lũy kế 1H.2021, LNTT đạt 264 tỷ, tăng trưởng 77% so với cùng kỳ nhờ các yếu tố như: khoản hoàn nhập trích lập dự phòng 12 tỷ do yếu tố dịch bệnh từ quý I/2020 và hoàn nhập 10 tỷ từ trích lập phải thu trong quý II/2021, chi phí lãi vay tiết giảm bằng 50% cùng kỳ, chi phí bán hàng giảm 7% trong khi doanh thu thuần tăng trưởng 13% và biên lợi nhuận gộp đạt 21,1%, tốt hơn nhiều so với con số 16,7% cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp đã quay trở lại ngưỡng trước dịch (2019) cho thấy tình hình kinh doanh của công ty đang ổn định trở lại và dự báo cải thiện tốt hơn cho giai đoạn tiếp theo.

## TRIỂN VỌNG 2021

**Việt Nam là một trong những nước xuất khẩu tiềm năng sang Mỹ trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ - Trung chưa hạ nhiệt và sang châu Âu khi hiệp định EVFTA có hiệu lực từ tháng 8/2020**

(1) **Ngành dệt may Việt Nam đang phục hồi việc xuất khẩu sang thị trường Mỹ.** Theo báo cáo của Bộ Công thương Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt và may mặc ước đạt 18,6 tỷ USD, tăng 14,1% so với cùng kỳ; kim ngạch xuất khẩu xơ, sợi dệt các loại tăng 43,4%; kim ngạch xuất khẩu vải màn, vải kỹ thuật khác tăng 62,8%. Xuất khẩu may mặc sang thị trường Mỹ phục hồi và Mỹ là thị trường lớn của xuất khẩu may mặc Việt Nam khi thị trường này thường chiếm hơn 40% giá trị xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam nói chung. Đối với MSH, các đối tác từ Mỹ thường chiếm hơn 60% tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn.

**Ngoài thị trường xuất khẩu chính, MSH đã mở thêm hướng sản xuất nội địa, phục vụ nhu cầu trong nước.** Mặc dù tỷ trọng doanh thu chưa nhiều, nhưng bước đầu ghi nhận kết quả khả quan.

Giá trị nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ từ 2015-Q1.2021

Đơn vị: triệu USD

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H.2021
China	48,885	45,163	44,990	46,954	42,898	25,265	16,699
Vietnam	11,151	11,356	12,157	12,935	14,427	13,391	13,726
Mexico	5,902	5,792	6,025	6,126	5,992	3,398	2,510
India	7,951	7,948	8,193	8,545	8,907	6,816	3,516
Canada	2,243	2,180	2,226	2,329	2,182	1,033	453
Bangladesh	5,658	5,547	5,331	5,687	6,196	5,418	5,890
Indonesia	5,414	5,140	4,984	4,926	4,888	3,314	3,572
Honduras	2,812	2,673	2,584	2,712	2,957	1,847	2,360
Pakistan	3,210	2,900	2,944	3,064	3,261	2,693	1,787
Cambodia	2,538	2,199	2,218	2,502	2,834	3,278	2,996
All other	30,771	29,281	29,573	31,735	33,146	23,149	18,058
US general	126,535	120,180	121,224	127,513	127,689	89,602	71,567

## Thị phần nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ từ 2015-Q1.2021

Đơn vị: %

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H.2021
China	39%	38%	37%	37%	34%	28%	23%
Vietnam	9%	9%	10%	10%	11%	15%	19%
Mexico	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%
India	6%	7%	7%	7%	7%	8%	5%
Canada	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
Bangladesh	4%	5%	4%	4%	5%	6%	8%
Indonesia	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%
Honduras	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%
Pakistan	3%	2%	2%	2%	3%	3%	2%
Cambodia	2%	2%	2%	2%	2%	4%	4%
All other	24%	24%	24%	25%	26%	26%	25%
US general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: US DOC, VCBS tổng hợp

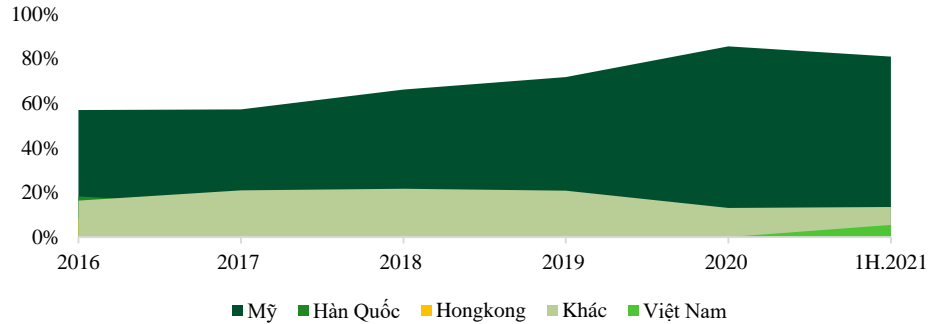
**Thị trường tiêu dùng bán lẻ Mỹ đang dần phục hồi** khi nước này đang hoàn tất việc tiêm chủng vắc-xin Covid-19 tới toàn bộ dân số trong bối cảnh căng thẳng Mỹ - Trung chưa hạ nhiệt là cơ hội cho MSH gia tăng giá trị xuất khẩu. Trong khi đó, Việt Nam luôn duy trì vị trí thứ 2 trong số các nước có giá trị nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ, sau Trung Quốc và thị phần nhập khẩu hàng may mặc của Việt Nam vào Mỹ đang gia tăng hàng năm.

### Top 10 nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ từ 2015 – 2020

Top	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	China	China	China	China	China	China
2	Vietnam	Vietnam	Vietnam	Vietnam	Vietnam	Vietnam
3	India	India	India	India	India	India
4	Mexico	Mexico	Mexico	Mexico	Bangladesh	Bangladesh
5	Bangladesh	Bangladesh	Bangladesh	Bangladesh	Mexico	Mexico
6	Indonesia	Indonesia	Indonesia	Indonesia	Indonesia	Indonesia
7	Pakistan	Pakistan	Pakistan	Pakistan	Pakistan	Pakistan
8	Honduras	Honduras	Honduras	Honduras	Honduras	Honduras
9	Cambodia	Cambodia	Canada	Cambodia	Cambodia	Italy
10	Italy	Canada	Cambodia	Italy	Italy	Canada

Nguồn: US DOC, VCBS tổng hợp

Tỉ trọng đối tác trong Phải thu ngắn hạn



Nguồn: BCTC của MSH, VCBS tổng hợp

(2) **Thị trường châu Âu với ưu đãi về thuế cũng là cơ hội cho MSH thâm nhập sâu hơn vào thị trường này.** Hiệp định EVFTA chính thức được Quốc hội thông qua vào tháng 6/2020 và có hiệu lực từ tháng 8/2020. Theo cam kết của EVFTA, trong số các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam vào EU, hàng dệt may sẽ được EU xóa bỏ thuế quan với 77,3% kim ngạch xuất khẩu trong 5 năm, 22,7% kim ngạch còn lại cũng sẽ được EU xóa bỏ thuế quan sau 7 năm (theo [tapchitaichinh.vn](http://tapchitaichinh.vn)).

**Nhà máy ở Nghĩa Phong đi vào hoạt động với 02 xưởng máy mới, tập trung sản xuất các đơn hàng khó tính với biên lợi nhuận cao hơn**

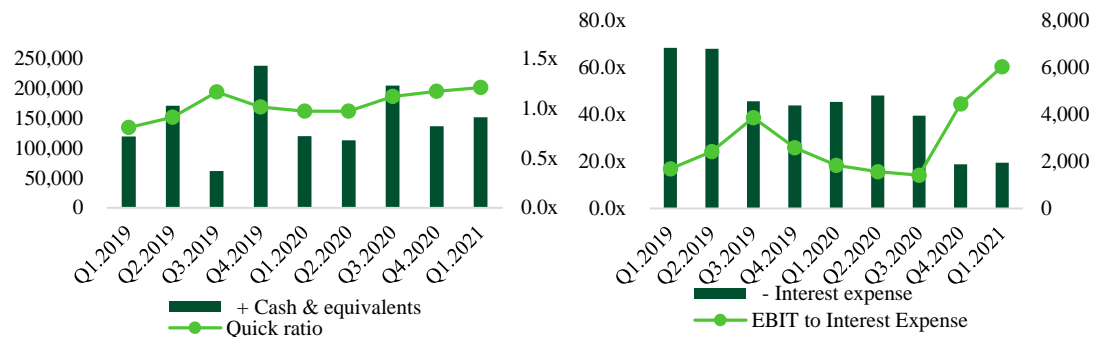
Số lượng nhân công dự kiến cho 02 xưởng máy mới này là 2000 người, tương đương 21% số lượng công nhân hiện có tại 20 xưởng máy còn lại của MSH. Nhà máy ở Nghĩa Phong dự kiến đạt công suất 50% vào cuối năm 2021 và 100% trong năm 2022. Với lực lượng lao động trên 14 chuyên máy mới, **sản lượng của MSH dự kiến tăng 15% trong năm 2021 và 20% trong năm 2022.**

MSH cũng tìm được các khách hàng lớn khác để thay thế New York & Company. Các đối tác lớn tăng mạnh quy mô hàng hóa, lượng đơn đặt hàng đều đặn hết năm 2021.

**Nội lực tài chính của MSH vẫn trong đà khỏe mạnh lên nhờ thay đổi chính sách đối với các khoản phải thu và tăng cường nhiều hơn các đơn hàng FOB với biên lợi nhuận cao hơn hình thức CMT**

**Lượng tiền và tương đương tiền mặt vẫn tăng trưởng đều so với cùng kỳ. Khả năng thanh toán nhanh cải thiện theo từng quý.** Sau sự kiện đối tác lớn nhất phá sản, MSH đã thay đổi chính sách đối với các khoản phải thu để rút ngắn thời gian thu hồi công nợ.

Đơn vị: triệu đồng, lần

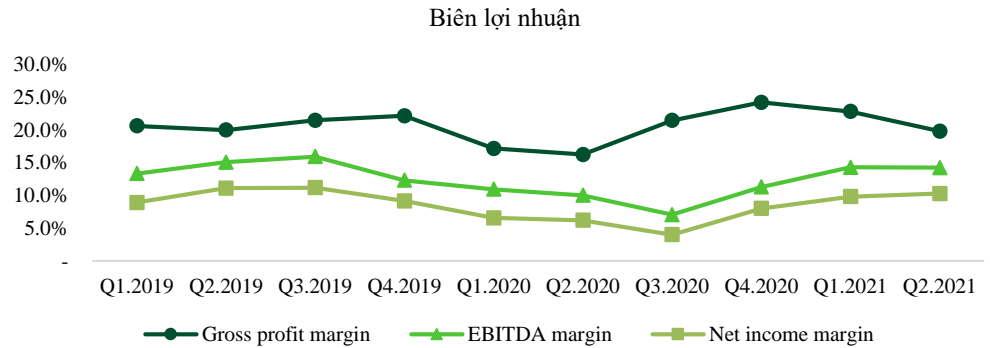


Nguồn: BCTC của MSH, VCBS tổng hợp

**Chi phí lãi vay giảm dần theo từng quý, khả năng thanh toán lãi vay tăng trưởng gấp nhiều lần suốt 10 quý gần đây, chứng tỏ khả năng tài chính khỏe mạnh và bền vững.**

**Biên lợi nhuận giữ vững nhịp tăng trưởng suốt 2 năm qua,** trừ biến động tại quý III/2020 khi công ty phải tăng chi phí quản lý doanh nghiệp do tăng trích lập dự phòng từ khoản phải thu của đối tác phá sản New York & Company.

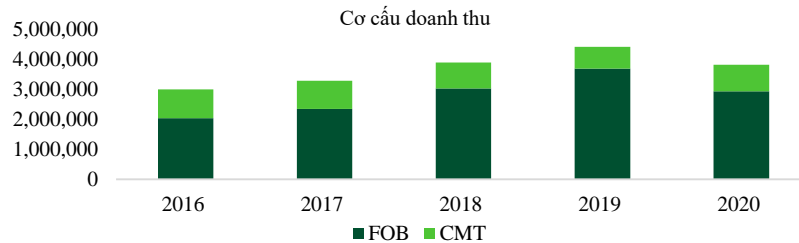
Đơn vị: %



Nguồn: BCTC của MSH, VCBS tổng hợp

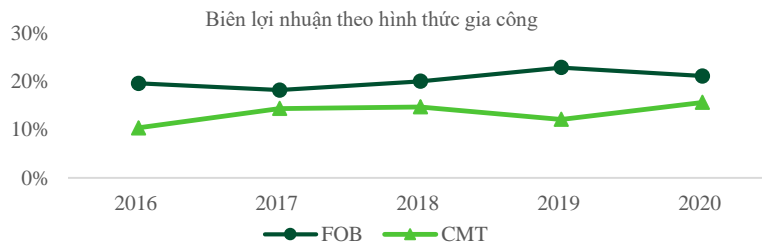
**Hiện công ty đang tiếp tục duy trì và đẩy mạnh cơ cấu doanh thu với mảng FOB là chủ đạo khi có biên lợi nhuận cao hơn CMT.**

Đơn vị: triệu đồng



Nguồn: BCTC của MSH, VCBS tổng hợp

Đơn vị: %



Nguồn: BCTC của MSH, VCBS tổng hợp

## Rủi ro

MSH là công ty may mặc lâu đời tại Việt Nam đã tạo được uy tín từ chất lượng sản phẩm ở trong nước lẫn thị trường quốc tế. MSH đã tạo được quan hệ đối tác lâu năm với nhiều doanh nghiệp tại Mỹ. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của MSH vẫn tồn tại rủi ro đến từ việc rủi ro tỷ giá, rủi ro chuỗi cung ứng (nguyên liệu đầu vào, vận chuyển,...) gián đoạn do ảnh hưởng của dịch bệnh.

- (1) **Rủi ro hoạt động:** ngành dệt may là ngành thâm dụng lao động, do đó, nếu công ty bị đình trệ sản xuất do diễn biến của dịch bệnh thì công ty sẽ gặp khó khăn trong việc thúc đẩy sản xuất đúng tiến độ và có thể chịu tổn thất do bồi thường đơn hàng nếu không đúng tiến độ.
- (2) **Rủi ro nguồn nguyên liệu đầu vào:** MSH chủ yếu gia công theo hình thức FOB loại 2, tức là tự tìm kiếm đầu vào nguyên liệu, do đó, việc giá nguyên liệu tăng mạnh gần đây có thể gây

ảnh hưởng tới lợi nhuận ở cuối năm 2021 nếu tồn kho nguyên liệu giá rẻ không đáp ứng đủ sản xuất.

- (3) **Rủi ro vận chuyển:** Hoạt động kinh doanh của MSH chủ yếu phục vụ xuất khẩu, do đó, rủi ro từ việc khan hiếm container và chi phí vận chuyển tăng cao cũng ảnh hưởng đến chi phí và lợi nhuận của MSH.

## ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng

Dự phóng của chúng tôi dựa trên một số giả định chủ yếu sau:

- MSH sẽ tăng biên lợi nhuận FOB lên 23% thay vì 21.1% của năm 2020 do công ty đã tìm được nguồn nguyên liệu đầu vào đáp ứng các đơn hàng đến hết năm 2021
- Chi phí quản lý doanh nghiệp của MSH sẽ giảm về mức trung bình của năm 2018 và 2019 do không phải trích lập dự phòng khoản phải thu khá lớn như trong năm 2020

Như vậy, chúng tôi ước tính MSH có thể đạt **477 tỷ đồng LNTT năm 2021** (+68,3% yoy), tương đương EPS đạt **7.803 đồng/cổ phiếu**.

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: tỷ đồng	2020 A	2021F	Tăng trưởng
DTT (tỷ đồng)	3.813	4.503	18,1%
Giá vốn hàng bán	3.062	3.535	15,4%
LNTT (tỷ đồng)	283	477	68,3%
TTS (tỷ đồng)	2.628	2.974	13,2%
ROA (%)	8,8%	14,6%	
ROE (%)	16,1%	24,1%	

Nguồn: VCBS ước tính

### Giá trị hợp lý

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền cho việc định giá:

Phương pháp so sánh bộ						
	P/E 2020	P/E 2021F	EPS 2020	EPS 2021F	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng
Trung vị Ngành	14,26	14,5				
MSH	9,93	11,26	4.635	7.803	87.830	50%
Phương pháp chiết khấu dòng tiền						
FCFE					85.865	50%
<b>Giá mục tiêu</b>					<b>86.848</b>	

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Khuyến nghị: KHẢ QUAN

MSH là công ty may mặc lâu đời tại Việt Nam, thành lập từ năm 1988 trực thuộc nhà nước, sau đó cổ phần hóa vào năm 1993 và niêm yết vào năm 2018. Trải qua 33 năm thành lập, MSH luôn có từng bước phát triển vững chắc. Công ty đã và đang trở thành đối tác tin cậy của rất nhiều thương hiệu thời trang nổi tiếng trên toàn thế giới như Colombia Sportwear, Sae-A Trading, The Gap, Mango, G-III Fashion,...

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** và ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH cho năm 2021 là **86.848 đồng/cổ phiếu**.

### ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

### THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng  
Phân tích & Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang, CFA**  
Trưởng nhóm  
Phân tích doanh nghiệp  
mdtuan@vcbs.com.vn

**Phùng Thị Quỳnh Liên**  
Chuyên viên Phân tích  
ptqlien@vcbs.com.vn

### CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-3820 8116- Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (+84-236) 3888 991- Số máy lẻ: 801/802
<b>Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn</b>	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5557
<b>Phòng Giao dịch Tây Hồ</b>	Tầng 1 và tầng 3, số 565 Đường Lạc Long Quân, Phường Xuân La, Quận Tây Hồ, Thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 2191048 (ext: 100)
<b>Phòng Giao dịch Hoàng Mai</b>	Tầng 1, tòa nhà Hàn Việt, số 203 Minh Khai, phường Minh Khai, quận Hai Bà Trưng, thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 3220 2345
<b>Văn phòng Đại diện Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (+84-292) 3750 888
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (+84-251) 3918 815
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (+84-254) 351 3978/75/76/77/74
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-225) 382 1630