

## Ngành Dệt may

Báo cáo lần đầu

Tháng 3, 2019

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **67.400**

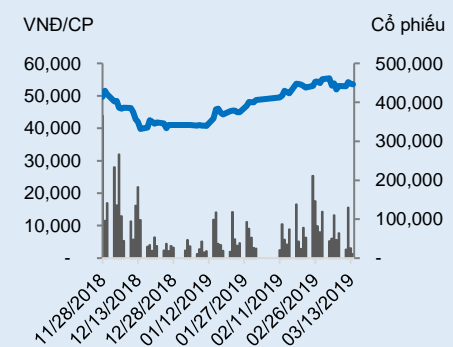
Giá thị trường (14/3/2019) 53.500

Lợi nhuận kỳ vọng 26%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	39.800-55.400
Vốn hóa	2.548 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	47.628.000
KLGD bình quân 10 ngày	62.196
% sở hữu nước ngoài	3,2%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,5%
Beta	N/a

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
MSH	30,5%	5,3%	25,0%	N/a
VN-Index	13,2%	6,2%	5,0%	1,4%

Chuyên viên phân tích

**Ngô Trí Vinh**

(84 28) 3914.6888 ext 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

# CTCP May Sông Hồng

Mã giao dịch: MSH

Reuters: MSH.HM

Bloomberg: MSH VN

## Doanh nghiệp với nền tảng cơ bản tốt trong triển vọng tăng trưởng của dệt may Việt Nam

Bằng phương pháp DCF, BVSC đưa ra mức giá trị hợp lý với cổ phiếu MSH là 67.400 VND/CP, tương đương mức lợi nhuận khoảng 26% so với mức giá đóng cửa ngày 14/3/2019, tương đương mức P/E mục tiêu 2019 là khoảng 7,7x. Do đó, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu MSH với điểm nhấn đầu tư như sau:

- Triển vọng tăng trưởng của may mặc Việt Nam trong trung hạn nhờ vào xu hướng chuyển dịch đơn hàng may mặc với lợi thế từ các Hiệp định thương mại và chi phí nhân công cạnh tranh.
- Vị thế đầu ngành cùng với năng lực sản xuất đã được chứng tỏ trong quá khứ là lợi thế để MSH có khả năng ký kết những đơn hàng lớn mang tính kinh tế cao.
- Định hướng tăng tỷ trọng FOB giúp nâng cao khả năng cạnh tranh cũng như biên lợi nhuận hấp dẫn trong ngắn và trung hạn.
- Nhà máy Sông Hồng 10 và Dự án liên doanh với Luen Thai là động lực tăng trưởng trong trung và dài hạn.
- Khả năng sinh lời hấp dẫn, cơ cấu tài chính lành mạnh, cổ tức tiền mặt ổn định.

**Rủi ro pha loãng:** Ban Hội đồng Quản trị của Công ty dự kiến trình Đại hội cổ đông thông qua phương án phát hành ESOP cho Chủ tịch HĐQT, Tổng Giám đốc cùng các cán bộ quản lý văn phòng công ty tại Hồng Kông. Tỷ lệ cổ phiếu phát hành dự kiến chiếm 5% vốn điều lệ hiện tại với giá 10.000 VND/CP, hạn chế chuyển nhượng trong 1 năm.

**Các rủi ro về tiến độ ký kết các Hiệp định thương mại, các ảnh hưởng từ tập khách hàng cô đặc, xu hướng tăng chi phí nhân công bên cạnh thay đổi xu hướng thời trang và khoa học công nghệ** có thể tác động đến hoạt động kinh doanh của MSH.

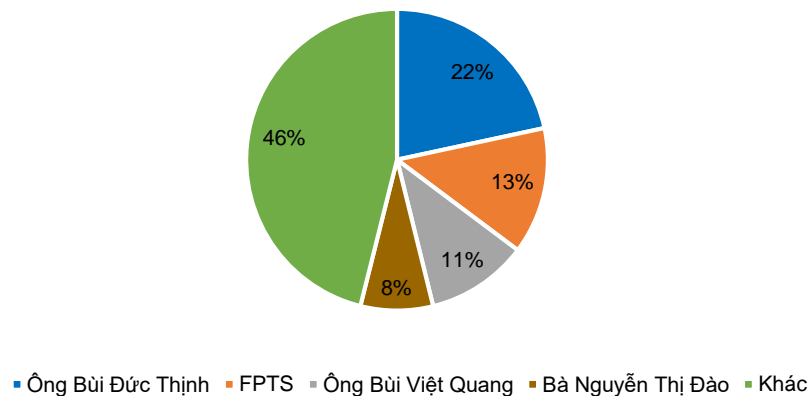
## Tổng quan Doanh nghiệp

May Sông Hồng (MSH), tiền thân là Xí nghiệp may 1/7 thành lập năm 1988 trực thuộc Nhà nước. Sau hơn 30 năm hình và phát triển, MSH đã xây dựng và khẳng định được thương hiệu là một trong những đơn vị may hàng đầu Việt Nam, cụ thể thuộc top 8 Doanh nghiệp may lớn nhất và top 5 Doanh nghiệp tư nhân ngành may lớn nhất tại Việt Nam theo bảng xếp hạng VNR 2018. Hoạt động kinh doanh chính của MSH là sản xuất hàng may mặc xuất khẩu (90% doanh thu toàn Công ty) và sản xuất chăn ga gối đệm chủ yếu cung cấp thị trường nội địa.

### Cơ cấu sở hữu

Cơ cấu cổ đông của MSH khá cô đặc với 4 cổ đông lớn chiếm hơn 53% vốn chủ sở hữu (xem hình 1). Bên cạnh đó, đến hết ngày 08/03/2019, room Nhà đầu tư nước ngoài tại MSH còn lại là 45,8%.

**Hình 1: Cơ cấu cổ đông của MSH tại ngày 14/03/2019**



Nguồn: BVSC tổng hợp

### Mô hình hoạt động kinh doanh

#### 1. May xuất khẩu:

Hơn 30 năm hoạt động, sản xuất hàng may mặc xuất khẩu luôn duy trì là hoạt động kinh doanh cốt lõi của MSH. Trong đó, MSH sản xuất may mặc theo hai phương thức chính là FOB (Free-On-Board) và CMT (Cut-Made-Trim).

**Với phương thức FOB**, MSH sẽ chịu trách nhiệm việc mua nguyên vật liệu theo 1/ chỉ định của đối tác hoặc 2/ nguồn mà Công ty tìm kiếm. Trong đó, phần lớn vải nguyên liệu dùng cho các đơn hàng FOB, nhằm đảm bảo đáp ứng yêu cầu chất lượng của các khách hàng, MSH thường nhập khẩu vải từ Mỹ, Trung Quốc, Hồng Kông, Đài Loan, ...

Về đối tượng khách hàng, MSH chủ yếu xuất khẩu đơn hàng FOB sang thị trường Hoa Kỳ (chiếm 70%) và châu Âu với các Công ty lớn và có uy tín trên Thế giới như Columbia Sportswear, Haddad Brands, G-III.

Với phương thức CMT, MSH xuất khẩu sang các thị trường chính như Nhật, Hàn Quốc, Canada và Hoa Kỳ, với khách hàng lớn nhất hiện tại là Sae-E Trading. Với các đơn hàng này, đối tác sẽ trực tiếp mua nguyên liệu và chỉ định MSH thực hiện nhập khẩu từ nước ngoài.

## 2. Sản xuất chăn ga gối đệm (CGGD):

Hiện tại, các sản phẩm CGGD của MSH được phân phối và tiêu thụ ở thị trường nội địa với thương hiệu “Sông Hồng” thông qua hơn 50 đại lý cấp 1 bên cạnh tiềm năng xuất khẩu đặc biệt khi sản phẩm của MSH đã đạt được các tiêu chuẩn xuất khẩu vào các thị trường khó tính như Nhật và Hàn Quốc.

Sau 18 năm có mặt trên thị trường, May Sông Hồng hiện cung cấp chủ yếu ra thị trường đệm tinh khiết là dòng đệm thể hệ mới với nhiều tính năng ưu việt.

Còn mảng chăn ga gối, hiện MSH cung cấp các dòng sản phẩm chính như Home Collection, Classic collection, Elegance và bộ sản phẩm dành cho trẻ em.

### Năng lực sản xuất

Sau 30 năm không ngừng mở rộng và phát triển, MSH hiện đang là một trong những doanh nghiệp với quy mô và năng lực sản xuất hàng đầu Việt Nam, với 18 xưởng may cùng 9.300 công nhân, tập trung chủ yếu tại khu vực Nam Định. Bên cạnh đó, MSH cũng liên tục nghiên cứu và áp dụng các giải pháp khoa học kỹ thuật vào sản xuất nhằm nâng cao công suất, trong đó có thể kể đến đưa vào sử dụng giải pháp ERP trong sản xuất may mặc, máy may thông minh, thiết bị kiểm soát thẻ từ RFID, ...

**Hình 2: Năng lực sản xuất của MSH – bao gồm công suất hiện tại và dự án SH10**

Nhà máy	Năm hoạt động	Số xưởng may	Số chuyên may	Số lao động	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 yard	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	1,500,000	Sản phẩm dệt kim & dệt thoi

Nguồn: MSH, BVSC tổng hợp \* Dự án Sông Hồng được triển khai trong 2019, dự kiến đi vào hoạt động 04/2020

## Điểm nhấn đầu tư

Lợi thế từ các Hiệp định thương mại đã và sẽ ký kết cùng chi phí nhân công góp phần đẩy nhanh xu hướng chuyển dịch đơn hàng may mặc sang Việt Nam.

1. Triển vọng từ FTAs giúp cắt giảm chi phí thuế quan, qua đó gia tăng tính cạnh tranh của hàng may mặc Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

Hình 3: Các Hiệp định thương mại đã và sẽ ký kết tác động tới ngành may mặc Việt Nam

Hiệp định	Hiệu lực	Quy tắc xuất xứ (ROO)	Thuế quan (%)	
			Áp dụng cho hàng may mặc Việt Nam	Áp dụng cho hàng may mặc Trung Quốc
<b>Việt Nam - Nhật Bản (VJEPA)</b>	Từ 12/2008	Từ vải trở đi	0%	7,4% - 12,8%
<b>Việt Nam - Hàn Quốc (VKFTA)</b>	Từ 12/2015	Cắt may	0%	0% từ 25/12/2025
<b>ASEAN - Úc - New Zealand (AANZFTA)</b>	Từ 01/2010	- Cắt may và dệt - Giá trị nội khối: 35% - 40%	0% từ 2018	Úc: 0% từ 01/2019 New Zealand: 0% từ 2016
<b>CPTPP</b>	Từ 14/01/2019	Tự sợi trở đi	Áp dụng lộ trình giảm thuế riêng tại từng quốc gia thành viên. Canada: E4*	Giữ nguyên đối với từng quốc gia thành viên. Canada: 16% - 18%.
<b>EU - Việt Nam (EVFTA)</b>	Dự kiến có hiệu lực cuối 2019.	Từ vải trở đi**	Lộ trình giảm về 0% sau 7 năm có hiệu lực***	12%

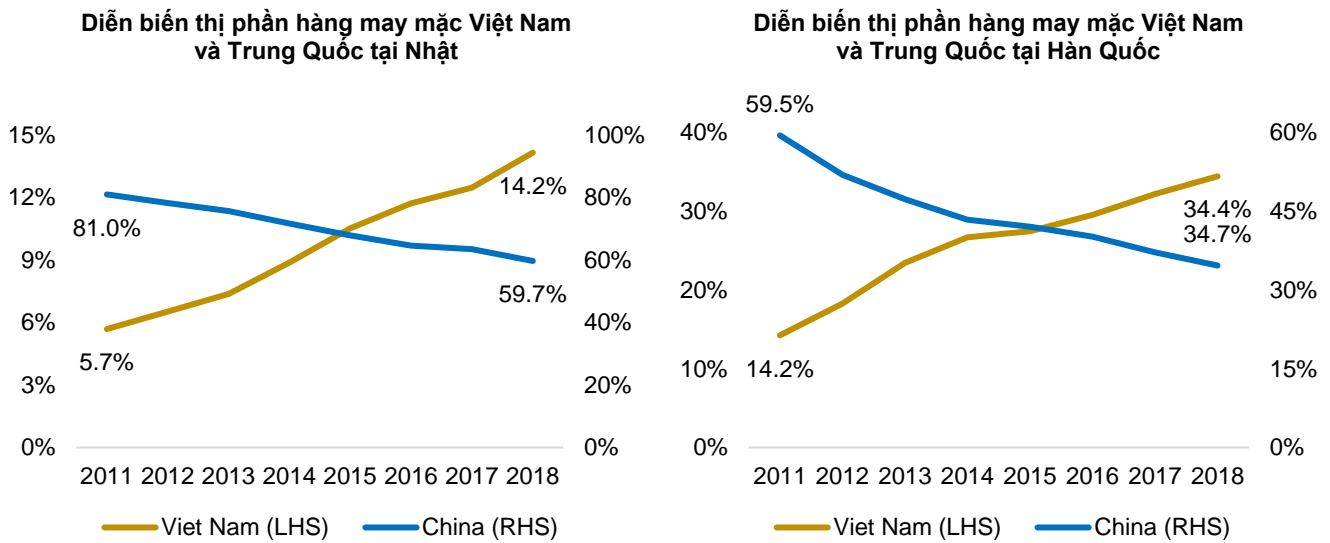
Nguồn: BVSC tổng hợp

\* Toàn bộ các dòng thuế liên quan giảm về 0% sau 4 năm.

\*\* Với EVFTA, bên cạnh sử dụng vải nguồn gốc nội khối, các nhà may mặc Việt Nam có thể sử dụng vải có xuất xứ từ bên thứ 3 đã ký kết Hiệp định thương mại với cả EU và VN, như Hàn Quốc, để hưởng mức thuế ưu đãi từ Hiệp định.

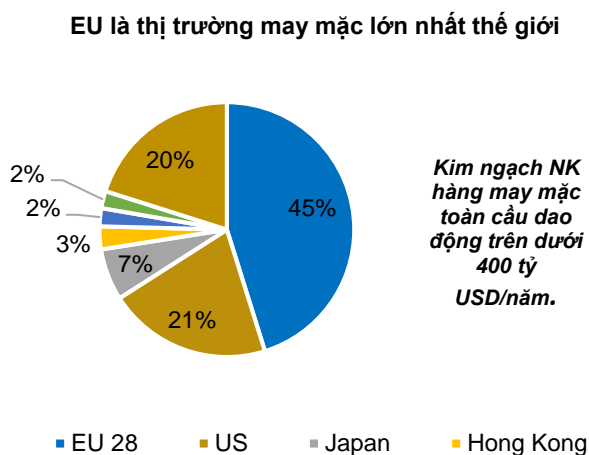
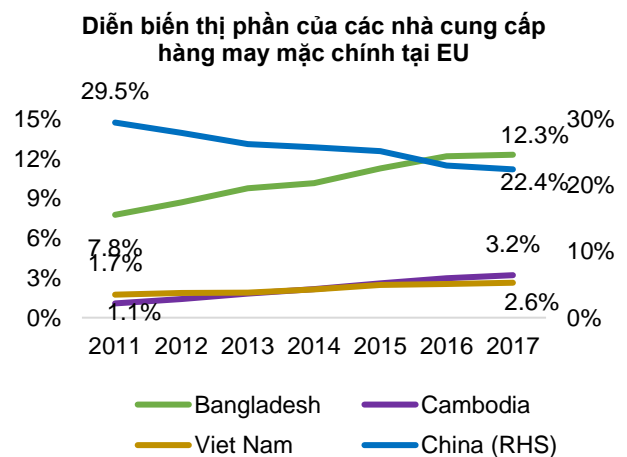
\*\*\* Hiện tại, hàng may mặc VN nhập khẩu vào EU chịu mức thuế trung bình 12%.

Với việc ký kết và tham gia các Hiệp định thương mại (HĐTM) thời gian qua, ngành may mặc Việt Nam liên tục được hưởng lợi nhờ những chính sách thuế ưu đãi, qua đó giúp hàng may mặc Việt Nam không ngừng gia tăng thị phần, rõ rệt nhất phải kể đến thị trường may mặc Nhật Bản và Hàn Quốc (xem Hình 4). Do đó, BVSC tin rằng với những lợi thế về thuế từ các Hiệp định thương mại sẽ ký kết, EVFTA, cũng như Hiệp định vừa có hiệu lực, CPTPP, ngành may mặc Việt Nam đang đứng trước nhiều cơ hội để tiếp tục duy trì sự tăng trưởng trong thời gian tới đây.

**Hình 4: Ưu đãi thuế là một trong những yếu tố cạnh tranh giúp may mặc VN liên tục gia tăng thị phần tại Nhật và Hàn Quốc**


Nguồn: Trung tâm Thương mại Quốc tế, BVSC tổng hợp

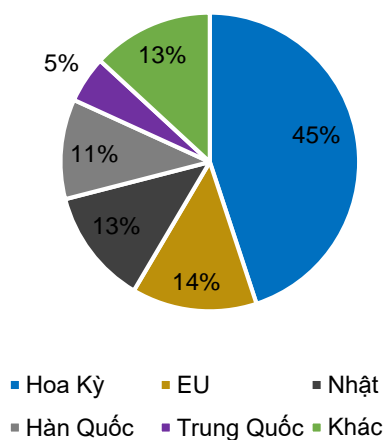
Cụ thể hơn, với EVFTA, là HĐTM giữa Liên minh Châu Âu và Việt Nam đang đợi Quốc hội EU phê duyệt, nếu có hiệu lực nhiều khả năng sẽ là bước ngoặt mới cho hàng may mặc Việt Nam. Với một số dòng thuế sẽ ngay lập tức xóa bỏ và tiến tới xóa bỏ hoàn toàn đối với toàn bộ mặt hàng may mặc trong 7 năm, Hiệp định này chắc chắn sẽ giúp hàng may mặc Việt Nam trở nên cạnh tranh hơn so với Bangladesh và Campuchia, 2 quốc gia đang được hưởng chính sách thuế ưu đãi thuộc chương Everything but Arm (EBA) từ châu Âu là 0%. Nhờ đó, nhiều khả năng các Doanh nghiệp may mặc Việt Nam, trong đó có MSH với 30% doanh thu phát sinh từ EU, sẽ có cơ hội tiếp cận sâu hơn vào thị trường nhập khẩu may mặc lớn nhất Thế giới so với quá khứ. Tuy nhiên, việc phát triển tại thị trường này cũng đòi hỏi các Doanh nghiệp Việt Nam cần phải cân đối giữa lợi ích kinh tế bên cạnh việc đảm bảo nguồn gốc vải nguyên liệu sử dụng, từ EU hoặc Việt Nam hoặc bên thứ 3.

**Hình 5: Cơ cấu thị trường NK may mặc Thế giới 2017**

**Hình 6: Các nhà cung cấp hàng may mặc chính tại thị trường EU**


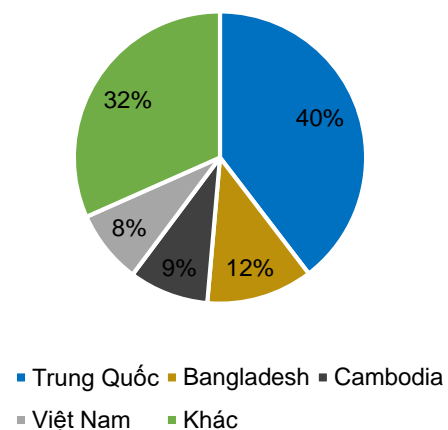
Nguồn: Trung tâm Thương mại Quốc tế, BVSC tổng hợp

Trong khi đó, việc CPTPP vừa chính thức có hiệu lực tại Việt Nam ngày 14/3/2019, có thể trong ngắn hạn sẽ không mang đến nhiều tác động đột biến cho may mặc Việt Nam do chúng ta đã ký kết 7/10 quốc gia thuộc CPTPP trước đó với các mức ưu đãi tương đương hoặc thậm chí với điều kiện xuất xứ có phần linh động hơn. Tuy nhiên, về trung và dài hạn, không thể không kể đến việc CPTPP sẽ giúp Việt Nam tiếp cận những thị trường mới, qua đó đa dạng hóa danh mục khách hàng. Trong đó, tiềm năng nhất là thị trường Canada, quy mô kim ngạch nhập khẩu may mặc khoảng 9 tỷ USD, với lộ trình giảm hoàn toàn thuế quan trong vòng 4 năm.

**Hình 7: Cơ cấu thị trường XK của hàng dệt may VN**



**Hình 8: Cơ cấu các nhà cung ứng hàng may mặc chính tại Canada**

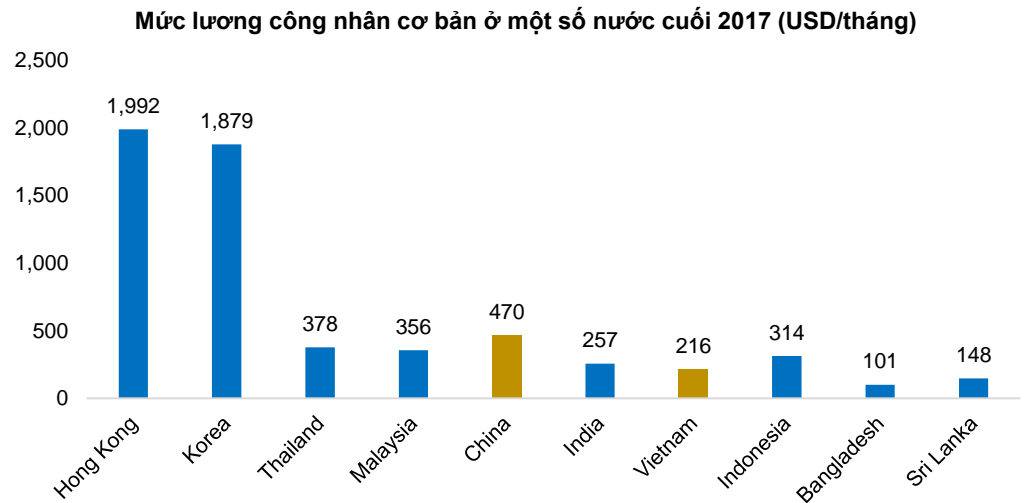


Nguồn: Trung tâm Thương mại Quốc tế, BVSC tổng hợp

## **2. Chi phí nhân công tiếp tục phát huy lợi thế cạnh tranh cho may mặc Việt Nam trong việc gia tăng thị phần trong ngắn và trung hạn, đặc biệt là thị trường Mỹ trong bối cảnh bất ổn Mỹ-Trung.**

Với đặc tính thâm dụng lao động, chi phí nhân công đã và đang sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc định hình chuỗi cung ứng hàng may mặc Toàn cầu bên cạnh các yếu tố như chất lượng tay nghề và tốc độ hoàn thành đơn hàng. Theo khảo sát của Hiệp hội Ngành Thời trang của Mỹ, trong thời gian qua, Trung Quốc và Việt Nam là 2 quốc gia có nền may mặc đáp ứng khá tương đối ba yếu tố trên, do đó được lựa chọn là điểm đến hàng đầu cho các đơn hàng may mặc Toàn cầu.

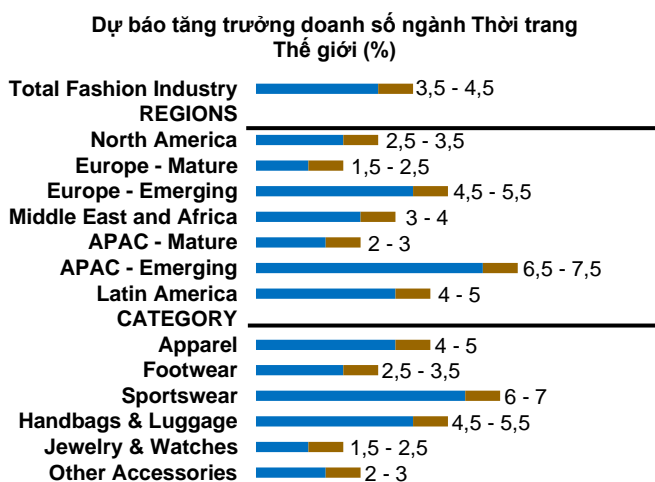
Tuy nhiên, nền kinh tế Trung Quốc đã và đang chịu áp lực về việc gia tăng lương nhân công do (1) ảnh hưởng từ chính sách “một con” duy trì trong gần 30 năm qua trước khi dần được nới lỏng và bãi bỏ hoàn toàn vào đầu 2017, tác động đến nguồn cung lao động trong việc duy trì tăng trưởng của nền kinh tế lớn thứ II Thế giới và (2) xu hướng chuyển dịch lao động sang các lĩnh vực dịch vụ và công nghệ với mức đãi ngộ hấp dẫn hơn. Do đó, BVSC cho rằng, với lợi thế về chi phí nhân công, Việt Nam có nhiều triển vọng tăng trưởng với xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc ngày càng gia tăng, đặc biệt là sau những bất ổn Mỹ-Trung xảy ra gần đây.

**Hình 9: Lợi thế chi phí nhân công hỗ trợ dệt may VN tiếp tục mở rộng thị phần**


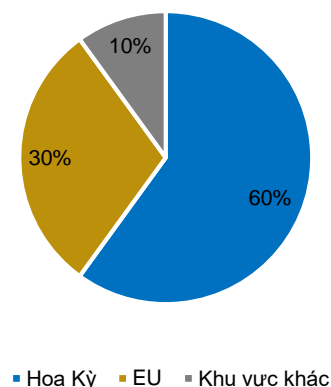
Nguồn: JETRO, BVSC tổng hợp

### 3. Nhu cầu may mặc toàn cầu năm 2019 được dự báo tiếp tục tăng trưởng so với 2018, nhưng với tốc độ chậm lại.

Trong 2019, những thách thức mang tính toàn cầu, đặc biệt là các sự kiện như rủi ro bất ổn Mỹ-Trung, Brexit, ... nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế Thế giới. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, tốc độ tăng trưởng khả quan ở các quốc gia phát triển tiếp tục được duy trì cùng với những tiến triển trong đàm phán Mỹ-Trung gần đây cũng như triển vọng UK và EU đạt được thỏa thuận liên quan đến vấn đề Brexit (có khả năng gia hạn thêm thời gian) sẽ đóng vai trò hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và nhu cầu tiêu dùng. Do đó, theo Báo cáo “State of Fashion” của McKinsey&Co., doanh số ngành Thời trang, cụ thể mặt hàng may mặc có thể tăng trưởng 4-5% trong 2019. Trong đó, thị trường lớn như Bắc Mỹ và các quốc gia đã phát triển tại Châu Âu sẽ tiếp tục tăng trưởng dù với tốc độ chậm lại, đạt lần lượt 2,5%-3,5% và 1,5-2,5% (xem hình 10), qua đó cũng cho thấy tín hiệu tích cực với Doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu lớn tại những thị trường trên như MSH (xem hình 11).

**Hình 10: Triển vọng ngành Thời trang Thế giới năm 2019**


Nguồn: McKinsey&Company, BVSC tổng hợp

**Hình 11: Cơ cấu thị trường XK của hàng may mặc MSH**


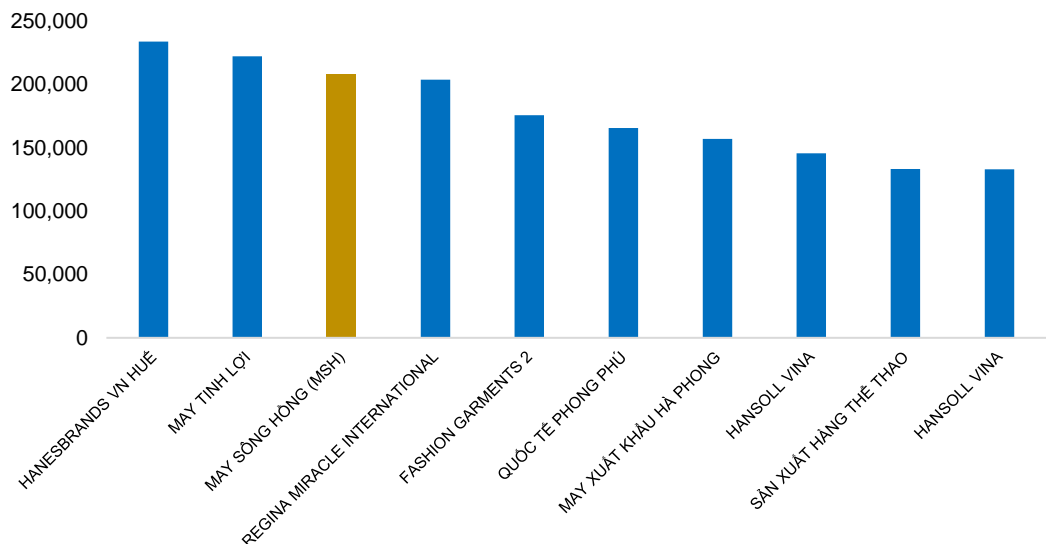
Nguồn: MSH



**Vị thế đầu ngành về quy mô và năng lực sản xuất giúp MSH có khả năng nhận được những đơn hàng tốt từ những thương hiệu/nhãn hàng lớn trên Thế giới.**

Công ty Cổ phần May Sông Hồng (HoSE: MSH) trong những năm gần đây được biết đến là một trong những doanh nghiệp may mặc với quy mô kim ngạch xuất khẩu hàng đầu, với tổng kim ngạch xuất khẩu hơn 208 triệu USD (xem hình 10). Với lợi thế về quy mô cũng như năng lực sản xuất đã được kiểm chứng trong thời gian qua, BVSC tin rằng MSH đang và sẽ tiếp tục có nhiều cơ hội hơn trong việc tiếp cận với những đơn hàng lớn với mức lợi nhuận hấp dẫn từ các thương hiệu/nhãn hàng Toàn cầu. Bên cạnh đó, mặc dù việc đa dạng hóa nguồn cung ứng hàng may mặc là cần thiết trong việc quản lý rủi ro và cân bằng các yếu tố về chi phí, thời gian giao hàng cũng như tính linh động trong kinh doanh, thì các thương hiệu/nhãn hàng có xu hướng cắt giảm số lượng đối tác cung ứng toàn cầu, tập trung thúc đẩy đặt hàng tại các nhà cung cấp với năng lực đã được kiểm chứng nhằm củng cố và cải thiện hiệu quả cuối cùng ứng cũng như đảm bảo tính tuân thủ trong hoạt động sản xuất. Theo đó, từ nghiên cứu của tiến sỹ Sheng Lu, giáo sư ngành Nghiên cứu Thời trang và May mặc tại Đại học Delaware (Mỹ), khoảng 50% các công ty may mặc, trong năm 2017, đặt nhiều đơn hàng hơn từ các đối tác lớn của họ so với 3 năm trước đó, qua đó cho thấy triển vọng tăng trưởng hơn nữa các đơn hàng từ các đối tác hiện hữu của MSH.

**Hình 12: Các doanh nghiệp dệt may với KNKK hàng đầu trong năm 2018**



*Nguồn: BVSC tổng hợp*

Cụ thể hơn, hiện tại MSH đang là một trong những đối tác cung cấp hàng may mặc cho các Công ty thời trang toàn cầu, những người sở hữu những thương hiệu/nhãn hàng uy tín trên Thế giới:

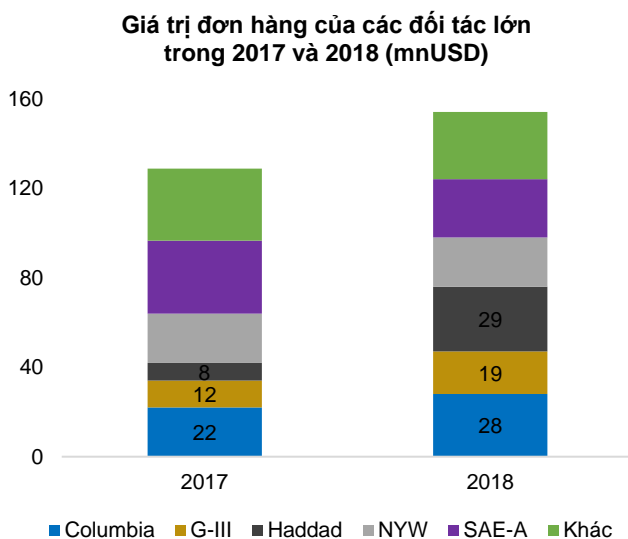
- Columbia Sportswear (CS) là nhà phân phối và kinh doanh các mặt hàng như áo khoác, trang phục thể thao, giày dép trên phạm vi toàn cầu. Tuy nhiên, toàn bộ các sản phẩm mang các thương hiệu thuộc sở hữu và quản lý CS đều được đặt hàng sản xuất từ



các nhà cung ứng bên ngoài Hoa Kỳ. Trong đó, gần 64% mặt hàng may mặc, phụ kiện và thiết bị được sản xuất tại Trung Quốc và Việt Nam. Do đó, với lợi thế về chi phí nhân công, may mặc Việt Nam, đặc biệt là MSH, có nhiều cơ hội trong việc gia tăng đơn hàng từ Trung Quốc.

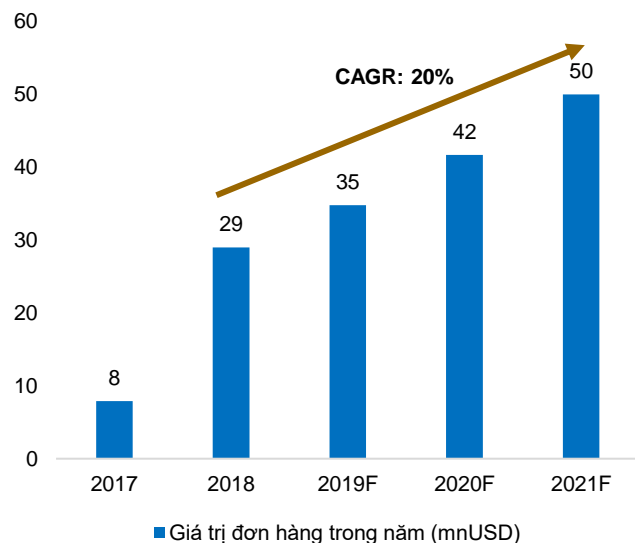
- Tương tự Columbia Sportswear, G-III, Tập đoàn thời trang Mỹ kinh doanh sản phẩm thời trang thuộc sở hữu (DKNY, Donna Karan, Marc New York, v.v) và được nhượng quyền kinh doanh (Calvin Klein, Tommy Hilfiger, Levi's, Guess, v.v), đặt phần lớn đơn hàng sản xuất tại Trung Quốc và một phần ít hơn từ Việt Nam, Indonesia, Jordan, Ấn Độ, Bangladesh, ... Trong 2019, theo ban lãnh đạo MSH, giá trị đơn hàng từ đối tác này có thể đạt khoảng 40 triệu USD.
- Haddad, công ty chuyên kinh doanh các sản phẩm thương hiệu Converse, Nike, Levi's, ... toàn cầu, vừa hợp tác với MSH từ 2017. Doanh thu năm 2018 của MSH từ đối tác này đạt 29 triệu USD, tăng mạnh từ mức 8 triệu USD năm 2017, trong khi đó, giá trị đơn hàng 2019 dự kiến có thể tăng lên mức 35-40 triệu USD trong 2019.
- Theo đó, MSH dự kiến doanh thu từ 3 đối tác này có thể đạt mức 50 triệu USD/năm vào 2021.

**Hình 13: Cơ cấu đơn hàng FY17&18 của MSH theo đối tác**



Nguồn: MSH, BVSC tổng hợp

**Hình 14: Dự báo giá trị đơn hàng từ Haddad**



Nguồn: MSH, BVSC dự báo

**Định hướng nâng tỷ trọng đơn hàng FOB giúp nâng cao năng lực cạnh tranh trong chuỗi cung ứng toàn cầu đồng thời cải thiện biên lợi nhuận.**

Với mảng may xuất khẩu, hiện tại MSH đang sản xuất hàng may mặc với 2 phương thức chính là CMT và FOB. Cụ thể, với CMT, MSH sẽ chỉ đơn giản thực hiện nghiệp vụ may gia công trong khi với FOB, doanh nghiệp (DN) sẽ chịu trách nhiệm cả phần nguyên vật liệu theo chỉ định của đối tác may hoặc DN tự chủ động tìm kiếm nguồn cung. Vì vậy, lợi nhuận của phương thức FOB sẽ tốt hơn so với CMT. Ngoài ra, việc chuyển dịch từ CMT sang FOB cũng giúp tăng

trường doanh số giá trị đơn hàng. Cụ thể, theo nguyên tắc hạch toán kế toán, doanh thu CMT sẽ chỉ bao gồm chi phí gia công trực tiếp trong khi với FOB doanh nghiệp sẽ ghi nhận cả phần doanh thu nguyên vật liệu (chủ yếu là vải nguyên liệu), thông thường chiếm khoảng 60-70% giá thành. Theo ước tính, \$1 doanh thu CMT khi chuyển đổi sang phương thức FOB tương đương doanh thu \$2.7 (xem Hình 15).

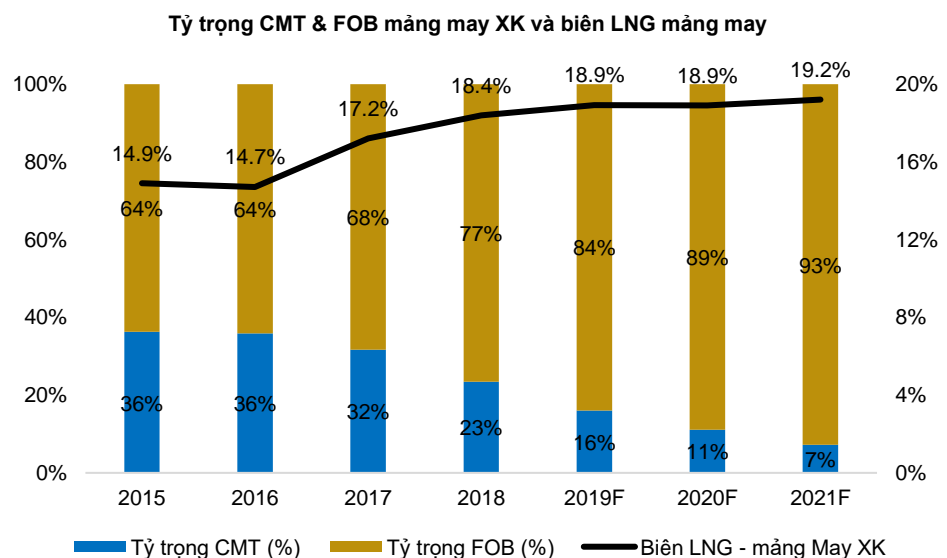
**Hình 15: Ước tính tăng trưởng Doanh thu khi chuyển dịch từ CMT sang FOB**

Ghi chú		
Đơn giá - CMT (\$)	1	
Biên gộp - CMT (%)	15%	GPM của CMT: 10-15%
Chi phí sx - CMT (\$)	0.85	
Chi phí sx - FOB (\$)	2.1	Chi phí NVL thông thường chiếm 60-70% giá thành 1 sản phẩm.
Biên gộp - FOB (%)	20%	GPM của FOB: 16-22%
Đơn giá - FOB (\$)	2.7	

Nguồn: BVSC ước tính

Trong 2019, năng lực may của MSH tại các nhà máy đã gần như được vận dụng tối đa. Do đó, tăng trưởng được kỳ vọng đến từ việc thay đổi cơ cấu đơn hàng may, nâng cao đơn hàng FOB và định hướng tiến tới 100% may FOB trong 4-5 năm, qua đó giúp nâng cao năng lực cạnh tranh cũng như lợi nhuận hoạt động. Trong đó, việc tăng trưởng đơn hàng từ các đối tác FOB chính hiện tại sẽ đóng vai trò hỗ trợ cho xu hướng dịch chuyển sang FOB của MSH, trong đó Công ty kỳ vọng giá trị đơn hàng đến từ Columbia Sportswear, G-III, Haddad Brands có thể đạt khoảng 50 triệu USD/đối tác vào cuối năm 2021.

**Hình 16: Biên LNG mảng may được cải thiện nhờ tỷ trọng hàng FOB gia tăng**



Nguồn: MSH và BVSC dự báo

**Nhà máy Sông Hồng 10 và Dự án liên doanh với Luen Thai (Hong Kong) là động lực tăng trưởng trong trung hạn.**

Dự án Nhà máy may Sông Hồng 10 đang được thực hiện nhằm phục vụ tăng trưởng cho MSH trong 2-3 năm sắp tới trong bối cảnh các dây chuyền may hiện tại của công ty gần như đã vận hành 100% công suất. Cụ thể, Sông Hồng 10 (SH10, *MSH sở hữu 51% vốn*) dự kiến có quy mô 40 chuyền may với 2.500-3.000 lao động sẽ được hoàn tất và đi vào vận hành thương mại từ tháng 4/2020. Theo kế hoạch, SH10 có thể tạo ra khoảng 30 triệu USD doanh thu khi hoạt động 100% công suất trong năm thứ 2 đi vào hoạt động, nâng tổng công suất của MSH lên 20%. Ngoài ra, theo chia sẻ, khi đưa vào hoạt động năm 2020, SH10 sẽ thực hiện 100% đơn hàng theo phương thức FOB và bước đầu nhiều khả năng sẽ ký kết các đơn hàng may cho sản phẩm mang thương hiệu Nike.

Tổng vốn đầu tư dự án SH10 ước tính khoảng 16 triệu USD bao gồm 10 triệu USD dành cho đầu tư xây dựng cơ bản nhà xưởng. Trong đó, MSH dự kiến sử dụng vốn vay tài trợ 70% chi phí đầu tư. Bên cạnh đó, việc dự án SH10 được hưởng ưu đãi thuế TNDN (miễn thuế 2 năm đầu có lãi, giảm 50% thuế 4 năm tiếp theo) sẽ giúp tiết giảm chi phí toàn Công ty.

Ngoài ra, ban lãnh đạo có chia sẻ về dự án thành lập liên doanh với Luen Thai (Hong Kong), tập đoàn chuyên sản xuất và phân phối các sản phẩm thời trang mang thương hiệu Victoria's Secret, Calvin Klein, ... Các đơn hàng của đối tác này hiện tập trung chủ yếu ở Trung Quốc, Campuchia và Phillipine, trong khi tại Việt Nam Luen Thai mới đang hợp tác sản xuất tại 3 nhà máy, trong đó có 1 nhà máy dệt. Liên doanh giữa MSH và Luen Thai dự kiến sẽ sản xuất kinh doanh mặt hàng đồ lót mang các thương hiệu cao cấp như Victoria's Secret, Calvin Klein, ... hứa hẹn mức biên lợi nhuận gộp cao hơn hẳn các sản phẩm may mặc hiện tại của MSH, theo đó sẽ tạo động lực tăng trưởng đáng kể cho MSH. Tuy nhiên, do chưa đủ cơ sở đánh giá về dự án liên doanh này nên chúng tôi tạm chưa phản ánh vào giá trị của MSH ở thời điểm hiện tại.

**Mảng chăn ga gối đệm với kế hoạch tái định vị và thúc đẩy doanh thu xuất khẩu trong bối cảnh thị trường nội địa chịu áp lực cạnh tranh**

Hiện tại, mảng chăn ga gối đệm (CGGD) của MSH được sản xuất và phân phối qua hệ thống đại lý cấp 1 với nhãn hiệu Sông Hồng, chiếm khoảng 10% tổng doanh thu MSH. Tuy nhiên, quy mô thị trường nội địa hiện tại được cho là không quá lớn (dao động khoảng 1.500-1.800 tỷ) và đầy cạnh tranh. Trong đó, bên cạnh các thương hiệu uy tín với giá bán tương đối cao như Everon, Hanvico thì thị trường còn có sự tham gia của các sản phẩm Trung Quốc, đối thủ chính cùng phân khúc hiện tại của MSH. Do đó, MSH thực tế đang gặp khó khăn bước đầu trong việc thúc đẩy tăng trưởng thị trường nội địa. Tuy nhiên, ban lãnh đạo MSH cũng đang cân nhắc và tìm hiểu các phương án giúp duy trì và tăng trưởng doanh thu nội địa, bao gồm cả việc ký kết nhượng quyền sử dụng hình ảnh từ Disney trên các sản phẩm CGGD Sông Hồng, với đối tượng khách hàng trẻ em bước đầu được cho là có doanh số khá triển vọng trong 2018.

Về xuất khẩu, sản phẩm CGGD của MSH hiện đã đạt được tiêu chuẩn xuất khẩu sang Nhật và Hàn Quốc cũng như các yêu cầu về chất lượng sản phẩm và độ an toàn trong sản xuất của EU. Thực

tế, trong 2019, theo chia sẻ MSH sẽ thúc đẩy xuất khẩu sản phẩm sang Nhật với tổng giá trị ước đạt khoảng 3 triệu USD và có thể tăng lên mức 5 triệu USD trong điều kiện thuận lợi. Ngoài ra, MSH cũng đang tìm kiếm nguyên liệu phù hợp nhằm hướng tới việc tận dụng ưu đãi từ Hiệp định EVFTA sau khi có hiệp lực để xuất khẩu sang thị trường EU.

#### **Khả năng sinh lời hấp dẫn, cơ cấu tài chính lành mạnh, cổ tức tiền mặt ổn định**

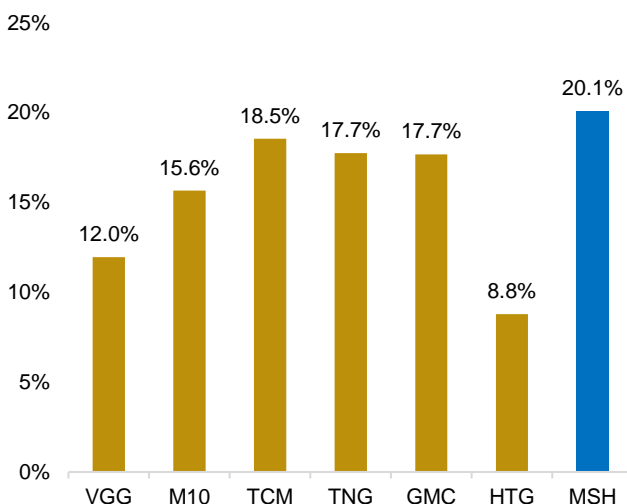
Biên LN gộp cũng như hiệu quả hoạt động của MSH khá vượt trội so với các doanh nghiệp may niêm yết khác chủ yếu do:

- Danh mục sản phẩm đòi hỏi tay nghề cao bên cạnh tệp khách hàng gồm các thương hiệu thời trang cao cấp, qua đó đạt được mức lợi nhuận trên 1 sản phẩm tốt hơn.
- Kiểm soát tốt chi phí với việc áp dụng phương pháp quản lý tiên tiến như phần mềm ERP giúp tiết giảm hao phí nguyên liệu, nâng cao năng suất chuyển may.
- Đóng góp từ mảng chăn ga gối đệm, chiếm khoảng 10% doanh thu toàn Công ty, với biên lợi nhuận gộp khoảng 30%.

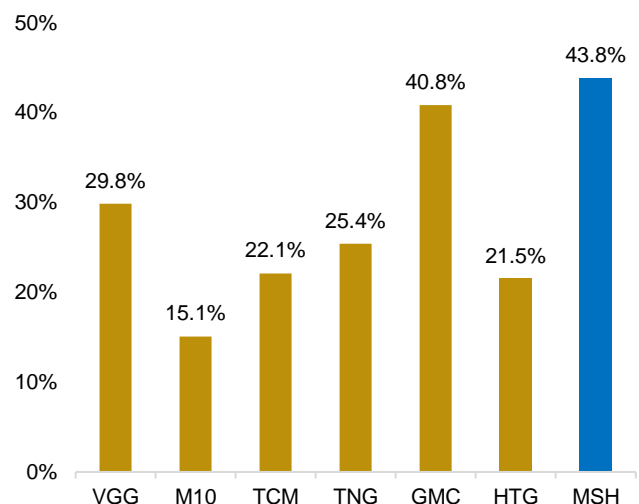
Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ vay/Vốn CSH của MSH cũng được duy trì ở thấp so với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành (xem hình 20). Ngoài ra, theo đánh giá, việc duy trì được dòng tiền hoạt động tích cực cũng như tỷ lệ tiền mặt cao, với tỷ lệ tiền và tương đương tiền/vay ngắn hạn đạt khoảng 1x, giúp lãi suất vay ngắn hạn (phần lớn dùng để tài trợ vốn lưu động) của MSH luôn duy trì thấp, khoảng 2-3%/năm, giúp tiết giảm chi phí tài chính cho công ty.

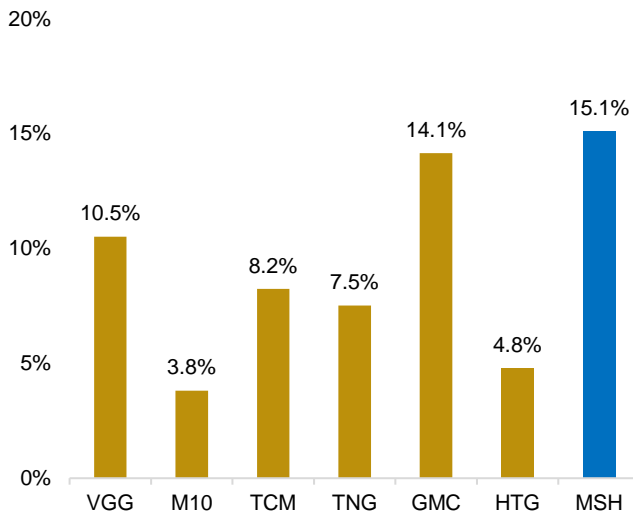
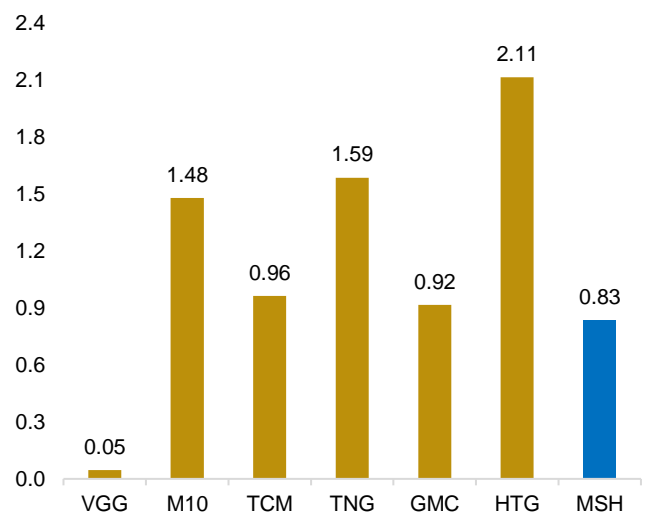
Ngoài ra, với kết quả kinh doanh thuận lợi và dòng tiền hoạt động kinh doanh khỏe mạnh hằng năm giúp MSH có khả năng chi trả cổ tức tiền mặt hằng năm khá ổn định và hấp dẫn, dao động trong khoảng 4.000-4.500 VND/CP, tương đương tỷ suất lợi tức khoảng 7,4%-8,3%/năm (xem hình 22). Ban lãnh đạo MSH cũng đặt mục tiêu duy trì kế hoạch cổ tức hằng năm trong 3-5 năm sắp tới trong khoảng 3.500-4.500 VND/CP.

**Hình 17: Biên LNG năm 2018 của các DN niêm yết ngành may**

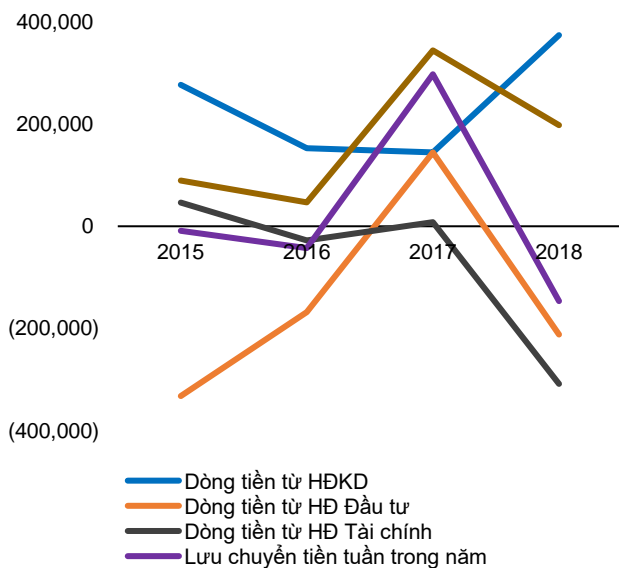


**Hình 18: Hiệu suất ROE các DN niêm yết ngành may**

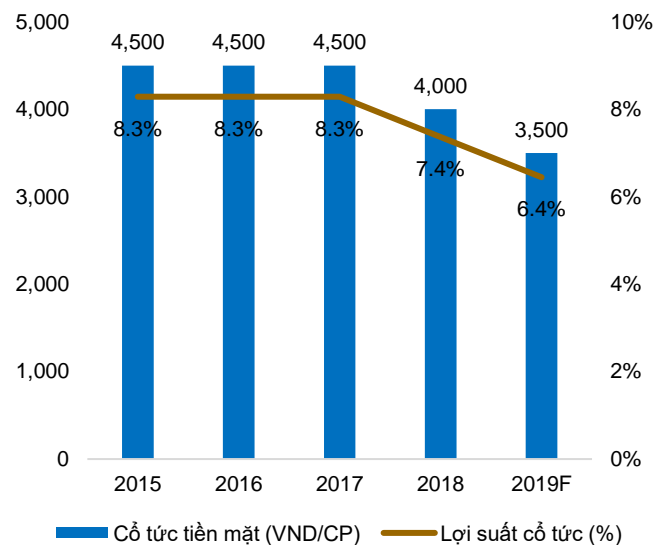


**Báo cáo lần đầu MSH**
**Hình 19: Hiệu suất ROA các DN niêm yết ngành may**

**Hình 20: Tỷ lệ Nợ vay/Vốn CSH các DN niêm yết ngành may**


Nguồn: BVSC tổng hợp

**Hình 21: Dòng tiền Hoạt động của MSH**


Nguồn: MSH và BVSC dự báo

**Hình 22: Cổ tức tiền mặt của MSH**


Nguồn: MSH và BVSC dự báo

## Dự báo KQKD 2019

**BVSC dự báo doanh thu thuần của MSH đạt hơn 4.391 tỷ đồng, tăng trưởng 11% so với cùng kỳ. Trong đó:**

- Tỷ trọng đơn hàng FOB dự báo tiếp tục cải thiện, chiếm hơn 83 % doanh thu may mặc xuất khẩu, đạt gần 3.295 tỷ đồng (+22% yoy). Cụ thể, tăng trưởng giá trị đơn hàng từ 3 đối tác FOB lớn như Columbia Sportswear, G-III và Haddad lần lượt đạt 21%, 110% và 20%.

- Doanh thu CMT ước đạt gần 657 tỷ đồng (-24% yoy), chiếm 17% doanh thu mảng may, với định hướng tăng dần tỷ trọng FOB trong cơ cấu đơn hàng may mặc xuất khẩu nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh cũng như tỷ suất lợi nhuận.
- Doanh thu mảng Chăn ga gối đệm được giả định tăng 10%, đạt 440 tỷ đồng.

**Biên lợi nhuận gộp toàn Công ty tiếp tục cải thiện, đạt 20,6% từ mức 20,1% của năm 2018, đạt hơn 906 tỷ đồng (+14% yoy).** Các yếu tố hỗ trợ cải thiện biên gộp bao gồm:

- Các dự án cải thiện hiệu quả và năng suất, bao gồm phương án ERP đã triển khai trong 2018 cũng như sẽ tiếp tục triển khai trong 2019. Do đó, chúng tôi giả định biên gộp FOB và CMT tăng nhẹ lần lượt lên 20,5% và 14,8% từ mức 20,3% và 14,7% trong năm 2018.
- Tỷ trọng đơn hàng FOB tăng lên mức 83% so với mức gần 76% của năm 2018.
- Biên gộp mảng Chăn ga gối đệm ước duy trì ở mức 30%.

**Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A) ước đạt 387 tỷ đồng (+9% yoy).** Tỷ lệ SG&A/Doanh thu thuần tiếp tục giảm xuống mức 8,8% so với 9% trong năm 2018.

Bên cạnh đó, với kế hoạch khởi công nhà máy Sông Hồng 10 trong 2019 và chính thức đưa vào vận hành thương mại vào 04/2020, với kế hoạch tài trợ 70% vốn đầu tư bằng nợ vay, chi phí lãi vay ước ghi nhận gần 46 tỷ đồng (+36% yoy) với giả định toàn bộ chi phí lãi vay sẽ được ghi nhận vào KQKD thay vì vốn hóa do thời gian triển khai xây dựng trong khoảng 1 năm. Do đó, **chi phí tài chính ghi nhận trong năm sẽ đạt 57,5 tỷ đồng (+26 yoy).**

**Lợi nhuận thuần cả năm ước đạt 418 tỷ đồng (+13% yoy),** tương đương EPS dự báo 2019 là 8.778 VND/CP.

### Khuyến nghị đầu tư

**Bằng phương pháp DCF, BVSC đưa ra mức giá trị hợp lý với cổ phiếu MSH là khoảng 67.400 VND/CP, tương đương mức lợi nhuận khoảng 26% so với mức giá đóng cửa ngày 14/3/2019, tương đương mức P/E mục tiêu cho năm 2019 là khoảng 7,7x. Do đó, BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với cổ phiếu MSH với điểm nhấn đầu tư như sau:**

- Triển vọng tăng trưởng của may mặc Việt Nam trong trung hạn nhờ vào xu hướng chuyển dịch đơn hàng may mặc với lợi thế từ các Hiệp định thương mại và chi phí nhân công cạnh tranh.
- Vị thế đầu ngành cùng với năng lực sản xuất đã được chứng tỏ trong quá khứ là lợi thế để MSH có khả năng ký kết những đơn hàng lớn mang tính kinh tế cao.
- Định hướng tăng tỷ trọng FOB giúp nâng cao khả năng cạnh tranh cũng như biên lợi nhuận hấp dẫn trong ngắn và trung hạn.
- Nhà máy Sông Hồng 10 và Dự án liên doanh với Luen Thai là động lực tăng trưởng trong trung và dài hạn.
- Khả năng sinh lời hấp dẫn, cơ cấu tài chính lành mạnh, cổ tức tiền mặt ổn định.

## **Rủi ro cần theo dõi**

BVSC chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư quan tâm về các rủi ro có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của MSH:

### **Rủi ro Hiệp định thương mại EVFTA chưa được thông qua**

Hiện tại, EVFTA vẫn đang chờ được phê duyệt bởi Quốc hội Châu Âu để chính thức có hiệu lực từ cuối 2018. Tuy nhiên, với một số diễn biến địa chính trị không thuận lợi giữa các bên liên quan, BVSC cho rằng khả năng Hiệp định được thông qua trong năm 2019, cụ thể là trước kỳ bầu lại Quốc hội EU tiếp theo vào tháng 5, là không mấy sáng sủa. Do đó, với việc EVFTA chưa có hiệu lực thì khả năng cạnh tranh của may mặc Việt Nam trong trung hạn cũng sẽ bị ảnh hưởng, do trước mắt Bangladesh và Campuchia vẫn được hưởng ưu đãi thuế quan (0%) từ chính sách Everything but Arm của EU. Tuy nhiên, 2 quốc gia trên hiện cũng đang đối mặt với rủi ro chấm dứt chương trình ưu đãi thuế trên do những vấn đề liên quan đến nhân quyền, cụ thể là người lao động, trong thời gian gần đây.

### **Rủi ro khách hàng tập trung**

Hiện tại, 5 đối tác chính của MSH gồm Columbia Sportswear, G-III, Haddad, New York & Company và SAE-E Trading, chiếm xấp xỉ hơn 80% doanh thu mảng may mặc xuất khẩu của MSH. Mức độ tập trung cao đối với tệp khách hàng có thể gây ảnh hưởng đáng kể đối với hoạt động kinh doanh của MSH khi có bất kỳ thay đổi trong chính sách kinh doanh của các đối tác trên.

Ngoài ra, bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành thời trang toàn cầu với xu hướng thương mại điện tử ngày càng phát triển, các công ty thời trang với mô hình phân phối bán lẻ truyền thống đang phải đối mặt với nhiều thách thức trong việc duy trì tồn tại và phát triển. Do đó, việc thực hiện theo dõi và đánh giá xu hướng phát triển của các đối tác lớn là rất quan trọng với MSH trong trung và dài hạn.

### **Rủi ro thanh toán**

Nhằm cạnh tranh trong việc ký kết các đơn hàng với số lượng lớn và giá tốt, doanh nghiệp may có thể cân nhắc giữa hình thức thanh toán theo phương thức “Letter of Credit” (LC – mở chứng thư bảo lãnh thanh toán tại ngân hàng, có thể làm phát sinh thêm chi phí và thời gian) và “Telegraphic Trasfer” (TT – không mở chứng thư, chuyển tiền thanh toán sau khi nhận hàng 30 ngày với MSH). Hiện tại, tỷ lệ đơn hàng thanh toán theo hình thức TT chiếm khoảng 70% doanh thu, vì vậy, việc theo dõi tình hình HĐKD của các đối tác là cần thiết trong việc hạn chế rủi ro như trường hợp Sears của TCM.

### **Rủi ro chi phí nhân công**

Với đặc thù thâm dụng lao động của ngành may, việc chi phí nhân công tăng mạnh có thể ảnh hưởng đến sức cạnh tranh của toàn ngành may mặc của Việt Nam nói chung và doanh nghiệp nói riêng. Triển vọng tăng trưởng tích cực của nền kinh tế Việt Nam và ngành may mặc, dòng vốn FDI liên tục đổ vào Việt Nam những năm gần đây và đi kèm theo đó là nhu cầu về lao động



ngày càng gia tăng. Việc này có thể dẫn đến áp lực cạnh tranh thu hút lao động dẫn đến gia tăng chi phí nhân công. Tuy nhiên, trong ngắn và trung hạn, chúng tôi cho rằng với lợi thế chi phí nhân công còn khá hấp dẫn cùng với cơ cấu dân số trẻ có thể phần nào đáp ứng nhu cầu lao động sắp tới. Bên cạnh đó, theo quan sát, chi phí nhân công ở một số quốc gia cạnh tranh chính trong ngành may mặc là Bangladesh và Campuchia cũng đang đối mặt với áp lực tăng lương nhằm đáp ứng các tiêu chuẩn về nhân quyền của EU và các nước phát triển khác trong việc duy trì ưu đãi chính sách thuế quan. Do đó, việc gia tăng chi phí nhân công nhiều khả năng có thể được doanh nghiệp bù đắp bằng việc tăng giá một phần, vừa giảm bớt áp lực lên biên lợi nhuận kinh doanh vừa đảm bảo tính cạnh tranh trong chuỗi ứng.

**Rủi ro thay đổi xu hướng thời trang và tiến bộ khoa học công nghệ có thể ảnh hưởng chuỗi cung ứng toàn cầu**

Ngoài ra, theo nghiên cứu từ Hiệp hội Thời trang và May mặc tại Hoa Kỳ, xu hướng “Thời trang nhanh” (“fast fashion”) đang tạo nên sự thay đổi trong cơ cấu nguồn cung ứng của các hãng thời trang Mỹ. Trong đó, với yếu tố quan trọng nhất của “Thời trang nhanh” là thời gian giao hàng cần được ưu tiên. Do đó, các nhà sản xuất nội địa hoặc tại các quốc gia lân cận với vị trí địa lý thuận lợi sẽ là người được hưởng lợi. Tuy nhiên, với giá thành khá cao (chủ yếu do chi phí nhân công), hiện nhóm sản phẩm với mác “Made in US” chỉ chiếm tỷ trọng tương đối trong danh mục các hãng thời trang Mỹ. Ngoài ra, thách thức từ việc đồng bộ chuỗi cung ứng nguyên vật liệu cũng đang ảnh hưởng đến khả năng gia tăng tỷ trọng chuyển dịch đơn hàng về chính các thị trường tiêu thụ để đảm bảo việc nắm bắt xu hướng “Thời trang nhanh”, khi hầu hết nguồn cung nguyên vật liệu dệt may đều đến từ châu Á, đặc biệt là Trung Quốc.

Ngoài ra, hiện tại, với sự phát triển của khoa học công nghệ, đặc biệt là trí tuệ nhân tạo, việc áp dụng tự động hóa vào may mặc, sản phẩm dù vẫn đòi hỏi yếu tố tay nghề con người, đã giúp tăng năng suất lên đáng kể, qua đó giảm bớt vai trò của chi phí lao động trong chi phí sản xuất chung. Về dài hạn, quá trình phát triển này nhiều khả năng sẽ tác động đến chuỗi cung ứng toàn cầu, giúp rút ngắn lợi thế cạnh tranh về giá thành sản xuất tại các quốc gia có chi phí nhân công cao.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Doanh thu	2.548	2.992	3.282	3.951
Giá vốn	2.087	2.496	2.718	3.157
Lợi nhuận gộp	461	496	564	793
Doanh thu tài chính	50	55	57	59
Chi phí tài chính	80	32	49	46
Lợi nhuận sau thuế	160	185	200	370

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	89	47	344	198
Các khoản phải thu ngắn hạn	288	384	452	489
Hàng tồn kho	325	413	534	661
Tài sản cố định hữu hình	616	659	645	596
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	50	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.937</b>	<b>2.192</b>	<b>2.381</b>	<b>2.521</b>
Nợ ngắn hạn	1.022	1.245	1.433	1.486
Nợ dài hạn	293	294	192	101
Vốn chủ sở hữu	622	653	755	934
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.937</b>	<b>2.192</b>	<b>2.381</b>	<b>2.521</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	5,9%	17,4%	9,7%	20,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	12,6%	15,8%	8,4%	84,6%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18,1%	16,6%	17,2%	20,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6,3%	6,2%	6,1%	9,4%
ROA (%)	9,1%	9,0%	8,8%	15,1%
ROE (%)	28,1%	29,0%	28,5%	43,8%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,68	70,2%	68,3%	63,0%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	2,11	235,5%	215,2%	170,0%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	7.040	8.153	8.415	7.765
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	27.428	28.808	31.713	19.605

## 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

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

##### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

##### Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón

chethimaitrang@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

##### Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

##### Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

##### Lê Thanh Hòa

Điện

lethanhhoa@baoviet.com.vn

##### Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

##### Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

##### Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

##### Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

##### Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

##### Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

##### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@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