



BC lần đầu MSH – MUA

Ngày 25/06/2019



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 327

chilkt@acbs.com.vn

Báo cáo phân tích

Khuyến nghị

MUA

HSX: MSH

May mặc

Giá mục tiêu (VND) **68.322**

Giá hiện tại (VND) **57.900**

Tỷ lệ tăng giá 18,0%

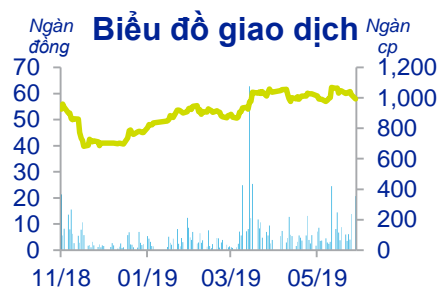
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 7,8%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **25,8%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	41,2	-3,3	13,3	n/a
Tương đối	32,6	-2,9	15,3	n/a

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Ô.Bùi Đức Thịnh (CT HĐQT)	21,6%
CTCK FPT	13,6%
Ô.Bùi Việt Quang (CEO)	10,9%
B.Nguyễn Thị Đào	7,8%

Thông kê

24/6/19

Mã Bloomberg	MSH VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	39.000 – 63.500
SL lưu hành (triệu cp)	50
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.896
Vốn hóa (triệu USD)	124
Room khối ngoại còn lại (%)	42,3
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	52,4
KLGD TB 3 tháng (cp)	132.189
VND/USD	23.350
Index: VNIndex / HNX	962,03/104,1

CTCP MAY SÔNG HỒNG (MSH VN)

Duy trì tăng trưởng qua các năm, cổ tức cao và triển vọng ngành lạc quan là những điểm sáng tại MSH. MUA.

Niêm yết vào tháng 11/2018, MSH có vốn hóa thị trường lớn thứ hai trong số các công ty dệt may được giao dịch trên HSX, HNX và UPCOM (sau Vinatex [UPCOM: VGT]).

MSH là một trong 10 công ty may mặc xuất khẩu top đầu tại Việt Nam, đóng góp 0,8% tổng giá trị hàng may mặc xuất khẩu năm 2018. Xuất khẩu chiếm 89% doanh thu thuần của MSH, trong khi thị trường nội địa góp phần còn lại. Mỹ, EU, Nhật Bản là những thị trường xuất khẩu lớn của công ty. Theo đó, nếu hiệp định EVFTA có hiệu lực kết hợp với xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc sang các quốc gia khác như Việt Nam hứa hẹn sẽ mang đến nhiều cơ hội hơn cho MSH và cả ngành dệt may.

Không giống phần lớn các công ty may mặc tại Việt Nam thường phụ thuộc vào hình thức may gia công (CMT), MSH là một trong số ít các công ty thiên về FOB, một trong những hình thức sản xuất có tỷ suất lợi nhuận cao hơn CMT. Trong giai đoạn 2013-2018, công ty ghi nhận tốc độ CAGR 5 năm 12,6% đối với doanh thu thuần, 33,6% đối với lợi nhuận trước thuế và biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ tỷ trọng hàng FOB tăng. Trong năm 2018, MSH công bố đạt 3.951 tỷ đồng doanh thu thuần và 450 tỷ đồng LNTT, lần lượt tăng 20,4% và 94,5% n/n, chủ yếu nhờ khách hàng mới tăng giá trị đơn hàng. Trong đó, doanh thu, LNTT và biên lợi nhuận tăng mạnh từ 2Q2018 trở đi.

Về triển vọng tương lai, chúng tôi cho rằng sản xuất hàng FOB vẫn là trụ cột của MSH, có khả năng sẽ nâng tỷ trọng lên ~79% doanh thu năm 2021 (2018: ~72%, ACBS ước tính). MSH dự kiến hoàn thành một xưởng may mới trong Q3/2020 để bổ sung 20% công suất. Q1/2019, MSH ghi nhận 972 tỷ đồng doanh thu thuần (+24% n/n) và 108 tỷ đồng LNTT (+77,8% n/n). Biên lãi gộp đạt 20,6%, khá gần với mức của Q2-Q3-Q4/2018, so với mức 17,5% trong Q1/2018. Điều này giải thích cho sự tăng trưởng mạnh của LNTT Q1/2019 dù tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DTT nhích lên. Tuy nhiên, chúng tôi không cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục mở rộng mạnh trong 2019, theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNTT 2019 tương ứng là 4.528 tỷ đồng (+14,6%) và 509 tỷ đồng (+13,2% n/n).

Mặc dù MSH tăng vốn nhanh trong những năm qua nhưng tỷ lệ ROE vẫn khá cao (43,8% trong năm 2018 và 28-29% trong năm 2015-2017). Công ty duy trì mức cổ tức tiền mặt 4.000-4.500 đồng/cổ phiếu/năm, tương ứng với suất sinh lợi cổ tức 6,9% -7,8%. Tuy nhiên, việc phát hành ESOP thường xuyên với tỷ lệ cao (5%) dành cho các quản lý và quản lý cấp cao gây nhiều tranh luận giữa các nhà đầu tư.

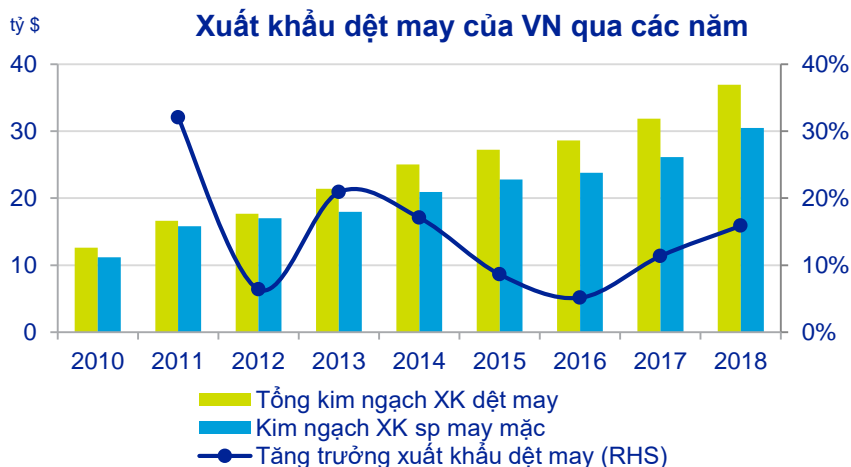
Kết hợp phương pháp DCF và P/E, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu là 68.322đ/cp, tương đương với tổng tỷ suất lợi nhuận 25,8%.

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	3.282	3.951	4.528	5.109	5.973
Tăng trưởng (%)	9,7%	20,4%	14,6%	12,8%	16,9%
EBITDA (tỷ đồng)	346	572	633	703	808
Biên EBITDA (%)	10,5%	14,5%	14,0%	13,8%	13,5%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	200	370	419	469	549
Tăng trưởng (%)	8,4%	84,6%	13,2%	12,1%	16,9%
EPS (điều chỉnh, VND)	4.345	7.377	8.112	8.916	10.424
Tăng trưởng (%)	6,6%	69,8%	10,0%	9,9%	16,9%
ROE (%)	28,5%	43,8%	40,6%	37,6%	35,8%
Nợ ròng/EBITDA (lần)	0,8	0,2	0,0	(0,1)	(0,2)
EV/EBITDA (lần)	8,5	5,1	4,6	4,2	3,6
P/E (lần)	13,3	7,8	7,1	6,5	5,6
DPS (VND)	4.500	4.000	4.500	4.500	4.500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	7,8%	6,9%	7,8%	7,8%	7,8%

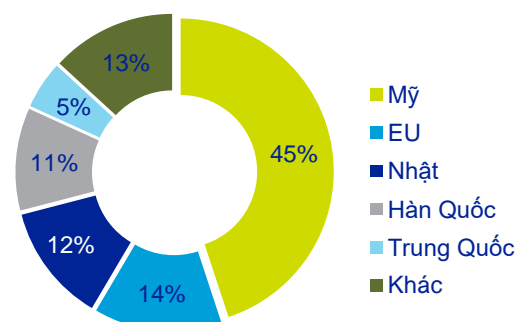
Hưởng lợi từ bức tranh ngành

Việt Nam nằm trong danh sách 10 nước xuất khẩu dệt may lớn nhất thế giới với thị phần tăng trưởng qua các năm (2017: 4,2%), bất kể những thăng trầm của kinh tế thế giới. Năm 2018, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam đạt 36,9 tỷ \$ (+15,9% n/n), tương đương tốc độ CAGR 5 năm là 11,5%. Nếu trừ đi 21,6 tỷ \$ giá trị nhập khẩu nguyên phụ liệu (vải, bông, xơ sợi và nguyên phụ liệu khác) thì giá trị xuất khẩu ròng đạt 15,3 tỷ \$ (+17,7% n/n) trong năm 2018. Chỉ tính riêng hàng may mặc, giá trị xuất khẩu đạt 30,5 tỷ \$, chiếm hơn 82% giá trị xuất khẩu dệt may và 12,5% tổng giá trị xuất khẩu cả nước trong 2018 (đứng thứ hai sau nhóm điện thoại di động & linh kiện điện thoại di động), cho thấy vai trò quan trọng của hoạt động này đối với một nước đang phát triển dựa vào xuất khẩu như Việt Nam.

Xuất khẩu dệt may của VN qua các năm



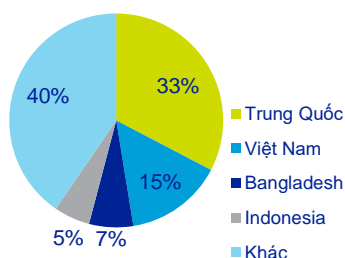
Các thị trường XK hàng may mặc của VN (2018)



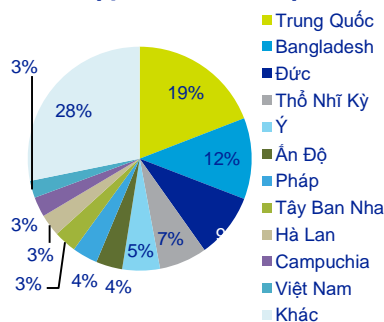
Nguồn: Bản tin Bộ Công Thương

Phần lớn sản phẩm may mặc xuất khẩu của Việt Nam được xuất sang thị trường Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc, v.v... Việt Nam là một trong hai nhà xuất khẩu lớn nhất sang Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc, sau Trung Quốc – tuy nhiên, thị phần của Trung Quốc có xu hướng giảm qua các năm.

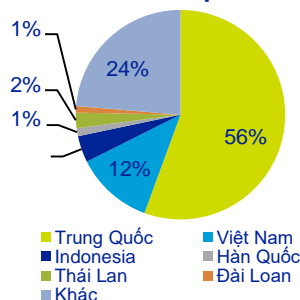
Thị phần của VN tại Mỹ



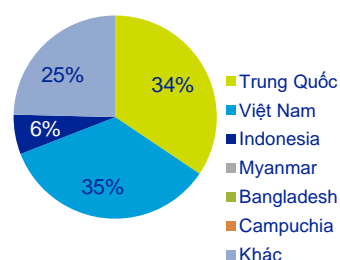
Thị phần của VN tại EU



Thị phần của VN tại Nhật



Thị phần của VN tại Hàn Quốc



Nguồn: Bản tin Bộ Công Thương

Trong năm 2019, ngành dệt may đặt kế hoạch tăng trưởng 8-10% và duy trì xu hướng tăng trong những năm tiếp theo, với những yếu tố hỗ trợ như i) đơn hàng dịch chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam trong bối cảnh chiến tranh thương mại Mỹ-Trung và giá nhân công tại Trung Quốc tăng. Việt Nam được xem là một trong những địa điểm sản xuất hấp dẫn với chi phí nhân công thấp và lực lượng lao động lớn; ii) các hiệp định thương mại đã/sẽ ký kết, ví dụ EVFTA (Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - EU) và CPTPP (có

hiệu lực vào ngày 14/1/2019). Các hiệp định thương mại có thể giúp Việt Nam thu hẹp khoảng cách về thuế so với một số đối thủ khác như Campuchia, Bangladesh, v.v...

Tuy nhiên, ngành cũng gặp phải một số vấn đề kéo dài: 1) tỷ lệ giá trị gia tăng thấp, do một lượng lớn nguyên phụ liệu phải nhập khẩu - đặc biệt là từ Trung Quốc (40%), Hàn Quốc (14%), Đài Loan (11%), Hồng Kông (8%) và Mỹ (6%), v.v ... Đây có thể là trở ngại cho việc đáp ứng các yêu cầu về quy tắc xuất xứ của một số hiệp định thương mại và cũng có thể khiến Mỹ có những hành động bất lợi; 2) nút thắt cổ chai ở một số công đoạn, đặc biệt là hoạt động nhuộm vải do những ảnh hưởng đến môi trường; 3) hầu hết các công ty sản xuất hàng may mặc tại Việt Nam sản xuất theo dạng hợp đồng Cut-Make-Trim (CMT)*, loại hợp đồng gia công có tỷ suất lợi nhuận thấp, mặc dù một số doanh nghiệp cũng đã chuyển dần sang các hình thức sản xuất có tỷ suất lợi nhuận cao hơn (vd: FOB).

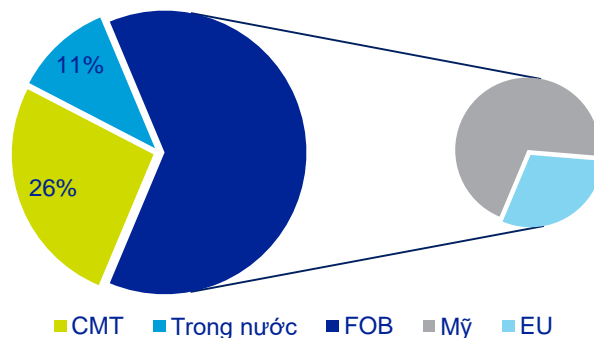
Nhìn chung, chúng tôi lạc quan về triển vọng ngành, tuy nhiên, các doanh nghiệp dệt may Việt Nam có thể hưởng lợi như thế nào và đến mức nào từ những cơ hội trên không hẳn sẽ giống nhau.

**CMT là hình thức sản xuất mà theo đó người mua cung cấp cho nhà sản xuất tất cả các yếu tố đầu vào để sản xuất, từ thiết kế, nguyên liệu và vận chuyển, trong khi nhà sản xuất chỉ cắt, ráp. CMT là hình thức sản xuất xuất khẩu hàng may mặc đơn giản nhất. Đối với FOB (OEM) - Free On Board or Original Equipment Manufacturing - nhà sản xuất sẽ tham gia vào việc tìm nguồn cung ứng cho các yếu tố đầu vào, cụ thể là tìm nhà cung cấp nguyên liệu hoặc mua nguyên liệu từ các nhà cung cấp mà người mua chỉ định. Đối với ODM (Original Design Manufacturing), nhà sản xuất không chỉ tham gia vào việc tìm nguồn cung ứng nguyên liệu, cắt ráp mà còn thiết kế. Đối với hình thức OBM (Original Brand Manufacturing), nhà sản xuất chịu trách nhiệm về tất cả các giai đoạn để tạo ra thành phẩm với thương hiệu của mình. Hình thức sản xuất mà nhà sản xuất càng tham gia vào càng nhiều giai đoạn thì tỷ suất lợi nhuận càng cao.*

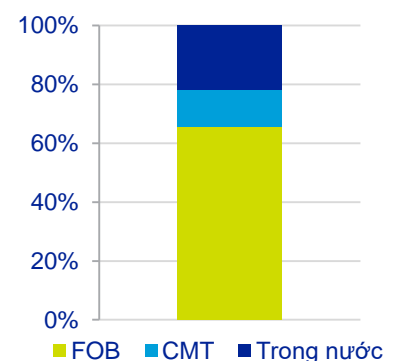
Tập trung vào hình thức sản xuất có biên lợi nhuận cao

Kể từ khi thành lập vào năm 1988, MSH vẫn luôn tập trung vào mảng kinh doanh chính là sản xuất hàng may mặc xuất khẩu, song song với việc phát triển các sản phẩm chăn ga gối đệm cho thị trường nội địa.

Cơ cấu doanh thu của MSH



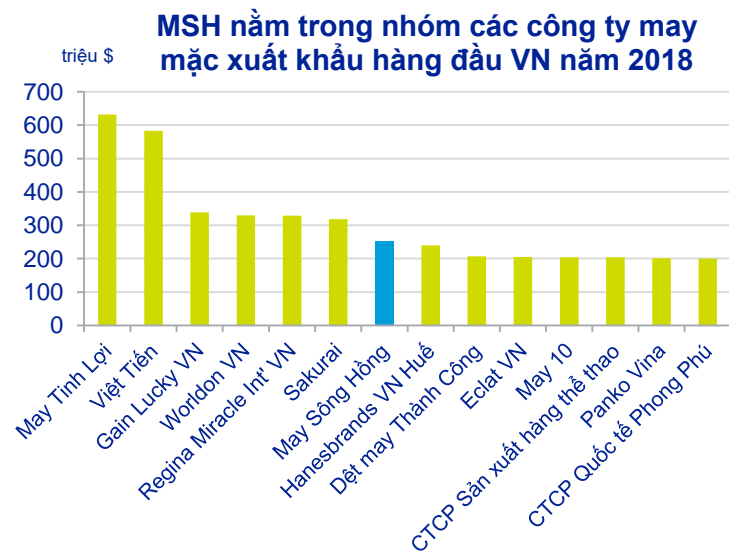
Cơ cấu LN gộp của MSH



Xuất khẩu chiếm 89% doanh thu của công ty. Sản phẩm chính là quần áo - với nhiều mặt hàng đa dạng (áo khoác, blazer, đầm, váy, áo, v.v...) - được sản xuất theo hợp đồng FOB (chỉ định) và CMT. MSH là một trong số ít các công ty may mặc tại Việt Nam có tỷ trọng hàng FOB (62% doanh thu) vượt trội hơn CMT. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tăng

lên 76% trong năm 2019. Mỹ (chiếm 70% doanh thu FOB) và EU (30%) là 2 thị trường lớn cho loại đơn hàng này của công ty. Theo đó, nếu EVFTA có hiệu lực có thể sẽ có nhiều ý nghĩa hơn đối với MSH so với CPTPP, miễn là đáp ứng được yêu cầu về quy tắc xuất xứ "Từ vải trở đi". Các khách hàng truyền thống của MSH ở hình thức sản xuất này là New York and Company, Columbia sportswear and G-III Apparel Group. The Haddad Apparel Group, một khách hàng mới bắt đầu hợp tác với MSH từ năm 2017, đã tăng giá trị hợp đồng từ 7,9 triệu \$ năm 2017 lên 29 triệu \$ năm 2018, góp phần tạo nên kết quả ấn tượng của MSH trong năm này. The Haddad Apparel Group là đơn vị phụ trách thiết kế, kinh doanh và phân phối các thương hiệu nổi tiếng như Converse, Nike, Levi's.

Đối với hợp đồng CMT, MSH chủ yếu xuất khẩu sang Nhật Bản, Hàn Quốc, Canada và Mỹ. Khách hàng lớn nhất là công ty SAE-A Trading Co., Ltd (Hàn Quốc) với giá trị hợp đồng giảm từ 32,7 triệu \$ năm 2017 xuống còn 26 triệu \$ năm 2018. MSH định hướng giảm tỷ lệ hàng CMT và tăng hàng FOB nhằm gia tăng tỷ suất lợi nhuận.



Nguồn: Bản tin Bộ Công Thương

Ngoài hoạt động xuất khẩu, từ 2001, MSH cũng đã phát triển thị trường nội địa với sản phẩm chăn ga gối đệm có biên lợi nhuận gộp trên 30% và đóng góp ~11% doanh thu của công ty. Sản phẩm được định vị ở phân khúc trung cấp và phần lớn được phân phối ở thị trường phía Bắc. Cạnh tranh với MSH trong nhóm sản phẩm này là Everon, thương hiệu của CTCP Everpia (HSX: EVE). EVE là nhà sản xuất các sản phẩm chăn ga gối đệm nổi tiếng sở hữu mạng lưới phân phối toàn quốc. Ngoài ra, EVE còn phân phối theo mô hình B2B nhằm phục vụ đối tượng khách hàng là các khách sạn.

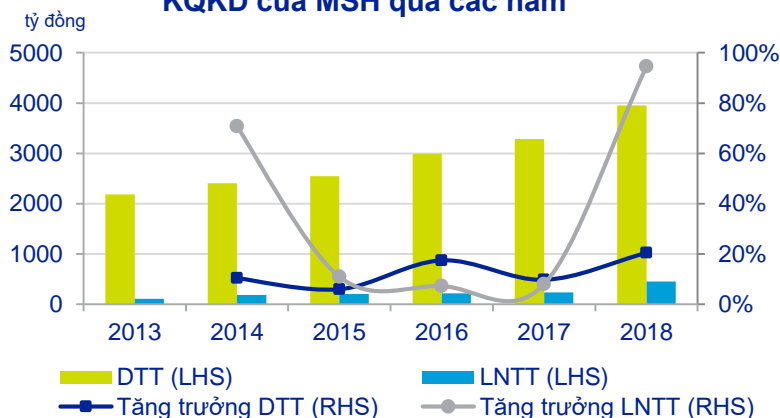
Từ năm 2016, MSH cũng bắt đầu xuất khẩu các sản phẩm chăn ga gối đệm sang Nhật Bản và Hàn Quốc, đóng góp ~5% vào doanh thu nhóm sản phẩm này. Công ty đặt mục tiêu trong năm tới sẽ thúc đẩy tăng trưởng của mảng kinh doanh này bằng cách đẩy mạnh xuất khẩu. Chúng tôi giả định nhóm sản phẩm này sẽ tăng trưởng 10 - 15% trong giai đoạn 2019-2021, từ mức tăng trưởng 12% ước tính trong năm 2018.

Duy trì tăng trưởng qua các năm

Mặc dù tỷ lệ khác nhau nhưng MSH hầu như duy trì được tốc độ tăng trưởng dương cho cả doanh thu và lợi nhuận trong suốt 5 năm qua. Năm 2018, công ty ghi nhận doanh thu thuần 3.951 tỷ đồng, tăng 20,4% n/n, tương ứng CAGR 5 năm là 12,6% (so với 10,1% của

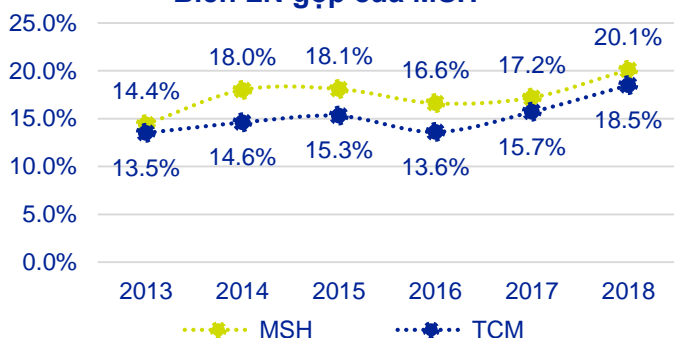
các công ty dệt may niêm yết có dữ liệu trong năm 2013-2018; trong đó, MSH nằm trong danh sách 10 công ty tăng trưởng nhanh nhất). Kết quả ấn tượng của năm 2018 chủ yếu là nhờ gia tăng giá trị đơn hàng từ khách hàng mới như Haddad và khu vực sản xuất Sông Hồng 9 đi vào hoạt động ổn định hơn sau khi được nâng cấp năm 2016.

KQKD của MSH qua các năm

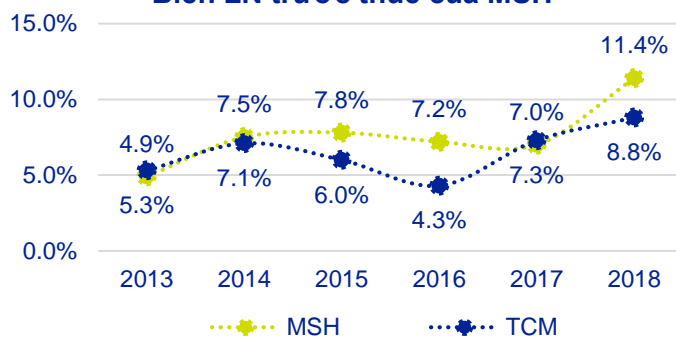


Nhờ chuyển dịch sang hợp đồng FOB, biên lợi nhuận gộp của MSH liên tục cải thiện trong những năm gần đây, đạt 20,1% trong năm 2018 từ mức 17,2% năm 2017, cao hơn mức 18,5% năm 2018 của CTCP Dệt may Thành Công (HSX: TCM - cũng là công ty xuất khẩu hàng may mặc theo hình thức FOB. Dù vậy, TCM còn tham gia vào nhiều công đoạn khác như xe sợi, dệt, đan, nhuộm). LNTT theo đó tăng vọt 94,5% n/n, lên 450 tỷ đồng, tương đương với CAGR 5 năm là 33,6%. Với định hướng tiếp tục nâng tỷ trọng hàng FOB và giảm CMT, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp này có thể duy trì trong những năm sau.

Biên LN gộp của MSH



Biên LN trước thuế của MSH



Mã CK	Sàn giao dịch	Doanh thu 2018 (tỷ đồng)	LNTT 2018 (tỷ đồng)	2013-2018 CAGR Doanh thu	2013-2018 CAGR LNTT	Biên LN gộp 2018	Biên LNTT 2018	2018 ROE	2018 ROA	2018 Nợ ròng/EBITDA
VGT	UPCOM	19.136	761	11,8%	18,0%	9,4%	4,0%	5,5%	2,0%	6,5
VGG	UPCOM	9.720	581	15,0%	13,2%	12,0%	6,0%	29,0%	10,1%	-1,7
MNB	UPCOM	4.920	100	11,8%	-2,2%	19,9%	2,0%	14,3%	1,8%	7,3
HTG	UPCOM	4.346	109	12,1%	15,5%	8,8%	2,5%	21,8%	4,9%	3,0
MSH	HOSE	3.951	450	12,6%	33,5%	20,1%	11,4%	43,8%	15,1%	0,2
TCM	HOSE	3.664	323	7,4%	19,2%	18,5%	8,8%	22,1%	8,3%	2,1
TNG	HNX	3.613	214	24,9%	66,0%	17,7%	5,9%	25,3%	7,5%	2,8
PPH	UPCOM	3.510	221	-4,0%	-4,7%	8,4%	6,3%	13,8%	4,3%	20,6
M10	UPCOM	2.980	66	10,1%	8,0%	15,7%	2,2%	14,9%	3,8%	1,6
HSM	UPCOM	2.559	63	12,9%	6,5%	10,1%	2,5%	9,2%	1,9%	7,8

Nguồn: FiinPro, Bloomberg, ACBS tổng hợp

MSH có báo cáo tài chính khá đơn giản. Kết quả kinh doanh chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, không có công ty liên doanh/liên kết và ảnh hưởng từ lợi nhuận tài chính không đáng kể. MSH có vay nợ bằng USD, tuy nhiên, sự biến động tỷ giá hối đoái có thể được bù trừ nhờ nguồn ngoại tệ từ xuất khẩu. Dòng tiền từ hoạt động lành mạnh là một điểm cộng nữa trong báo cáo tài chính của công ty. Grant Thornton và công ty TNHH Kiểm toán VACO là các công ty kiểm toán cho MSH trong nhiều năm.

Dự kiến gia tăng công suất từ 2020

MSH đang vận hành 6 khu vực sản xuất tại Nam Định, bao gồm 18 xưởng may – mỗi xưởng 8 chuyển may - và 1 xưởng chần, bông, chần, thêu, in. Công ty dự kiến hoàn tất thêm 1 xưởng may mới trong Q3/2020 (muộn hơn so với kế hoạch ban đầu là Q2/2020) nhằm tăng tổng công suất thiết kế lên thêm 20%. Theo đó, công ty con Sông Hồng-Nghĩa Hưng vừa được thành lập đầu 2019 với vốn điều lệ là 150 tỷ đồng, trong đó, MSH sở hữu 51% cổ phần. Công ty hiện đang giải phóng mặt bằng.

MSH cũng có kế hoạch hiện đại hóa và di chuyển một số xưởng sản xuất ra khỏi nội thành Nam Định, tuy nhiên, kế hoạch này hiện vẫn chưa khởi động. Công ty chưa cho biết các thông tin liên quan khác.

Khu vực sản xuất	Sông Hồng 1 (may)	Sông Hồng 3 (may)	Sông Hồng 4 (may)	Sông Hồng 7 (may, giặt)	Sông Hồng 8 (chần, bông, chần, thêu, in)	Sông Hồng 9 (may)
Năm thành lập	2000	2006	2009	2012	2001	2015
Số xưởng may	2	4	4	4	6 (nhiều công đoạn)	4
Số chuyển may	16	32	32	32		32
Số nhân công	1,000	2000	2000	2000	300	2000
Công suất thiết kế	630.000 chiếc/tháng	1.300.000 chiếc/tháng	1.300.000 chiếc/tháng	1.300.000 chiếc/tháng		1.500.000 chiếc/tháng

Dự phóng và định giá

Xuất khẩu hàng may mặc FOB dự kiến sẽ vẫn là động lực tăng trưởng chính của MSH trong giai đoạn dự phóng. Trong năm 2019, chúng tôi dự phóng doanh thu FOB chiếm 76% doanh thu thuần của công ty, từ mức 72% ước tính của năm ngoái. Sau khi có thêm khách hàng mới Haddad Group, chúng tôi cho rằng công ty có thể sẽ duy trì tập khách hàng hiện tại cho đến khi xưởng sản xuất mới đi vào hoạt động. Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ duy trì quanh mức hiện tại trong khi tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu thuần có thể nhích lên để thúc đẩy hoạt động xuất khẩu chần ga gối đệm. Tóm lại, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNTT 2019 của MSH lần lượt là 4.528 tỷ đồng (+14,6% n/n) và 509 tỷ đồng (+13,2% n/n).

Chúng tôi định giá cổ phiếu ở mức 68.322 đồng/cp, tương đương với tổng tỷ suất lợi nhuận 25,8%, kết hợp các phương pháp DCF và P/E.

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng
CKDT	66.067	50%
P/E	70.577	50%
Giá mục tiêu	68.322	

So sánh P/E

Mã CK	Tên công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E 12T
VGT VN Equity	VIETNAM NATIONAL TEXTILE & G	5.450	14,7
VGG VN Equity	VIET TIEN GARMENT CORP	2.822	8,0
STK VN Equity	CENTURY SYNTHETIC FIBER CORP	1.627	8,0
TCM VN Equity	THANH CONG TEXTILE GARMENT I	1.529	7,1
TNG VN Equity	TNG INVESTMENT & TRADING JSC	1.169	5,7
GIL VN Equity	BINH THANH IMPORT EXPORT PRO	623	4,0
TVT VN Equity	VIET THANG CORP	557	6,4
EVE VN Equity	EVERPIA VIETNAM JSC	540	9,4
ADS VN Equity	DAMSAN JSC	346	9,9
TET VN Equity	NORTHERN TEXTILES AND GARMEN	180	10,2
X20 VN Equity	X20 JSC	166	8,1
P/E trung bình (theo trọng số vốn hóa)			8,7

Nguồn: Bloomberg

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ MSH	Giá hiện tại (đồng):	57.900	Giá mục tiêu (đồng):	68.322	Vốn hóa (tỷ đồng):	2.896
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	2.992	3.282	3.951	4.528	5.109	5.973
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>17,4%</i>	<i>9,7%</i>	<i>20,4%</i>	<i>14,6%</i>	<i>12,8%</i>	<i>16,9%</i>
GVHB trừ khấu hao	2.393	2.604	3.040	3.477	3.928	4.602
Chi phí bán hàng	132	151	148	183	211	253
Chi phí quản lý doanh nghiệp	169	188	208	239	270	315
Doanh thu tài chính	20	19	30	17	19	22
Chi phí tài chính	(6)	12	12	14	15	18
EBITDA	324	346	572	633	703	808
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,5%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,5%</i>
Khấu hao	103	114	117	119	130	143
Lợi nhuận từ HĐKD	221	232	455	514	573	666
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,1%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,2%</i>	<i>11,1%</i>
Lợi nhuận/Lỗ khác	(3)	(2)	(0)	-	-	-
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-
Chi phí lãi vay ròng	3	(2)	5	4	2	(2)
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>1,2%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>2,8%</i>	<i>7,4%</i>	<i>-5,7%</i>	<i>1,3%</i>
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>70,8</i>	<i>-140,4</i>	<i>89,9</i>	<i>118,7</i>	<i>279,8</i>	<i>-347,3</i>
Thuế	29	31	80	91	102	119
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,2%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,8%</i>
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	185	200	370	419	469	549
Tiền mặt đạt được	288	314	487	538	600	691
Tổng số lượng cổ phiếu	22.680.000	23.814.000	47.628.000	50.009.400	50.009.400	50.009.400
EPS (VND) (sau khi trừ cp quỹ)	8.153	8.691	7.377	8.112	8.916	10.424
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,50	0,50	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS hiệu chỉnh (VND)	4.076	4.345	7.377	8.112	8.916	10.424
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>20,5%</i>	<i>6,6%</i>	<i>69,8%</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>16,9%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Thay đổi vốn lưu động	87	223	53	75	141	254
Capex	158	114	73	150	100	100
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	33	145	-16	-16	-16	-16
Dòng tiền tự do	76	122	345	297	342	322
Phát hành cp	0	11	0	-	-	-
Cổ tức đã trả	130	108	171	225	225	225
Thay đổi nợ ròng	54	-25	-174	-72	-117	-97
Nợ ròng cuối năm	294	269	95	23	-94	-191
Vốn CSH	653	755	934	1.127	1.372	1.695
Giá trị sổ sách/cp (VND)	28.808	32.753	19.604	22.997	27.426	33.900
Nợ ròng / VCSH (%)	45,0%	35,6%	10,2%	2,0%	-6,9%	-11,3%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,9	0,8	0,2	0,0	-0,1	-0,2
Tổng tài sản	2.192	2.381	2.521	2.642	2.770	2.997

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
ROE (%)	29,2%	28,5%	43,8%	40,6%	37,6%	35,8%
ROA (%)	9,0%	8,8%	15,1%	16,2%	17,3%	19,0%
ROIC (%)	20,8%	20,2%	36,4%	38,7%	38,8%	39,3%
WACC (%)	10,6%	10,9%	14,7%	15,8%	16,0%	16,0%
EVA (%)	10,2%	9,3%	21,7%	22,9%	22,8%	23,3%
P/E (x)	14,2	13,3	7,8	7,1	6,5	5,6
EV/EBITDA (x)	9,1	8,5	5,1	4,6	4,2	3,6
EV/FCF (x)	38,6	24,0	8,5	9,9	8,6	9,1
P/B (x)	2,0	1,8	3,0	2,5	2,1	1,7
P/S (x)	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/sales (x)	1,0	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5
PEG	0,4	0,5	0,3	0,6	0,5	0,5
Suất sinh lợi cổ tức (%)	7,8%	7,8%	6,9%	7,8%	7,8%	7,8%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Tài chính
Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp

Trần Trí An Phúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
phuctta@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Ô tô
Diệp Hoàng Long

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
longdh@acbs.com.vn

NVPT – Khối khách hàng cá nhân

Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật

Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (x250)
phuocld@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Giám đốc Kinh doanh KHĐC

Patrick Mitchell

(+84 28) 5404 6632
patrick@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Phan Hồng Diệp
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

NV Quan hệ doanh nghiệp

Lê Thị Mai Như
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
nhultm@acbs.com.vn

NV Chăm sóc khách hàng

Nguyễn Ngọc Tuyền
(+84 28) 3823 4955
tuyenann@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 54046630 (x308)
huongctk@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Thị Thanh Nhân
(+84 28) 3823 4159 (ext: 311)
nhanntt.sqn@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh
(+84 28) 54046626
thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung
(+84 28) 54046630
dungln.hso@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2019). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.