

TỔNG CÔNG TY MAY NHÀ BÈ - CTCP (UPCOM: MNB)

Lê Hồng Thuận

Chuyên viên phân tích

 Email: thuanlh@fpts.com.vn

Điện thoại: (+824) – 3773 7070 - Ext: 4343

Thông tin niêm yết trên UPCoM

Giá chào sàn	22.000
Ngày chào sàn	24/4/2018
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	182
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	18,2
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	708
P/E trailing	12,13x
EPS (vnđ/cp)	3.208

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Tổng Công ty May Nhà Bè – CTCP
Địa chỉ	Đường Bến Nghé, phường Tân Thuận Đông, Quận 7, Tp. HCM
Doanh thu chính	Sản xuất hàng may mặc
Chi phí chính	Nguyên vật liệu, lao động
Thương hiệu nổi bật	Mattana, Novelty, De Celso...
Sản phẩm chính	Veston, sơ mi, quần, jacket....

Danh sách cổ đông
Tỷ lệ (%)

Tập đoàn Dệt May Việt Nam	28%
Công ty cổ phần 4M	8%
Khác	64%

CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2018

Doanh thu năm 2017 đạt 4.217 tỷ đồng, xấp xỉ doanh thu năm 2016. **Lợi nhuận sau thuế năm 2017** đạt 58 tỷ đồng (2016: 52 tỷ đồng). Trong đó, doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2017 của công ty mẹ đạt 3.111 tỷ đồng và 74 tỷ đồng (xấp xỉ năm 2016). Các công ty con và công ty liên không đạt hiệu quả cao.

Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2018 của công ty mẹ là 3.500 tỷ đồng và 74 tỷ đồng (tương đương kế hoạch đặt ra năm 2017).

Tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2017 được ĐHCĐ thông qua là 25% bằng tiền mặt với ngày thanh toán cổ tức là 6/6/2018. Dự kiến tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2018 là 20 – 25%.

MNB là một trong các doanh nghiệp đầu ngành dệt may chiếm lĩnh thị trường may đồng phục trong nước, tuy nhiên hiệu quả quản lý chi phí của doanh nghiệp này chưa cao. MNB đang được giao dịch với EPS là 3.208 vnđ/cp và P/E trailing là 12,13x, cao hơn so với trung bình ngành 6,42x. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu MNB cho mục tiêu trung và dài hạn.

Triển vọng đầu tư

- **Là một trong hai doanh nghiệp may chiếm lĩnh thị trường đồng phục:** May Nhà Bè là một trong hai doanh nghiệp chiếm lĩnh thị trường sản phẩm đồng phục khối doanh nghiệp... Đây là các đơn vị có quy mô lao động rất lớn với nhu cầu đơn hàng đồng phục lớn hàng năm.
- **Tỷ lệ lợi nhuận gộp cao nhất ngành dệt may:** Với sản phẩm chủ lực là Veston đem lại lợi nhuận gộp lớn, cộng với khả năng sản xuất ODM, tỷ lệ lợi nhuận gộp của MNB hiện cao nhất trong các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc.
- **Dự án Nhà máy may Nhà Bè – Sóc Trăng** năng lực sản xuất của nhà máy đạt 25 – 30 triệu sản phẩm/năm; kim ngạch xuất khẩu đạt 90 – 100 triệu USD/năm trong những năm đầu tiên đi vào hoạt động sẽ giải quyết được tình trạng tối đa công suất của MNB trong thời gian tới.

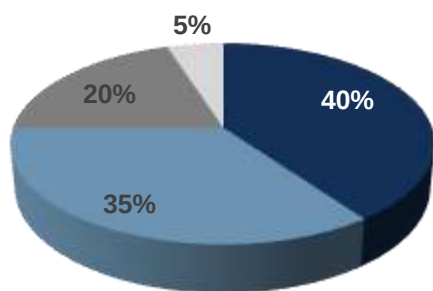
Rủi ro đầu tư

- **Quản lý chi phí chưa hiệu quả:** Tỷ lệ Chi phí bán hàng và Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần của MNB hiện cao nhất ngành.
- **Đòn bẩy tài chính cao:** Tỷ trọng nợ vay có lãi/tổng tài sản có năm 2017 là 60% (gần gấp đôi mức trung bình ngành là 37%).
- **Biến động giá nguyên vật liệu:** Nguyên vật liệu chính của MNB là các loại vải sợi cao cấp, chủ yếu nhập khẩu từ nước ngoài. Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

GIỚI THIỆU DOANH NGHIỆP

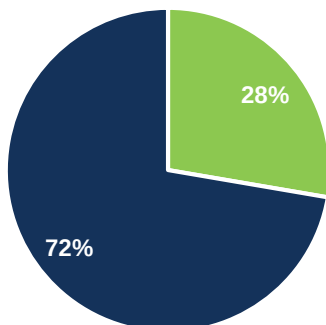


Các thị trường xuất khẩu



■ Mỹ ■ Châu Âu ■ Nhật Bản ■ Khác

Cơ cấu cổ đông



■ Tập đoàn Dệt May Việt Nam ■ Khác

Lịch sử hình thành

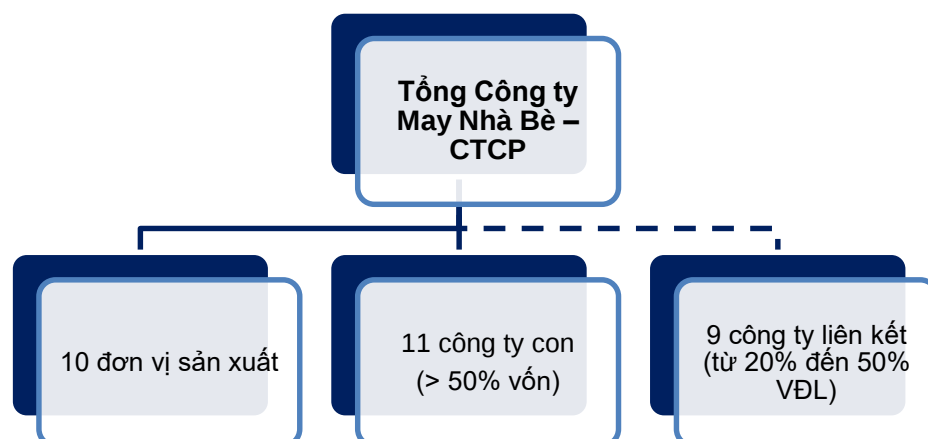
Năm	Sự kiện
1975	NBC khởi đầu từ hai xí nghiệp may Ledgine và Jean Symi thuộc khu chế xuất Sài Gòn hoạt động từ trước năm 1975
1992	Bộ Công nghiệp quyết định thành lập Công ty may Nhà Bè trên cơ sở Xí nghiệp may Nhà Bè
2005	Công ty may Nhà Bè cổ phần hóa và chuyển đổi từ doanh nghiệp Nhà nước thành Công ty cổ phần May Nhà Bè. Sản xuất chủ yếu theo phương thức CMT
2008	Công ty đổi tên thành Tổng công ty CP May Nhà Bè với tên giao dịch là NBC, tập trung phát triển thị trường trong nước.
2011	Bắt đầu sản xuất theo FOB và phát triển đội ngũ chuyên viên người nước ngoài
2013	Phát triển phương thức ODM
2018	Giao dịch đầu tiên trên UPCoM với giá tham chiếu 22.000 đồng

Cơ cấu cổ đông

Cổ đông lớn nhất của MNB là Tập đoàn Dệt May Việt Nam (chiếm 28%) cổ phần; Công ty cổ phần 4M (8%); Công ty cổ phần Thương mại và Vận tải Biển Bom (0,3%). Tính tới thời điểm trước khi chào sàn, đa số cổ phần (64%) thuộc về cán bộ công nhân viên của MNB.

Cơ cấu tổ chức

Tính tới 31/12/2017, MNB đã có 30 doanh nghiệp và xí nghiệp thành viên, hơn 15.000 máy móc thiết bị hiện đại. Trong đó, 25 đơn vị sản xuất hàng dệt thoi (5 đơn vị được đặt tại trụ sở chính MNB). Ngoài ra MNB còn sở hữu 4 nhà máy sản xuất hàng dệt kim tại tỉnh Bình Định, An Giang. MNB có các nhà máy liên doanh thuê vì tính để tôn tạo các sản phẩm may mặc và các nhà máy giặt tẩy theo yêu cầu của thiết kế.



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Bảng tóm tắt về hoạt động kinh doanh của MNB

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính	- Sản xuất và bán lẻ hàng may mặc cho thị trường trong nước, chủ yếu là đồng phục cho khối doanh nghiệp; - Sản xuất hàng may mặc xuất khẩu cho thị trường quốc tế
Các dòng sản phẩm chính	Veston, Sơ mi, quần âu, jacket, áo khoác, váy...
Thị trường nội địa	De Celso, Mattana, Novelty, Style of Living, Navy Blue...
Thị trường xuất khẩu	Thị trường xuất khẩu chính: Mỹ (40%), Châu Âu (35%), Nhật Bản (20%), Khác (5%).
Phương thức sản xuất	CMT, FOB, ODM

Nguồn: MNB, FPTTS tổng hợp

Năng lực sản xuất mỗi tháng của MNB

Sản phẩm	Sản phẩm (chiếc)
Veston	1.020.000
Sơ mi	900.000
Quần	600.000
Jacket	180.000
Áo khoác	250.000
Váy	150.000
Sản phẩm giặt tẩy	350.000
Sản phẩm ép sympatex	100.000
Sản phẩm dệt kim	1.500.000

Nguồn: MNB, FPTTS tổng hợp

Sản phẩm chủ lực của MNB là veston

Sau 44 năm thành lập, sản lượng hàng tháng của MNB đạt 3 triệu sản phẩm hàng dệt thoi cao cấp và 1,5 triệu sản phẩm dệt kim, trong đó, sản phẩm chủ lực là Veston nam/nữ và sơ mi cao cấp. Hiện thương hiệu veston cao cấp Nhà Bè đang là sản phẩm xuất khẩu mũi nhọn, chiếm 50% giá trị xuất khẩu của Công ty. Các sản phẩm của Nhà Bè chủ yếu xuất khẩu vào thị trường Nhật Bản và Hoa Kỳ. Tại thị trường trong nước, các sản phẩm veston của MNB mang thương hiệu Mattana, Novelty được người tiêu dùng rất ưa chuộng.

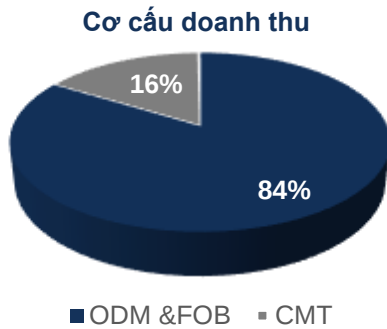
Sản phẩm veston cao cấp đòi hỏi rất cao về kỹ thuật, vì có nhiều chi tiết phức tạp nên khâu tuyển dụng và đào tạo lao động cũng khắt khe hơn nhiều so với may sản phẩm thông thường. Ngoài ra, chi phí đầu tư xây dựng Nhà máy sản xuất mặt hàng này tương đối lớn (~90 tỷ đồng cho nhà máy công suất 400.000 bộ/năm). Do đó, tại Việt Nam không có nhiều doanh nghiệp dệt may sản xuất được veston cao cấp để xuất khẩu. May Nhà Bè (MNB), May 10 (M10), may Hòa Thọ (HTG), may Việt Tiến (VGG) là các doanh nghiệp đi đầu trong việc đưa vào hoạt động nhà máy may veston cao cấp.

May Nhà Bè là một trong hai công ty may chiếm lĩnh thị trường may đồng phục cho khối các doanh nghiệp

Thị trường may đồng phục tại Việt Nam chia thành đồng phục cho doanh nghiệp tại các thành phố/đô thị và đồng phục cho các doanh nghiệp địa phương. Đồng phục cho các doanh nghiệp tại các thành phố/đô thị chủ yếu tham gia bởi các doanh nghiệp dệt may thuộc Tập đoàn dệt may Việt Nam, trong đó, May Nhà Bè và May Đức Giang là đơn vị sản xuất chủ yếu, chiếm lĩnh thị trường. Đồng phục cho các doanh nghiệp địa phương chủ yếu là đặt may tại các công ty may địa phương nhỏ.

Trong năm 2016, doanh thu mảng may đồng phục của May Nhà Bè tăng trưởng 25%, điển hình là thương hiệu Mattana là đồng phục cho các Bộ, Ban, Ngành, các trường đại học, ngân hàng như Bộ Công Thương, Văn phòng Chính phủ, Cục Đăng Kiểm, Bộ Tư Pháp, Đại học Ngoại ngữ, Ngân hàng quốc tế VIB, Ngân hàng HSBC, Coop Bank, Vietcombank, Bệnh viện Nhi Trung Ương, Việt Đức, Vinmec...

Khả năng sản xuất theo phương thức ODM có giá trị gia tăng cao



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

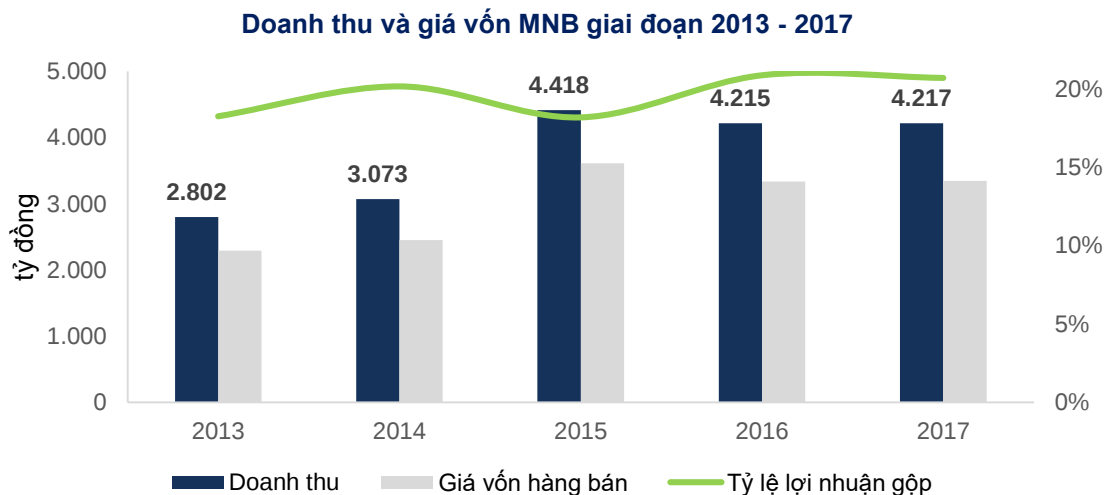
MNB có khả năng sản xuất ODM với giá trị gia tăng cao:

Từ năm 2011, doanh nghiệp đã có những bước chuẩn bị để phát triển lên phương thức sản xuất cao hơn thông qua việc tạo điều kiện cho chuyên viên người nước ngoài làm việc tại MNB. Đây là đội ngũ nòng cốt trong công tác thiết kế, nắm bắt thị hiếu của người tiêu dùng trong và ngoài nước, từ đó nâng cao giá trị sản xuất, tăng sức cạnh tranh, tạo lợi thế vững chắc trên thị trường.

Trong cơ cấu doanh thu 2017 của MNB, doanh thu CMT chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (16%) tương đương với khoảng 30 triệu USD. Chủ yếu doanh thu là theo phương thức sản xuất ODM và FOB (84%).

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2017

Tăng trưởng doanh thu chậm lại

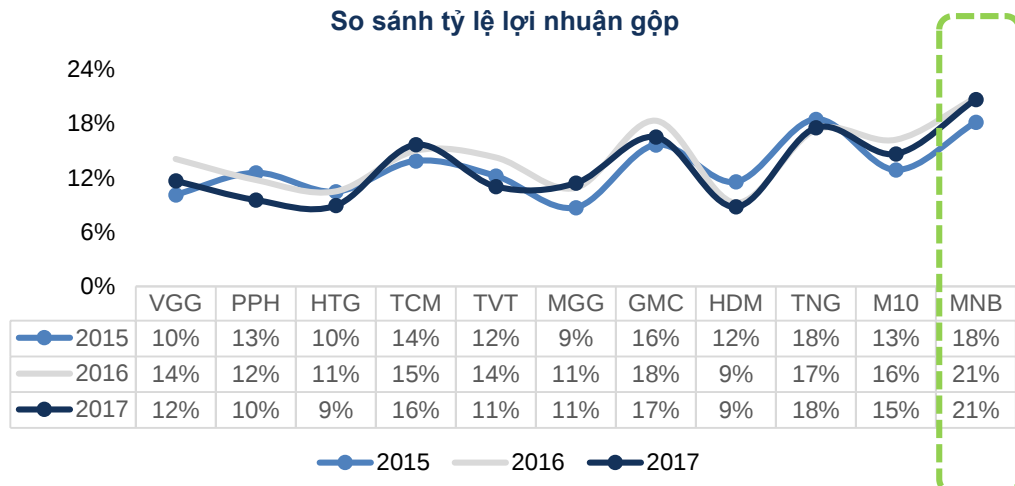


Nguồn: FPTTS tổng hợp

Doanh thu của MNB năm đạt 4.217 tỷ đồng (xấp xỉ doanh thu năm 2016). Tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR đạt xấp xỉ 10%/năm, thấp hơn so với tăng trưởng toàn ngành. Đặc biệt là trong giai đoạn 3 năm trở lại đây, doanh thu gần như không tăng trưởng. Nguyên nhân của tình trạng này là tình hình các nhà máy hoạt động tối đa công suất trong thời gian qua.

Trong năm 2017, MNB đã mở rộng thêm công suất qua việc xây dựng Nhà máy may Nhà Bè – Sóc Trăng. Nhà máy đã được khởi công xây dựng từ T5/2017 trên diện tích 6ha với tổng kinh phí đầu tư 300 tỷ đồng và quy mô 4.000 lao động (~1/8 quy mô lao động hiện tại của MNB). Dự kiến năng lực sản xuất của nhà máy đạt 25 – 30 triệu sản phẩm/năm; kim ngạch xuất khẩu đạt 90 – 100 triệu USD/năm trong những năm đầu tiên đi vào hoạt động. Dự án chia thành 2 giai đoạn: Giai đoạn 1 với 2.000 lao động, dự kiến đi vào hoạt động T2/2018; Giai đoạn 2 sẽ triển khai xây dựng tiếp theo vào năm 2019. Chúng tôi cho rằng, với tình hình nhà máy mới đi vào hoạt động, tình trạng tối đa công suất tại MNB sẽ được giải quyết và sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của MNB trong thời gian tới.

Tuy nhiên, tỉ lệ lợi nhuận gộp vẫn duy trì ở mức cao so với các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tỷ lệ lợi nhuận gộp trung bình trong sản xuất hàng may mặc

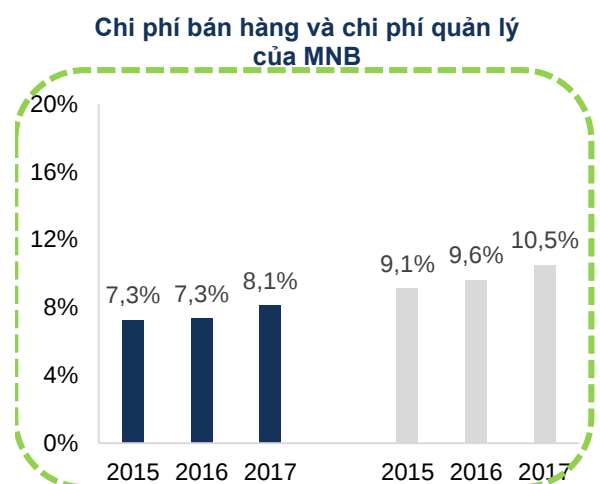
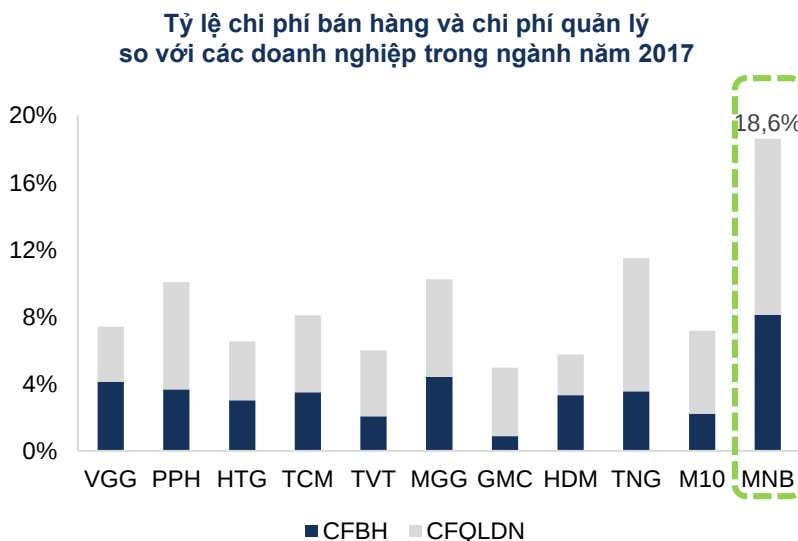
Sản phẩm	Tỷ lệ lợi nhuận gộp
Áo jacket	18%
Quần áo thể thao	14%
Áo veston	20%
Áo sơ mi	12%
Đồng phục và bảo hộ lao động	4%

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tỷ lệ lợi nhuận gộp của MNB đạt khoảng 20%, cao hơn trung bình của các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc Việt Nam là 13% và cao hơn các doanh nghiệp đầu ngành có quy mô tương tự.

Đối với sản xuất hàng may mặc, tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu cao hay thấp tùy thuộc vào sản phẩm sản xuất. Các đơn vị may tư nhân như TCM TNG, GMC có tỷ lệ lợi nhuận gộp khoảng 14 - 17% do sản phẩm chủ yếu là áo jacket và quần áo thể thao. May Nhà Bè có sản phẩm chủ yếu là Veston đòi hỏi nhiều chi tiết may tỉ mỉ nên biên lợi nhuận cao hơn (khoảng 20%). Các doanh nghiệp như May 10, May Việt Tiến, May Việt Thắng với tỷ trọng áo sơ mi lớn nên biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 12 - 14%.

Chi phí bán hàng và Chi phí quản lý doanh nghiệp cao nhất ngành và có xu hướng tăng



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp/ doanh thu thuần có xu hướng tăng trong giai đoạn 2015 - 2017. Mặt khác, so với các doanh nghiệp trong ngành, MNB có tổng tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp rất lớn (xấp xỉ 20% doanh thu thuần, gấp 2 lần doanh nghiệp trong ngành). Tổng tỷ lệ các chi phí này tại các doanh nghiệp dệt may trong ngành trung bình chỉ khoảng 8%. Điều này cho thấy vấn đề của doanh nghiệp trong thời điểm hiện tại là các khoản chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp quá lớn. Nếu MNB có thể duy trì tỷ lệ chi phí bằng với trung bình ngành, lợi nhuận trước thuế năm 2017 có thể tăng 400 tỷ đồng (gấp 5 lần lợi nhuận trước thuế năm 2017).

Các công ty con và công ty liên kết hiệu quả chưa cao

Lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt 58 tỷ đồng (2016: 52 tỷ đồng). Trong đó, lợi nhuận sau thuế năm 2017 của công ty mẹ đạt 74 tỷ đồng (lớn hơn lợi nhuận hợp nhất) do chi phí hoạt động của các công ty con thường cao hơn doanh thu. Phần lãi từ công ty liên doanh liên kết hầu như không đáng kể trong nhiều năm liền. Như vậy, các công ty con và công ty liên kết của MNB hoạt động chưa đạt hiệu quả cao.

KẾ HOẠCH KINH DOANH 2018

Chỉ tiêu (*)	KH 2017	TH 2017	KH 2018
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	3.500	3.172	3.500
Lợi nhuận sau thuế	74,8	74,0	74,0

Nguồn: MNB, FPTS tổng hợp

(*) Đây là kế hoạch kinh doanh năm 2018 của công ty mẹ. ĐHCĐ không trình bày chi tiết kế hoạch của các công ty con và kế hoạch kinh doanh hợp nhất.

Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của công ty Mẹ năm 2018 hầu như không thay đổi so với kế hoạch đặt ra năm 2017. Với tình hình các đơn hàng xuất khẩu đã ký được đến Q3/2018 và tốc độ tăng trưởng chung của toàn ngành, chúng tôi cho rằng kế hoạch doanh thu và lợi nhuận này hoàn toàn có thể thực hiện được.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2018
Đơn vị: tỷ đồng

Chỉ tiêu	Q1/2017	Q1/2018	Chú thích
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.250	963	
Giá vốn hàng bán	1.020	762	
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	231	201	Tỷ lệ lợi nhuận gộp hợp nhất cải thiện từ 18,5% lên 20,9% trong khi tỷ lệ lợi nhuận gộp của riêng công ty mẹ duy trì ở mức 22,3 - 22,7% trong quý 1. Điều này cho thấy hiệu quả hoạt động của các công ty con được cải thiện đáng kể, đặc biệt là công tác tiết kiệm chi phí trong quá trình sản xuất.
Doanh thu hoạt động tài chính	10	4	Chủ yếu do lãi chênh lệch tỷ giá giảm so với cùng kỳ 2017.
Chi phí tài chính	18	21	Tăng chủ yếu do chi phí lãi vay tăng do nhu cầu nợ ngắn hạn tăng và các khoản nợ vay dài hạn phát sinh sau Q1/2017.
Trong đó: Chi phí lãi vay	12	19	
Phần lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	0	1	
Chi phí bán hàng	91	64	Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp là 17,7%, xấp xỉ với năm Q1/2017 (17,2%). Như trên đã đề cập, tỷ lệ này tương đối cao so với trung bình ngành dệt may.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	124	107	
Lợi nhuận (lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh	8	15	
Thu nhập khác	3	4	
Chi phí khác	2	1	
Lợi nhuận (lỗ) khác	1	2	
Tổng lợi nhuận (lỗ) kế toán trước thuế	9	17	
Chi phí thuế TNDN hiện hành	6	6	
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0	0	
Lợi nhuận (lỗ) sau thuế TNDN	4	11	
Lợi ích cổ đông thiểu số	-3	0	Nhờ việc tiết kiệm chi phí trong quá trình sản xuất, lãi của các công ty con tăng nhẹ so với cùng kỳ.
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	7	11	

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành dệt may niêm yết:

Mã CP	VCSH (31/12/17) (tỷ đồng)	Tài sản (31/12/17) (tỷ đồng)	Lợi nhuận 2017 (tỷ đồng)	Doanh thu 2017 (tỷ đồng)	Biên LNG 2017	ROA	ROE	P/E 2017
VGG	1.474	4.169	396	8.452	5%	9%	27%	5,46
HTG	438	1.962	79	3.877	2%	4%	18%	5,78
TCM	1.071	3.035	193	3.209	4%	6%	18%	5,26
PPH	1.649	5.303	188	3.024	8%	4%	11%	6,24
M10	369	1.365	53	3.028	3%	4%	14%	15,30
TVT	703	1.557	91	2.533	5%	6%	13%	4,89
MGG	233	771	26	2.026	2%	3%	11%	15,71
GMC	298	655	68	1.610	4%	10%	23%	6,02
HDM	218	648	41	1.654	3%	6%	19%	6,71
TNG	629	2.226	115	2.488	4%	5%	18%	4,61
P/E trung bình các doanh nghiệp so sánh								6,42x
MNB	397	3.123	58	4.217	1%	2%	15%	12,13x
Giá mục tiêu						VNĐ/cp	20.600	

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu MNB và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737 070/ 2717 171
Fax: (84.24) 37739 058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.28) 62908 686
Fax: (84.28) 62910 607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888