



CTCP May Sông Hồng

[Việt Nam / Dệt may]

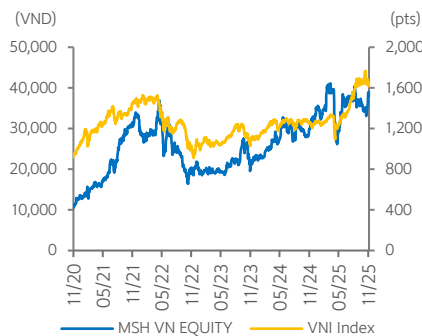
Bloomberg Code (MSH VN) | Reuters Code (MSH.HM)

GIỮ

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) VND 42,600
Giá hiện tại (06/11/2025) VND 38,700
Suất sinh lời (%) 10.1%

VNINDEX	1,643
HNXINDEX	266
Vốn hóa (tỷ VND)	4,355
SLCP lưu hành (triệu CP)	113
Tự do giao dịch (triệu CP)	55
52-tuần cao/thấp (VND)	41,867/25,167
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.41
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	13
Cổ đông lớn Bùi Đức Thịnh (%)	23.9
CTCP Chứng khoán FPT	11.7
Biến động giá	3T 6T 12T
Tuyệt đối (%)	0.9 30.3 19.0
So với VN-Index (%)	-3.4 -1.8 -11.1



Nguồn: Bloomberg

Trang Phạm

☎ 028 6299 8000
✉ trang.pq@shinhan.com

Thảo Nguyễn – Chuyên viên phân tích

☎ (84-28) 6299-8004
✉ thao.np@shinhan.com



Please click or scan

Tăng trưởng lợi nhuận kỷ lục

Cập nhật khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 42,600 đồng

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH) là một trong những doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc xuất khẩu và chăn ga gối nệm hàng đầu Việt Nam.

9T2025 của MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,149 tỷ VND (+8% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 468 tỷ VND (+74% YoY), hoàn thành lần lượt 75% và 95% kế hoạch cả năm. Đặc biệt Q3/2025 ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế theo quý cao nhất trong lịch sử hoạt động của công ty nhờ đàm phán được các đơn hàng CMT có giá trị gia tăng cao và thu nhập tài chính tăng. Q4/2025 được dự báo sẽ tiếp tục ổn định nhờ mùa cao điểm nhập khẩu để chuẩn bị cho dịp lễ hội cuối năm. Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng hoạt động xuất khẩu sang thị trường Mỹ của MSH sẽ chậm lại do tác động của thuế quan chuyển dịch sang năm 2026 và thị trường cần thêm thời gian để kiểm chứng sức mua thực tế cũng như mức độ chấp nhận mặt bằng giá mới. Dựa trên phương pháp DCF, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của MSH ở mức 42,600 đồng; tương ứng với mức upside 10.1%.

Lợi nhuận sau thuế 9T2025 duy trì đà tăng trưởng tích cực

Q3/2025, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,647 tỷ đồng, giảm nhẹ 6% YoY do mảng FOB (chiếm trung bình khoảng hơn 70% cơ cấu doanh thu của công ty) sụt giảm 36% YoY do hàng tồn kho từ đợt front-loading vẫn còn và tâm lý thận trọng của khách hàng khi thuế quan có hiệu lực.

Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế Q3 ghi nhận 201 tỷ đồng (+55% YoY) - mức cao kỷ lục trong lịch sử hoạt động của công ty nhờ (1) Giá vốn hàng bán giảm sâu 13% do ứng dụng công nghệ vào quy trình sản xuất; (2) Biên lợi nhuận mảng CMT tăng trưởng mạnh nhờ đàm phán được các đơn hàng có giá trị gia tăng cao và (3) Thu nhập tài chính cải thiện đến từ khoản đầu tư trái phiếu. Biên lợi nhuận mảng CMT chủ yếu dao động quanh mức 5-15% và thường xuyên biến động do phụ thuộc nhiều vào khách hàng. Việc biên lợi nhuận gộp CMT Q3 tăng trưởng cao đạt 25% chủ yếu là do năng lực đàm phán tốt của MSH và xu hướng ưu tiên đơn hàng gia công của khách hàng.

Tổng kết 9T2025, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,149 tỷ VND (+8% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 468 tỷ VND (+74% YoY), hoàn thành lần lượt 75% và 95% kế hoạch cả năm.

Bên cạnh đó, chúng tôi nâng dự phóng lợi nhuận ròng năm 2025 lên 47% so với ước tính trước đó do lợi nhuận đến từ các đơn hàng CMT tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng khi MSH đàm phán được giá bán tốt hơn

Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng chậm lại

Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng hoạt động xuất khẩu tại thị trường Mỹ của MSH sẽ tăng trưởng chậm lại. Nguyên nhân là do tác động của thuế quan sẽ chuyển dịch sang năm 2026 và thị trường cần thêm thời gian để kiểm chứng sức mua thực tế cũng như mức độ chấp nhận mặt bằng giá mới. Đồng thời, do đặc thù là nhóm tiêu dùng lâu bền, sản phẩm dệt may thường có tốc độ tiêu thụ hàng tồn kho chậm hơn các mặt hàng khác như thủy sản, khiến chu kỳ đặt hàng mới kéo dài. Trong bối cảnh tồn kho ở mức cao và chi phí logistic còn biến động, các nhà nhập khẩu Mỹ có xu hướng thận trọng hơn trong kế hoạch nhập hàng.

Do vậy, chúng tôi thận trọng dự phóng doanh thu năm 2026 của MSH đạt 5,406 tỷ đồng (-3% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi nhuận sau thuế sẽ diễn biến ngược chiều với doanh thu, dự kiến đạt 686 tỷ đồng, tăng nhẹ 3% YoY nhờ: (1) Năng lực kiểm soát chi phí sản xuất hiệu quả; (2) Giá nguyên vật liệu đầu vào không biến động nhiều và (3) Thu nhập tài chính từ khoản đầu tư trái phiếu tiếp tục gia tăng.

Rủi ro: (1) Rủi ro nhu cầu tiêu dùng hàng dệt may của Mỹ sụt giảm; (2) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào; (3) Rủi ro giá bán giảm, (4) Rủi ro tỷ giá tăng và (5) Rủi ro khách hàng phá sản.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	5,521	4,542	5,280	5,574	5,406
LN từ HĐKD (tỷ VND)	359	187	441	612	651
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	338	245	440	664	686
EPS (đồng)	4,998	3,260	5,465	5,904	6,095
BPS (đồng)	21,452	21,948	23,908	24,214	27,487
Biên LN HĐKD (%)	6.5	4.1	8.4	11.0	12.0
Biên LN ST (%)	6.1	5.4	8.3	11.9	12.7
ROE (%)	19.6	13.6	21.4	22.8	22.1
PER (x)	5.7	11.1	9.5	6.6	6.2
PBR (x)	1.4	1.5	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	4.7	6.7	6.5	4.9	4.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật KQKD Q3/2025 & 9T2025

Khoản mục	Q3/2024	Q3/2025	9T/2024	9T/2025	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,748	1,647	3,852	4,149	Doanh thu Q3/2025 ghi nhận giảm nhẹ 6% YoY do mảng FOB (chiếm trung bình khoảng hơn 70% cơ cấu doanh thu của công ty) sụt giảm 36% YoY do hàng tồn kho từ đợt front-loading vẫn còn và tâm lý thận trọng của khách hàng khi thuế quan có hiệu lực. Trong khi đó, dù doanh thu mảng CMT tăng mạnh 215% YoY nhưng do tỷ trọng đóng góp còn nhỏ (34%) nên chưa đủ bù đắp được sự sụt giảm từ mảng FOB. Tuy nhiên, lũy kế 9T/2025, doanh thu thuần vẫn ghi nhận tăng 8% YoY nhờ kết quả tích cực trong 1H2025.
Tăng trưởng (%YoY)		-6		8	
Mảng FOB & CGGD (tỷ VND)	1,540	990	3,273	2,639	
Mảng CMT (tỷ VND)	208	657	579	1,510	
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	265	350	543	849	Biên lợi nhuận gộp Q3/2025 tăng trưởng 40đpt YoY chủ yếu nhờ đàm phán được các đơn hàng CMT có giá trị gia tăng cao và chi phí sản xuất được quản lý hiệu quả.
Tăng trưởng (%YoY)		32		56	
Biên lợi nhuận gộp (%)	15	21	14	20	
Mảng FOB & CGGD (%)	15	20	14	18	
Mảng CMT (%)	17	25	12	25	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	159	245	333	572	Lợi nhuận sau thuế Q3/2025 của MSH tăng trưởng 54% YoY, tiếp tục nổi dài chuỗi lợi nhuận theo quý kỳ lục trong lịch sử hoạt động của công ty. Đà tăng trưởng mạnh mẽ chủ yếu nhờ đàm phán được các đơn hàng CMT có giá trị gia tăng cao và thu nhập tài chính cải thiện.
Tăng trưởng (%YoY)		54		72	
NPAT (tỷ VND)	130	201	269	468	
Tăng trưởng (%YoY)		55		74	

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025, 2026

1. Dự phóng KQKD 2025

Khoản mục	2024	2025F trước điều chỉnh	2025F sau điều chỉnh	Chênh lệch trước và sau điều chỉnh (%)	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,280	5,574	5,574	0	Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh Q4/2025 của MSH tiếp tục duy trì ổn định nhờ mùa cao điểm nhập khẩu để chuẩn bị cho dịp lễ hội cuối năm.
Tăng trưởng (%YoY)		6	6		
Mảng FOB & CGGD (tỷ VND)	4,430	4,651	3,702	-20	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng trong cơ cấu doanh thu của MSH, mảng FOB giảm 20% và mảng CMT tăng 103% so với dự phóng trước do doanh thu mảng CMT tăng mạnh hơn kỳ vọng nhờ các đơn hàng lớn có giá trị gia tăng cao. Chúng tôi giữ nguyên dự phóng tổng doanh thu thuần của MSH do vẫn phù hợp với bối cảnh hiện tại.
Tăng trưởng (%YoY)		5	-16		
Mảng CMT (tỷ VND)	851	923	1,872	103	
Tăng trưởng (%YoY)		8	120		
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	830	890	1,054	19	Chúng tôi điều chỉnh lợi nhuận gộp tăng 19% so với dự phóng trước đó do MSH đàm phán được các đơn hàng CMT có giá bán cao hơn kỳ vọng.
Tăng trưởng (%YoY)		7	27		
Biên lợi nhuận gộp (%)	16	16	19		
Mảng FOB & CGGD (%)	15	16	18		
Mảng CMT (%)	20	15	20		
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	541	553	816	47	
NPAT (tỷ VND)	440	450	664	47	
Tăng trưởng (%YoY)		2	51		

2. Dự phóng KQKD 2026

Khoản mục	2024	2025F	2026F	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,280	5,574	5,406	Trong bối cảnh nền tảng tăng trưởng kinh tế toàn cầu được dự báo chậm lại cùng tác động của thuế quan chuyển dịch sang năm 2026, chúng tôi cho rằng doanh thu của MSH sẽ giảm khoảng 3% YoY, trong đó, mảng FOB giảm 3% YoY và mảng CMT giảm 5% YoY.
Tăng trưởng (%YoY)		6	-3	
Mảng FOB & CGGD (tỷ VND)	4,430	3,702	3,628	
Tăng trưởng (%YoY)		-16	-2	
Mảng CMT (tỷ VND)	851	1,872	1,778	Mảng CMT giảm nhiều hơn FOB do biến động tùy thuộc vào từng thời điểm.
Tăng trưởng (%YoY)		120	-5	
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	830	1,054	1,082	Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi nhuận gộp sẽ diễn biến ngược chiều với doanh thu, dự kiến tăng 3% YoY nhờ biên lợi nhuận gộp giữ ở mức cao; giá nguyên vật liệu đầu vào không biến động nhiều và chi phí sản xuất được tối ưu.
Tăng trưởng (%YoY)		27	3	
Biên lợi nhuận gộp (%)	16	19	20	
Mảng FOB & CGGD (%)	15	18	20	
Mảng CMT (%)	20	20	20	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	541	816	843	Đồng thời chúng tôi kỳ vọng NPAT 2026 của MSH tiếp tục tăng 3% nhờ: (1) Thu nhập từ khoản đầu tư trái phiếu tiếp tục gia tăng và (2) Hiệu quả sản xuất được cải thiện giúp giảm chi phí bình quân trên đơn vị sản phẩm.
NPAT (tỷ VND)	440	664	686	
Tăng trưởng (%YoY)		51	3	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và Khuyến nghị

Cập nhật với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 42,600 đồng

Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá MSH. Chúng tôi khuyến nghị GIỮ và giá mục tiêu đạt 42,600 đồng tương ứng với mức tăng 10%.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFF) định giá CTCP May Sông Hồng.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND)
FCFF	100%	42,585
Giá mục tiêu		42,585
Giá mục tiêu (làm tròn)		42,600
Giá hiện tại		38,700
Tỷ suất sinh lời (%)		10.1%

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	0.33
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Chi phí sử dụng vốn	10%
Chi phí nợ	8%
WACC	10%

Mô hình định giá FCFF của MSH (Chưa bao gồm đóng góp của liên doanh Ai Cập)

Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	685.7	673.9	689.6	797.0	888.2
+ Lãi vay sau thuế	59.0	51.0	49.0	42.0	45.0
+ Khấu hao	132.1	203.0	205.0	210.0	203.0
- Thay đổi vốn lưu động	414.0	470.0	437.0	406.0	458.6
- Vốn đầu tư	96.0	59.0	102.5	126.8	135.0
Dòng tiền tự do (FCFF)	366.7	398.9	404.1	516.2	542.6
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,640.0				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,471.1				
Giá trị doanh nghiệp	4,111.1				
- Nợ	1,308.2				
+ Tiền và tương đương tiền	1,987.9				
Giá trị vốn chủ sở hữu	4,790.8				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.113				
Giá mục tiêu (đồng)	42,585				

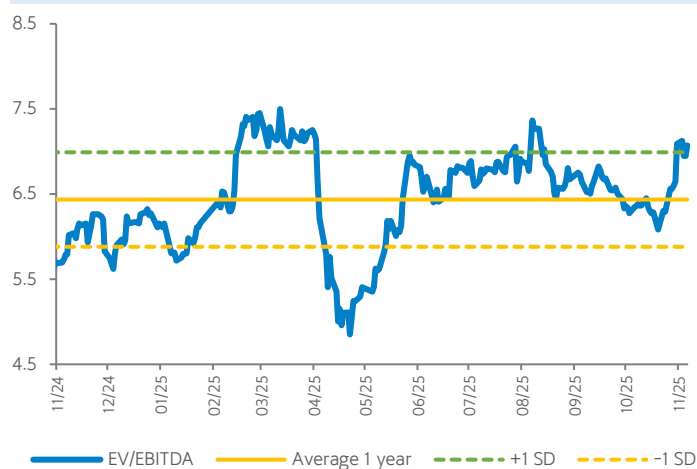
Nguồn: Dữ liệu công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

P/E



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA

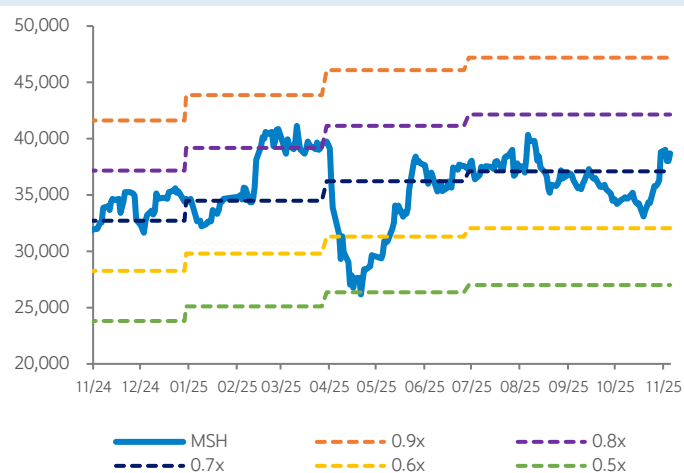


P/B



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/S



Giá với các mức P/B



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu MSH tương quan với ROE



Những sự kiện quan trọng của MSH



Nguồn: Bloomberg Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

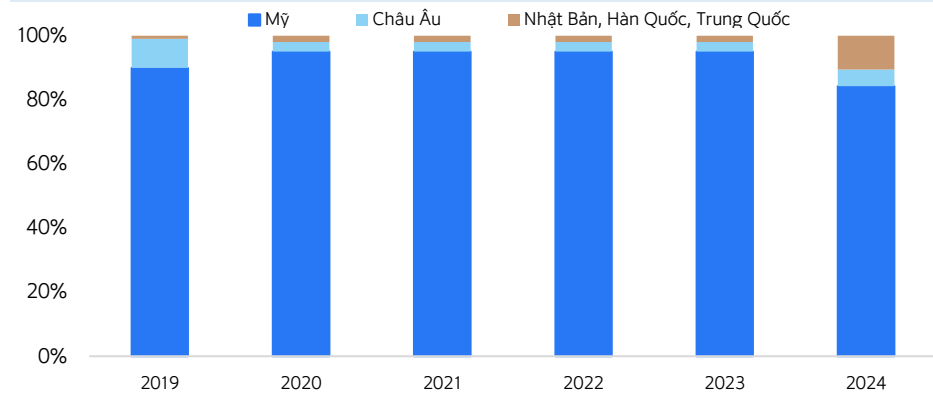
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành doanh nghiệp

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH) được thành lập vào năm 1988 và được cổ phần hóa vào năm 2004 (với vốn điều lệ 12 tỷ VNĐ). Năm 2018, MSH chính thức niêm yết trên sàn HOSE với vốn điều lệ lên tới 476.3 tỷ VNĐ.

Sản phẩm chủ yếu của công ty là trang phục thể thao; thời trang cho nam, nữ và trẻ em như áo khoác, áo thun, vest ... Ngoài ra, May Sông Hồng còn sở hữu một thương hiệu chăn ga gối đệm nội địa, chiếm khoảng 10% cơ cấu doanh thu.

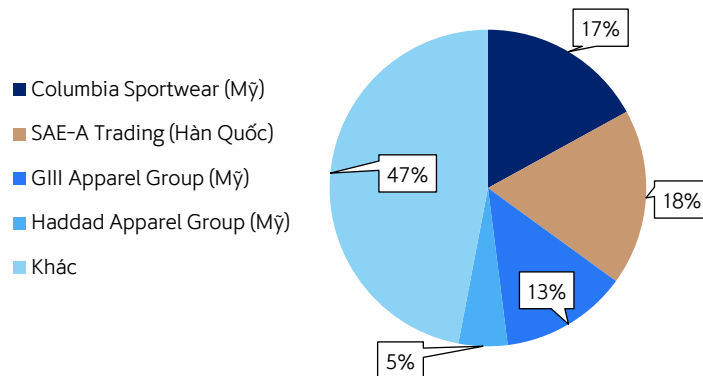
Thị trường xuất khẩu của MSH (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

MSH là doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc chất lượng cao hàng đầu Việt Nam với giá trị xuất khẩu ước đạt trên 300 triệu USD/năm. Về thị trường xuất khẩu, hiện nay Mỹ là thị trường chủ lực của MSH, chiếm khoảng 80% doanh thu xuất khẩu với khách hàng chính là các thương hiệu thời trang lớn như Columbia Sportswear, Haddad Brands, G-III,... Nhật Bản, Hàn Quốc cũng là một trong những thị trường quan trọng của công ty với đối tác lớn nhất là tập đoàn dệt may hàng đầu Hàn Quốc SAE-A Trading.

Cơ cấu khách hàng của MSH năm 2024 (%)

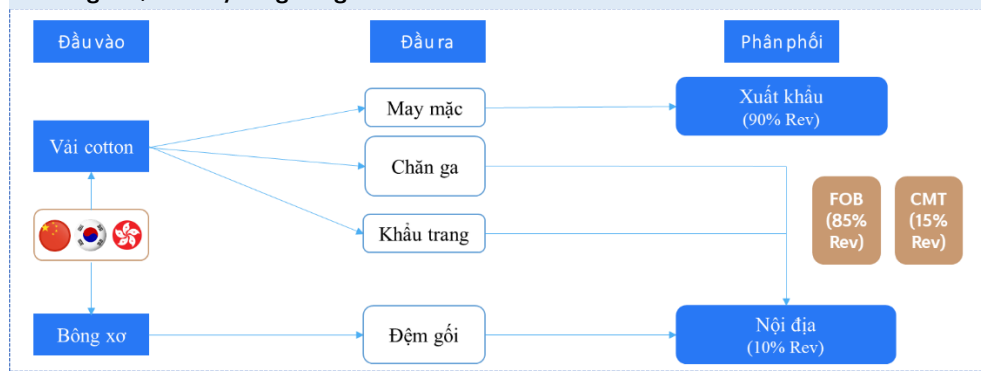


Nguồn: MSH, Tổng cục Hải quan Việt Nam, Chứng khoán Shinhan Việt Nam ước tính

Về phương thức sản xuất, May Sông Hồng sản xuất theo hai phương thức chính là FOB*, CMT* với tỷ trọng lần lượt đạt 84% và 16% doanh thu năm 2024. Với phương thức FOB (Free-on-Board)*, công ty chủ động tìm kiếm nhà cung cấp nguyên vật liệu đầu vào, sản xuất và giao hàng đến cảng do khách hàng chỉ định. Còn CMT (Cut-Make-Trim)* là phương thức gia công thuần túy, doanh nghiệp nhập nguyên liệu từ nhà cung cấp do khách hàng chỉ định và thực hiện công đoạn cắt, may, hoàn thiện sản phẩm.

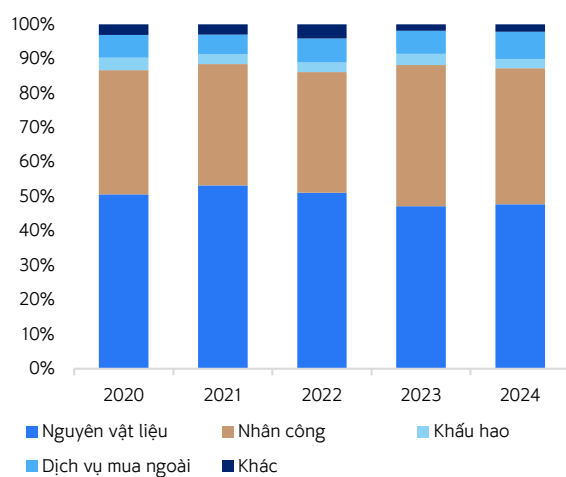
Bên cạnh đó, MSH còn tự chủ hoàn toàn quá trình sản xuất chăn ga gối đệm (CGGD) từ khâu thiết kế, chọn vải, cắt may, hoàn thiện đến phân phối sản phẩm. (*Xem thêm ở Phụ lục Các phương thức sản xuất hàng may mặc).

Chuỗi giá trị của May Sông Hồng



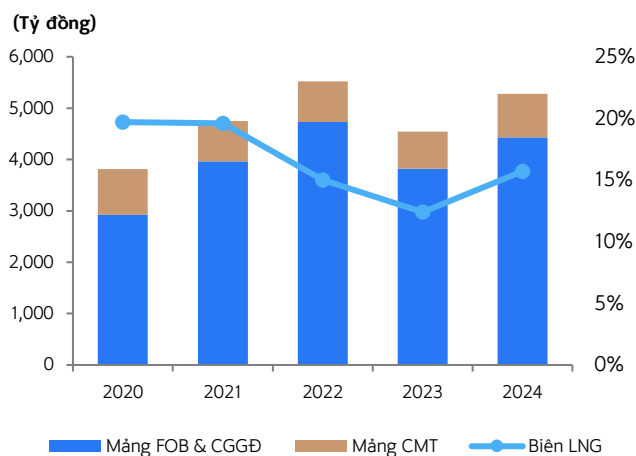
Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

Cơ cấu chi phí của MSH (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Cơ cấu doanh thu, biên lợi nhuận gộp của MSH (Tỷ đồng)

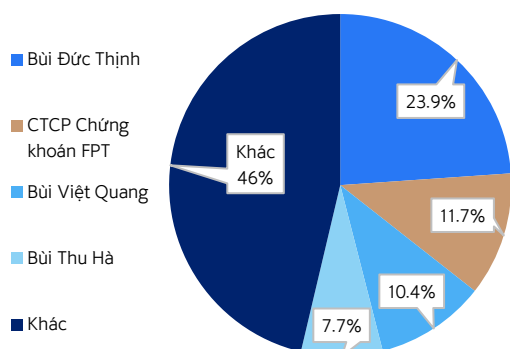


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Cơ cấu tổ chức

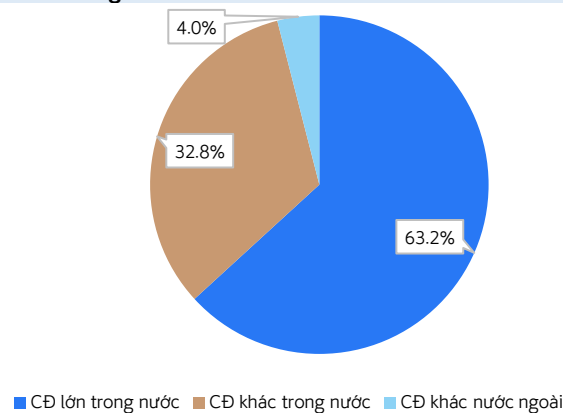
MSH có cơ cấu cổ đông cô đặc, trong đó gia đình ông Bùi Đức Thịnh – Chủ tịch HĐQT nắm gần 43% vốn; đứng thứ hai là FPTS với 12.8% tỷ lệ sở hữu.

Tỷ lệ sở hữu tính đến ngày 06/11/2025



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

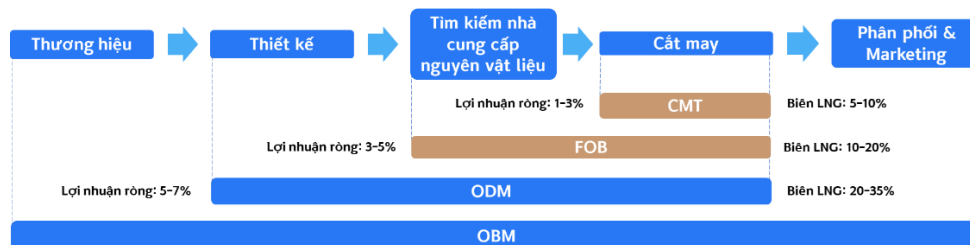
Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Phụ lục

Các phương thức sản xuất hàng may mặc



	Đặc điểm	Biên LNST của doanh nghiệp	Biên LNG
CMT (Cut – Make – Trim)	Doanh nghiệp chỉ thực hiện khâu cắt, may và hoàn thiện sản phẩm. → Phương thức sản xuất đơn giản nhất	1-3%	5-10%
FOB/OEM (Free on Board/ Original Equipment Manufacturing)	Doanh nghiệp chủ động thêm khâu chuẩn bị nguyên vật liệu, thực hiện sản xuất đơn hàng và giao đến cảng do khách hàng chỉ định. - FOB cấp 1: Nhà cung cấp nguyên liệu do khách hàng chỉ định - FOB cấp 2: Doanh nghiệp tự tìm kiếm nhà cung cấp nguyên liệu. → Phương thức sản xuất bậc cao hơn CMT	3-5%	10-20%
ODM (Original Design Manufacturing)	Doanh nghiệp tự thiết kế mẫu sản phẩm, tìm kiếm nhà cung cấp nguyên vật liệu, sản xuất và vận chuyển đơn hàng đến khách hàng. → Phương thức thể hiện tính sáng tạo của doanh nghiệp thông qua mẫu tự thiết kế.	5-7%	20-35%
OBM (Original Brand Manufacturing)	Doanh nghiệp tự thiết kế mẫu sản phẩm mang thương hiệu của chính doanh nghiệp, tìm kiếm nhà cung cấp nguyên vật liệu, sản xuất đơn hàng và phân phối sản phẩm. → Phương thức mang đậm dấu ấn riêng của doanh nghiệp	>7%	>35%

Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	3,294	3,453	4,521	5,525	5,524
Tài sản ngắn hạn	2,342	2,553	3,250	4,021	4,030
Tiền và tương đương tiền	424	455	887	1,117	1,469
Đầu tư TC ngắn hạn	956	971	653	1,354	1,114
Các khoản phải thu	341	598	992	912	832
Hàng tồn kho	603	507	645	623	605
Tài sản khác	18	22	73	15	10
Tài sản dài hạn	931	900	1,271	1,504	1,494
Tài sản cố định	842	774	700	1,152	1,364
Chi phí xây dựng dở dang	22	59	473	267	45
Đầu tư TC dài hạn	-	-	32	32	32
Tài sản khác	68	-	26	53	53
Tổng nợ	1,575	1,643	2,468	2,609	2,428
Nợ ngắn hạn	1,269	1,335	1,860	1,950	1,743
Khoản phải trả	871	790	1,026	1,235	1,322
Người mua trả tiền trước	15	14	15	16	16
Vay và nợ thuê tài chính	376	527	813	693	399
Khác	6	5	6	6	6
Nợ dài hạn	306	308	608	659	685
Vay và nợ thuê tài chính	306	308	608	659	685
Khác	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1,719	1,810	2,053	2,916	3,097
Vốn góp chủ sở hữu	750	750	750	1,125	1,125
Thặng dư vốn	-	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	673	710	850	1,345	1,527
Vốn khác	186	186	193	186	186
Lợi ích CĐ không kiểm soát	110	163	259	259	259
*Tổng nợ	682	835	1,420	1,353	1,084
*Nợ ròng (tiền)	258	379	534	236	(385)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	890	(8)	164	691	409
Lợi nhuận ròng	338	245	440	664	686
Khấu hao TSCĐ	134	135	127	130	132
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(73)	(119)	(108)	(100)	(109)
Thay đổi vốn lưu động	339	(357)	(456)	(82)	(414)
Thay đổi khác	153	88	162	79	115
Tiền từ HĐ đầu tư	(674)	(82)	(145)	(659)	(205)
Thay đổi tài sản cố định	(415)	106	394	41	193
Thay đổi tài sản đầu tư	(259)	(187)	(539)	(701)	(398)
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	(166)	121	412	200	148
Thay đổi vốn cổ phần	74	49	66	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(52)	259	609	462	410
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(187)	(187)	(263)	(263)	(263)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	50	31	432	232	353
Tổng tiền đầu năm	379	424	455	887	1,117
Thay đổi trong tỷ giá	(5)	-	-	(2)	(1)
Tổng tiền cuối năm	424	455	887	1,117	1,469

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

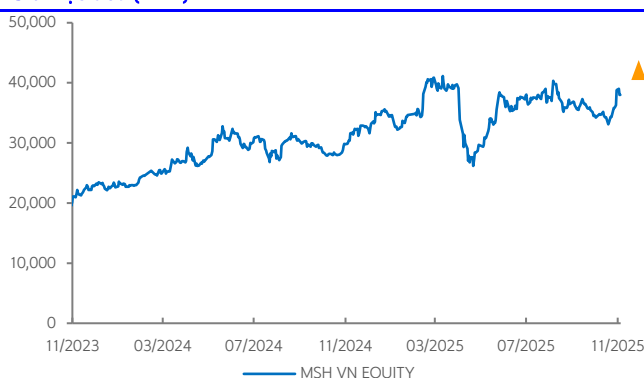
Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5,521	4,542	5,280	5,574	5,406
Tăng trưởng (%)	16.3	(17.7)	16.3	5.6	(3.0)
Giá vốn hàng bán	(4,692)	(3,978)	(4,451)	(4,520)	(4,324)
Lợi nhuận gộp	829	564	830	1,054	1,082
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.0	12.4	15.7	18.9	2.7
Chi phí BH & QLDN	(470)	(377)	(389)	(442)	(432)
LN từ HĐKD	359	187	441	612	651
Tăng trưởng (%)	(100.0)	(48.0)	136.4	38.9	6.2
Biên LN từ HĐKD (%)	6.5	4.1	8.4	11.0	12.0
LN khác	81	120	100	204	192
Thu nhập tài chính	152	191	211	289	277
Chi phí tài chính	(65)	(73)	(85)	(69)	(79)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(34)	(45)	(53)	(63)	(59)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(7)	1	(26)	(16)	(6)
LNTT	439	307	541	816	843
Thuế TNDN	(101)	(61)	(101)	(152)	(157)
LNST	338	245	440	664	686
Tăng trưởng (%)	(23.7)	(27.4)	79.4	51.1	3.2
Biên LNST (%)	6.1	5.4	8.3	11.9	12.7
LNST cổ đông công ty mẹ	375	244	410	664	686
Lợi ích CBTS	(37)	1	30	0	0
LN trước thuế và lãi vay	405	262	488	753	784
Tăng trưởng (%)	(63.0)	(35.3)	86.2	54.5	4.0
Biên LN (%)	7.3	5.8	9.2	13.5	14.5
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	539	397	615	883	916
Tăng trưởng (%)	(19.1)	(26.4)	55.0	43.7	3.6
Biên LN (%)	9.8	8.7	11.6	15.8	16.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	4,998	3,260	5,465	5,904	6,095
BPS (đồng)	21,452	21,948	23,908	24,214	27,487
DPS (đồng)	2,500	2,500	3,500	3,500	3,500
PER (x)	5.7	11.1	9.5	6.6	6.2
PBR (x)	1.4	1.5	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	4.7	6.7	6.5	4.9	4.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	25.0	25.0	35.0	35.0	35.0
Lãi cố tức (%)	5.6	5.6	7.8	7.3	8.2
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	9.8	8.7	11.6	15.8	16.9
Biên LN từ HĐKD (%)	6.5	4.1	8.4	11.0	12.0
Biên LNST (%)	6.1	5.4	8.3	11.9	12.7
ROA (%)	10.3	7.1	9.7	12.0	12.4
ROE (%)	19.6	13.6	21.4	22.8	22.1
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	39.7	46.1	69.2	46.4	35.0
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	33.4	34.1	47.6	57.3	84.3
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	11.9	5.9	9.1	12.0	13.3
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	75	72	89	97	93
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	60	51	47	51	52
Số ngày khoản phải thu (ngày)	33	38	55	62	59

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công ty Cổ phần May Sông Hồng (MSH)**Biến động giá cổ phiếu****Giá mục tiêu (VND)**

Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
25/03/2025 (BC lần đầu)	MUA	51,360	81.6	22.7/104.1
04/06/2025 (BC cập nhật)	MUA	44,675	58.0	6.7/77.5
15/08/2025 (BC cập nhật)	MUA	44,675	58.0	6.7/77.5
07/11/2025 (BC cập nhật)	GIỮ	42,600	27.1	1.8/69.3

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam**Cổ phiếu**

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Trang Pham

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: MSH VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599