



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 (12/02/2026) VND 36,800
Suất sinh lời (%) 15.7%

VNINDEX	1,814
HNXINDEX	256
Vốn hóa (tỷ VND)	4,096
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)	0.50
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	22
Cổ đông lớn Bùi Đức Thịnh (%)	23.9
CTCP Chứng khoán FPT	10.6
Biến động giá	3T 6T 12T
Tuyệt đối (%)	-4.7 -8.5 6.0
So với VN-Index (%)	-15.7 -19.2 -32.8



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

Vượt sóng thành công

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.

Tổng kết năm 2025, MSH ghi nhận doanh thu đạt 5,538 tỷ VND (+5% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 671 tỷ VND (+52% YoY), hoàn thành lần lượt 101% và 136% kế hoạch cả năm. Mặc dù trải qua năm 2025 đầy biến động nhưng MSH vẫn ghi nhận KQKD tốt, lợi nhuận tăng tốc vượt trội nhờ linh hoạt chuyển đổi cơ cấu đơn hàng, đàm phán được các đơn hàng CMT có quy mô lớn và giá bán cao. Sau giai đoạn bùng nổ 2025, chúng tôi đánh giá hoạt động xuất khẩu của MSH sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2026 do thị trường cần thời gian để kiểm chứng sức mua và mức độ chấp nhận mặt bằng giá mới sau tác động của thuế quan. Dựa trên phương pháp DCF, chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu của MSH ở mức 42,600 đồng; tương ứng với mức upside 15.7%

Biên lợi nhuận gộp 2025 đạt kỷ lục nhờ đàm phán được đơn hàng CMT có quy mô lớn và giá bán cao
Q4/2025, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,388 tỷ đồng, giảm nhẹ -3% YoY. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế ghi nhận 203 tỷ đồng (+17% YoY), tiếp tục nối dài chuỗi kỷ lục về NPAT nhờ (1) Biên lợi nhuận gộp mảng CMT đạt đỉnh khi đàm phán được các đơn hàng có quy mô lớn và giá bán cao; (2) Thu nhập tài chính tiếp tục tăng nhờ lãi tiền gửi tăng mạnh; (3) Chi phí sản xuất được tối ưu hóa.

Tổng kết 2025, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 5,538 tỷ VND (+5% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 671 tỷ VND (+52% YoY), hoàn thành lần lượt 101% và 136% kế hoạch cả năm. Cơ cấu doanh thu của MSH có sự dịch chuyển từ FOB (-18% YoY) sang CMT (+125% YoY) trong năm 2025 là do: (1) Đơn hàng FOB chủ yếu đến từ các khách hàng Mỹ. Trước tác động của thuế quan, các khách hàng này có xu hướng đặt đơn hàng nhỏ lẻ và yêu cầu nhà cung cấp chia sẻ rủi ro thuế quan nên việc đàm phán được giá bán tốt và có được các đơn hàng quy mô lớn bị hạn chế; (2) Ngược lại, làn sóng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc thúc đẩy nhu cầu gia công, giúp MSH tận dụng năng lực sản xuất và nâng cao giá bán, qua đó làm tăng tỷ trọng mảng CMT. Chúng tôi cho rằng đây là sự điều chỉnh trong ngắn hạn để thích ứng với bối cảnh thị trường. Về trung và dài hạn, khi thị trường Mỹ ổn định, chúng tôi nhận định doanh thu mảng FOB nhiều khả năng sẽ phục hồi.

Triển vọng năm 2026: Hoạt động xuất khẩu dệt may tăng trưởng chậm lại và thực hiện tái cơ cấu đầu tư, tập trung nguồn lực sản xuất tại thị trường nội địa

- Hoạt động xuất khẩu dệt may tăng trưởng chậm lại:** Trước khi thuế quan có hiệu lực, nhu cầu tích trữ tăng cao, đẩy giá trị nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ trong 7T2025 ghi nhận mức tăng +5.0% YoY. Tuy nhiên, nhu cầu giảm mạnh trong 3 tháng sau đó đã khiến tổng giá trị nhập khẩu may mặc của Mỹ trong 11T2025 sụt giảm -1.4% YoY, đạt 72 tỷ USD. Điều này cho thấy sự gia tăng trong nửa đầu năm chủ yếu đến từ biến động thuế quan nhiều hơn là từ nhu cầu hàng may mặc thực tế tại Mỹ. Trong bối cảnh nền kinh tế Mỹ dự kiến tăng trưởng chậm lại và xu hướng tiết kiệm của người tiêu dùng tăng lên vào năm 2026, chúng tôi nhận định nhu cầu dệt may tại Mỹ sẽ hạ nhiệt và hoạt động xuất khẩu của MSH sẽ tăng trưởng chậm lại.
- Tái cơ cấu đầu tư, tập trung nguồn lực sản xuất tại thị trường nội địa:** Vào T1/2026, Ban lãnh đạo MSH thông qua chủ trương thoái vốn khỏi công ty liên doanh tại Ai Cập bằng cách chuyển nhượng cổ phần và tăng vốn điều lệ tại công ty con CTCP May Sông Hồng – Nghĩa Hưng ở Việt Nam. Điều này phản ánh việc đầu tư ra nước ngoài của MSH chưa đạt hiệu quả và công ty chuyển sang chiến lược tập trung nguồn lực cho hoạt động sản xuất trong nước, nơi có lợi thế vận hành, nguồn nhân lực chất lượng và chuỗi cung ứng ổn định hơn.

Chúng tôi giữ nguyên dự phóng KQKD của MSH năm 2026 như báo cáo cập nhật Q3/2025 với doanh thu đạt 5,406 tỷ đồng (-3% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 686 tỷ đồng (+2% YoY).

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	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	4,542	5,280	5,538	5,406	5,764
LN từ HĐKD (tỷ VND)	187	441	702	715	765
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	245	440	671	686	720
EPS (đồng)	3,260	5,465	5,436	6,098	6,403
BPS (đồng)	21,948	23,908	17,012	18,268	19,922
Biên LN HĐKD (%)	4.1	8.4	12.7	13.2	13.3
Biên LNST (%)	5.4	8.3	12.1	12.7	12.5
ROE (%)	13.9	22.7	31.4	30.3	29.9
PER (x)	11.1	9.5	5.0	7.0	6.7
PBR (x)	1.5	1.9	1.7	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	6.7	6.5	4.5	4.9	4.4

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 Q4/2025 & 2025

Khoản mục	Q4/2024	Q4/2025	2024	2025	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,428	1,388	5,280	5,538	Doanh thu Q4/2025 của MSH tiếp tục diễn biến giống Q3/2025. Cụ thể, doanh thu mảng FOB ghi nhận -15% YoY trong khi mảng CMT tăng 50% YoY. Sự sụt giảm của mảng kinh doanh cốt lõi (FOB) đã khiến doanh thu của toàn công ty giảm nhẹ -3% YoY. Cơ cấu đơn hàng của MSH dịch chuyển từ FOB sang CMT trong năm 2025 chủ yếu là do: (1) Đơn hàng FOB chủ yếu đến từ các khách hàng Mỹ. Trước tác động của thuế quan, các khách hàng này có xu hướng đặt đơn hàng nhỏ lẻ và yêu cầu nhà cung cấp chia sẻ rủi ro thuế quan nên việc đàm phán được giá bán tốt và có được các đơn hàng quy mô lớn bị hạn chế; (2) Ngược lại, làn sóng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc thúc đẩy nhu cầu gia công, giúp MSH tận dụng năng lực sản xuất và nâng cao giá bán, qua đó làm tăng tỷ trọng mảng CMT. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là sự điều chỉnh trong ngắn hạn để thích ứng với bối cảnh thị trường. Về trung và dài hạn, khi thị trường Mỹ ổn định, chúng tôi nhận định tỷ trọng mảng FOB trong cơ cấu doanh thu sẽ dự kiến tăng trở lại.
Tăng trưởng (%YoY)		-3		5	
Mảng FOB & CGGD (tỷ VND)	1,157	982	4,430	3,622	
Tăng trưởng (%YoY)		-15		-18	
Mảng CMT (tỷ VND)	271	406	850	1,916	Biên lợi nhuận gộp Q4/2025 đạt 23%, cao nhất trong vòng 5 năm nhờ biên lợi nhuận gộp mảng CMT đạt kỷ lục 74% khi đàm phán được giá bán cao trong giai đoạn dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc ngày càng mạnh mẽ.
Tăng trưởng (%YoY)		50		125	
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	286	321	830	1,170	
Tăng trưởng (%YoY)		12		41	
Biên lợi nhuận gộp (%)	20	23	17	21	Tổng kết năm 2025, mặc dù phải đối mặt với nhiều khó khăn từ thị trường Mỹ, MSH ghi nhận NPAT tăng trưởng 52% YoY. Động lực đến từ: (1) Đẩy mạnh xuất khẩu mảng CMT nhờ xu hướng chuyển dịch đơn hàng gia công từ Trung Quốc; (2) Thu nhập tài chính cải thiện nhờ lãi tiền gửi tăng và (3) Quản lý chi phí sản xuất hiệu quả.
Mảng FOB & CGGD (%)	17	2	15	14	
Mảng CMT (%)	35	74	19	35	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	208	246	544	818	
Tăng trưởng (%YoY)		18		50	
NPAT (tỷ VND)	173	203	442	671	
Tăng trưởng (%YoY)		17		52	

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2026

Khoản mục	2025	2026F trước điều chỉnh	2026F sau điều chỉnh	Chênh lệch trước và sau điều chỉnh	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,538	5,406	5,406	0	Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ hàng may mặc tại Mỹ (thị trường chính chiếm khoảng 80-90% doanh thu của MSH) biến động khó lường vào năm 2026, chúng tôi vẫn thận trọng giữ nguyên dự phóng doanh thu thuần giảm 2% YoY. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng trong cơ cấu doanh thu của MSH, mảng FOB giảm thêm 2% và mảng CMT tăng 4% so với dự phóng trước đó do doanh thu từ mảng CMT tăng mạnh nhờ đàm phán được đơn hàng lớn với giá bán cao hơn so với dự kiến.
Tăng trưởng (%YoY)	5	-2	-2		
Mảng FOB & CGGD (tỷ VND)	3,622	3,628	3,550	-2	
Tăng trưởng (%YoY)	-18	-2	-2		
Mảng CMT (tỷ VND)	1,916	1,778	1,856	4	Chúng tôi giữ nguyên dự phóng tăng trưởng lợi nhuận gộp năm 2026 của MSH ở mức 3% YoY như báo cáo cập nhật vào Q3/2025. Việc điều chỉnh tăng lợi nhuận gộp 11% so với dự phóng trước xuất phát từ mức nền thực tế cao hơn kỳ vọng.
Tăng trưởng (%YoY)	125	-5	-3		
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	1,170	1,082	1,206	11	
Tăng trưởng (%YoY)	41		3		
Biên lợi nhuận gộp (%)	21	20	22		Chúng tôi giữ nguyên dự phóng NPAT của MSH do vẫn phù hợp với bối cảnh hiện tại.
Mảng FOB & CGGD (%)	14	20	18		
Mảng CMT (%)	35	20	12		
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	818	843	843	0	
NPAT (tỷ VND)	671	686	686	0	
Tăng trưởng (%YoY)	52	2	2		

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 16%.

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		36,800
Tỷ suất sinh lời (%)		15.7%

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	0.32
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro	4.3%
Chi phí sử dụng vốn	11%
Chi phí nợ	7%
WACC	10%

Mô hình định giá FCFF của MSH

Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	685.7	720.0	756.0	797.0	888.2
+ Lãi vay sau thuế	59.0	51.0	49.0	42.0	44.0
+ 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)	366.8	445.0	470.5	516.2	541.6
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,733.9				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,732.9				
Giá trị doanh nghiệp	4,466.8				
- Nợ	1,296.0				
+ Tiền và tương đương tiền	1,620.0				
Giá trị vốn chủ sở hữu	4,790.8				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.1				
Giá mục tiêu (đồng/cp)	42,585				

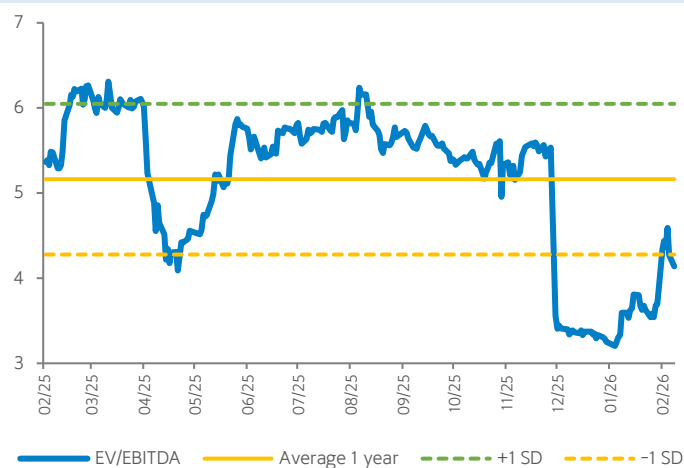
Nguồn: Dữ liệu công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

P/E



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

EV/EBITDA



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

P/B



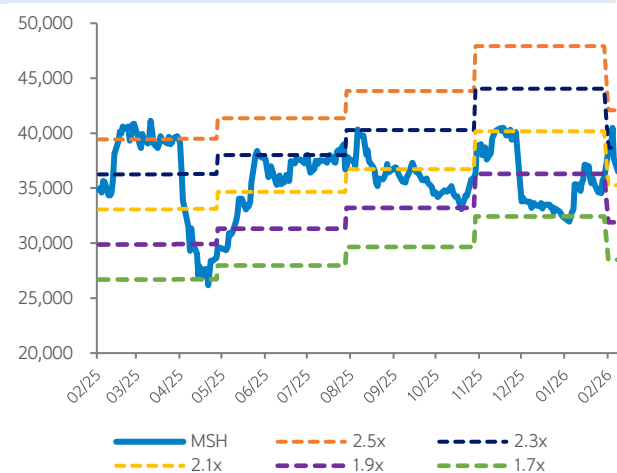
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/S



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

Giá với các mức P/B



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

Giá cổ phiếu MSH tương quan với ROE



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

Những sự kiện quan trọng của MSH

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

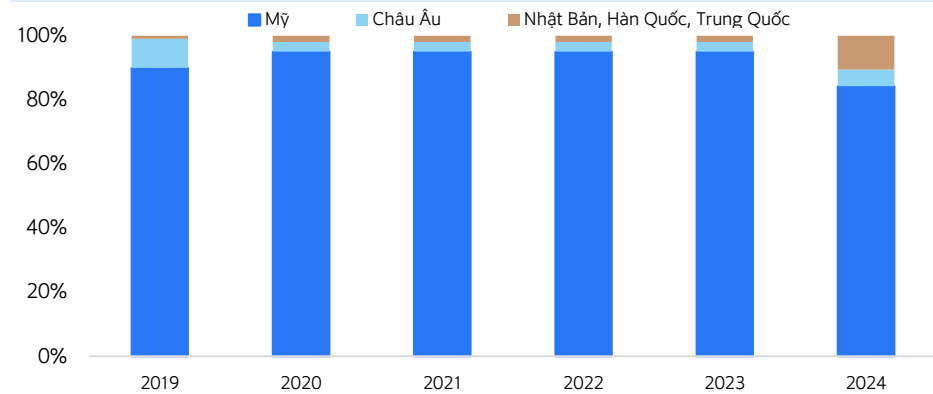
Tổng quan doanh nghiệp

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.

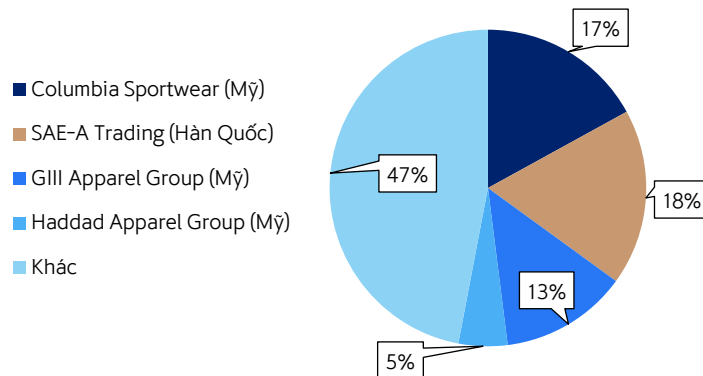
Thị trường xuất khẩu của MSH (%)



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 (%)

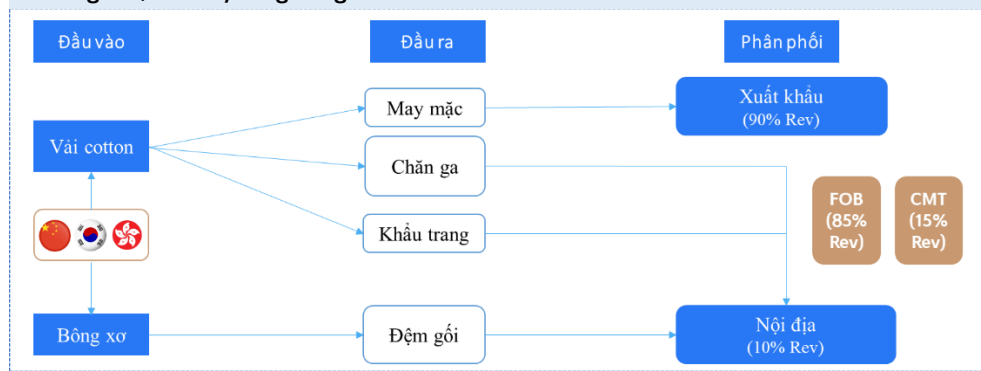


Nguồn: MSH, Tổng cục Hải quan Việt Nam, Chứng khoán Shinhan Việt Nam ước tính

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.

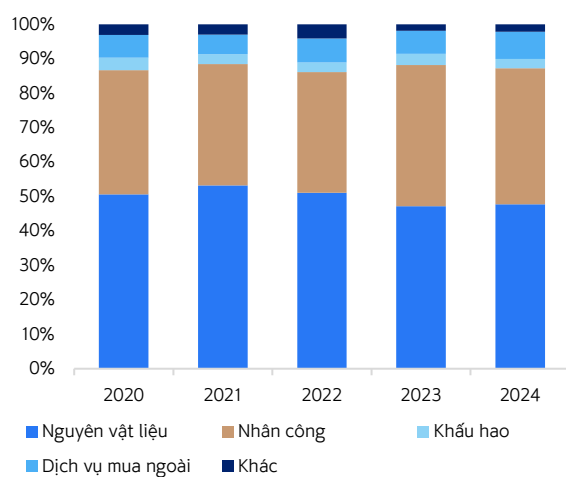
Bên cạnh đó, MSH còn tự chủ hoàn toàn quá trình sản xuất chăn ga gối đệm (CGGD) từ khâu thiết kế, chọn vải, cắt may, hoàn thiện đến phân phối sản phẩm. (*Xem thêm ở Phụ lục Các phương thức sản xuất hàng may mặc).

Chuỗi giá trị của May Sông Hồng



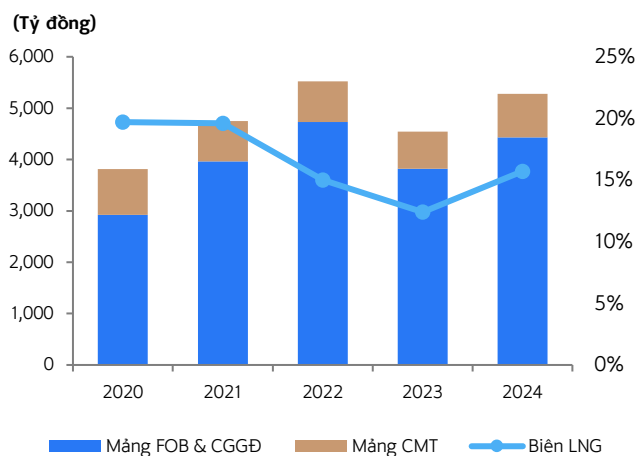
Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

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)

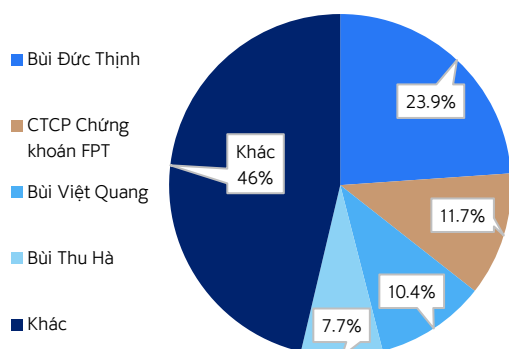


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Cơ cấu tổ chức

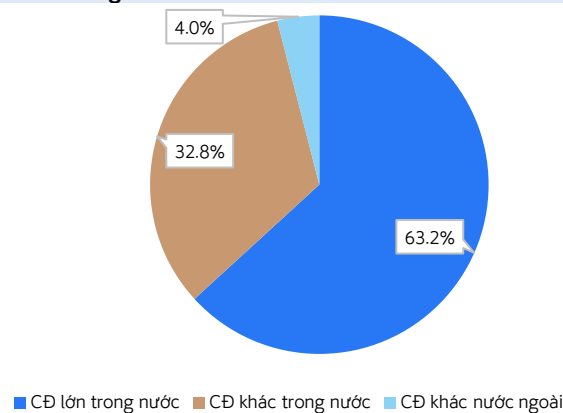
MSH có cơ cấu cổ đông cô đặc, trong đó gia đình ông Bùi Đức Thịnh – Chủ tịch HĐQT nắm gần 43% vốn; đứng thứ hai là FPTS với 12.8% tỷ lệ sở hữu.

Tỷ lệ sở hữu tính đến ngày 06/11/2025



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

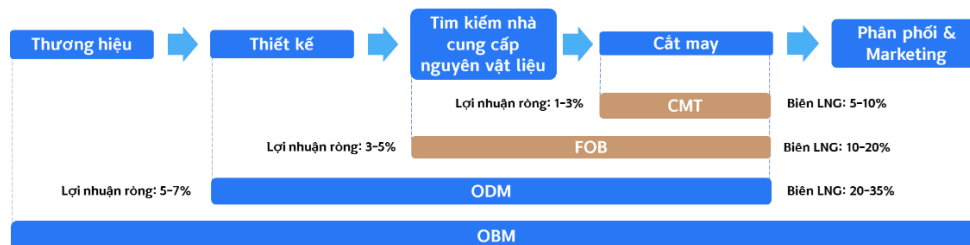
Cơ cấu cổ đông



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)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng tài sản	3,453	4,521	4,682	4,740	4,827
Tài sản ngắn hạn	2,553	3,250	3,279	3,290	3,371
Tiền và tương đương tiền	455	886	740	781	786
Đầu tư TC ngắn hạn	971	653	880	907	934
Các khoản phải thu	598	992	1,026	937	964
Hàng tồn kho	507	645	550	588	605
Tài sản khác	22	73	83	78	82
Tài sản dài hạn	900	1,274	1,403	1,450	1,456
Tài sản cố định	774	700	1,276	1,354	1,360
Chi phí xây dựng dở dang	59	473	13	13	13
Đầu tư TC dài hạn	-	34	18	18	18
Tài sản khác	67	67	96	65	65
Tổng nợ	1,643	2,468	2,474	2,426	2,326
Nợ ngắn hạn	1,335	1,860	1,826	1,741	1,636
Khoản phải trả	790	1,026	1,152	1,341	1,251
Người mua trả tiền trước	14	15	21	15	15
Vay và nợ thuê tài chính	527	813	648	379	364
Khác	5	6	6	6	6
Nợ dài hạn	308	608	648	685	690
Vay và nợ thuê tài chính	308	608	648	662	667
Khác	-	-	-	23	23
Vốn chủ sở hữu	1,810	2,056	2,208	2,315	2,501
Vốn góp chủ sở hữu	750	750	1,125	1,125	1,125
Thặng dư vốn	-	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	710	852	595	745	931
Vốn khác	186	195	193	186	186
Lợi ích CĐ không kiểm soát	163	259	294	259	259
*Tổng nợ	835	1,420	1,296	1,040	1,031
*Nợ ròng (tiền)	379	534	556	260	245

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	(8)	164	614	398	453
Lợi nhuận ròng	245	440	670	686	720
Khấu hao TSCĐ	135	127	125	132	203
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(119)	(108)	(135)	(121)	(121)
Thay đổi vốn lưu động	(357)	(456)	(210)	(414)	(470)
Thay đổi khác	88	162	164	115	121
Tiền từ HĐ đầu tư	(82)	(145)	(291)	(205)	(195)
Thay đổi tài sản cố định	106	394	(215)	193	223
Thay đổi tài sản đầu tư	(187)	(539)	(227)	(398)	(418)
Thay đổi khác	-	-	151	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	121	412	(469)	(152)	(252)
Thay đổi vốn cổ phần	49	66	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	259	609	5	322	222
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(187)	(263)	(474)	(474)	(474)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	32	431	(146)	41	6
Tổng tiền đầu năm	424	455	886	740	781
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	(1)
Tổng tiền cuối năm	455	886	740	781	786

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	4,542	5,280	5,538	5,406	5,764
Tăng trưởng (%)	(17.7)	16.3	4.9	(2.4)	6.6
Giá vốn hàng bán	(3,978)	(4,451)	(4,368)	(4,200)	(4,483)
Lợi nhuận gộp	564	830	1,170	1,206	1,281
Biên lợi nhuận gộp (%)	12.4	15.7	21.1	22.3	22.2
Chi phí BH & QLDN	(377)	(389)	(468)	(491)	(516)
LN từ HĐKD	187	441	702	715	765
Tăng trưởng (%)	(48.0)	136.4	59.3	1.8	7.0
Biên LN từ HĐKD (%)	4.1	8.4	12.7	13.2	13.3
LN khác	120	100	115	128	120
Thu nhập tài chính	191	211	240	252	265
Chi phí tài chính	(73)	(85)	(92)	(97)	(101)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(45)	(53)	(64)	(67)	(71)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	1	(26)	(33)	(27)	(44)
LNTT	307	541	818	843	885
Thuế TNDN	(61)	(101)	(147)	(157)	(165)
LNST	245	440	671	686	720
Tăng trưởng (%)	(27.4)	79.3	52.4	2.3	5.1
Biên LNST (%)	5.4	8.3	12.1	12.7	12.5
LNST cổ đông công ty mẹ	245	413	612	686	720
Lợi ích CETS	1	30	59	-	-
LN trước thuế và lãi vay	262	488	753	775	815
Tăng trưởng (%)	(35.3)	86.1	54.5	3.0	5.1
Biên LN (%)	5.8	9.2	13.6	14.3	14.1
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	397	615	878	908	1,018
Tăng trưởng (%)	(26.4)	54.9	42.8	3.4	12.1
Biên LN (%)	8.7	11.6	15.9	16.8	17.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	3,260	5,465	5,436	6,098	6,403
BPS (đồng)	21,948	23,908	17,012	18,268	19,922
DPS (đồng)	2,500	3,500	4,200	4,200	4,200
PER (x)	11.1	9.5	5.0	7.0	6.7
PBR (x)	1.5	1.9	1.7	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	6.7	6.5	4.5	4.9	4.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
Lãi cổ tức (%)	6.7	9.4	9.4	9.4	9.4
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	8.7	11.6	15.9	16.8	17.7
Biên LN từ HĐKD (%)	4.1	8.4	12.7	13.2	13.3
Biên LNST (%)	5.4	8.3	12.1	12.7	12.5
ROA (%)	7.3	11.0	14.6	14.6	15.1
ROE (%)	13.9	22.7	31.4	30.3	29.9
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	46	69	59	45	41
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	1.1	0.8	0.9	1.0	1.1
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	5.9	9.1	11.7	11.5	11.5
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	72	89	95	93	94
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	60	51	47	49	49
Số ngày khoản phải thu (ngày)	37	54	63	66	60

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
13/02/2026 (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