

CTCP May Sông Hồng

[Việt Nam / Dệt may]

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

MUA

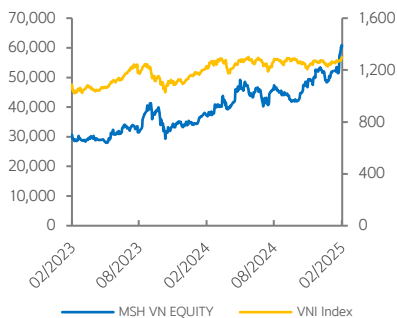
Báo cáo Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) **76,400 VND**
 Giá hiện tại (24/03/2025) **58,600 VND**
Suất sinh lời (%) **30%**

VNINDEX	1,330
HNXINDEX	246
Vốn hóa (tỷ VND)	4,396
SLCP lưu hành (triệu CP)	75
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	37
52-tuần cao/thấp (VND)	62,800/40,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.29
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	16

Cổ đông lớn (%)	Bùi Đức Thịnh	23.9
	CTCP Chứng khoán FPT	12.8

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	97	23.4	33.8
So với VN-Index (%)	4.8	19.8	30.6



Nguồn: Bloomberg

Trang Phạm

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

Thào Nguyễn – Chuyên viên

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



Thuận sóng vươn xa

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 76,400 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. Với kim ngạch xuất khẩu gần 300 triệu USD/năm, MSH hiện nằm trong top 10 doanh nghiệp có giá trị xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất Việt Nam. Dựa trên phương pháp P/E và DCF với tỷ trọng 50:50, chúng tôi định giá lần đầu cổ phiếu MSH ở mức giá 76,400 đồng tương ứng với mức sinh lời 30%. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của MSH sẽ tăng trưởng nhờ **(i)** MSH là một trong những doanh nghiệp đầu ngành dệt may về quy mô, năng lực sản xuất và kim ngạch xuất khẩu, **(ii)** Tập trung vào các đơn hàng FOB giúp nâng cao năng lực cạnh tranh, tạo giá trị gia tăng cao và mang lại biên lợi nhuận tốt, **(iii)** Nhà máy Xuân Trường II và dự án liên doanh tại Ai Cập là động lực tăng trưởng từ năm 2025 trở đi, **(iv)** Cơ cấu tài chính lành mạnh và cổ tức ổn định.

MSH là một trong những doanh nghiệp đầu ngành dệt may về quy mô, năng lực sản xuất và kim ngạch xuất khẩu.

May Sông Hồng hiện sở hữu 7 nhà máy tập trung tại tỉnh Nam Định. Với công suất thiết kế thuộc top đầu ngành, đạt khoảng 102 triệu sản phẩm/năm (chưa bao gồm nhà máy Xuân Trường II), MSH luôn là một trong những doanh nghiệp có kim ngạch xuất khẩu lớn nhất Việt Nam. Điều này giúp công ty thu hút nhiều khách hàng có tên tuổi và lượng lớn đơn hàng trong năm.

Tập trung vào các đơn hàng FOB giúp nâng cao năng lực cạnh tranh, tạo giá trị gia tăng cao và mang lại biên lợi nhuận tốt.

Việc chú trọng phát triển và gia tăng tỷ trọng phương thức sản xuất FOB trong thời gian qua đã giúp biên lợi nhuận gộp của May Sông Hồng luôn duy trì trong khoảng 15-20%, cao hơn so với trung bình ngành (13.2%). Chúng tôi đánh giá việc tập trung vào phương thức FOB là hoàn toàn phù hợp trong bối cảnh trung và dài hạn nhờ (1) Mô hình dệt may toàn cầu hướng đến chuỗi cung ứng toàn diện, (2) Rút ngắn thời gian giao hàng, thu hút thêm nhiều khách hàng mới và (3) Biên lợi nhuận ổn định.

Nhà máy Xuân Trường II và dự án liên doanh tại Ai Cập là động lực tăng trưởng từ năm 2025 trở đi.

- Nhà máy Xuân Trường II là nhà máy xanh công nghệ cao đặt tại Nam Định với công suất thiết kế dự kiến 30 triệu sản phẩm jacket quy chuẩn/năm. Chúng tôi kỳ vọng Xuân Trường II đi vào hoạt động năm 2025 và hoạt động tối đa công suất vào năm 2027. Khi dự án chạy tối đa công suất, MSH dự tính thu về 1,500 tỷ đồng doanh thu (+30% doanh thu, +31% công suất so với năm 2024).
- Vào Q2/2024, MSH đã liên doanh với Giza For Upper Egypt Development để thành lập công ty dệt may và xây dựng nhà máy tại Ai Cập. Chúng tôi đánh giá đây là một dự án tiềm năng nhờ tận dụng được những lợi thế tại Ai Cập như (1) Chi phí nhân công giá rẻ, (2) Khoảng cách địa lý thuận lợi, (3) Cơ hội hưởng mức thuế suất 0% khi xuất khẩu hàng dệt may từ Ai Cập sang Mỹ.

Cơ cấu tài chính lành mạnh với chính sách chi trả cổ tức đều đặn.

Tỷ lệ chi trả cổ tức của MSH duy trì ở mức cao (trung bình khoảng 61% LNST phân bổ cho cổ đông công ty mẹ) trong 5 năm gần đây. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục duy trì mức cổ tức cao nhờ (1) Cơ cấu tài chính lành mạnh và (2) Chính sách chia cổ tức đều đặn.

Rủi ro: (1) Rủi ro nhu cầu phục hồi chậm; (2) Rủi ro các đạo luật bổ sung về thời trang bền vững của EU được công bố và thông qua kể từ tháng 3 năm 2025; (3) Rủi ro tỷ giá tăng; (4) Rủi ro Mỹ áp thuế lên hàng dệt may Việt Nam và (5) Rủi ro khách hàng phá sản.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	5,521	4,542	5,280	6,200	6,741
LN từ HĐKD (tỷ VND)	359	187	441	652	655
LNST (tỷ VND)	338	245	440	679	702
EPS (đồng)	4,998	3,260	5,465	8,648	8,963
BPS (đồng)	21,452	21,948	23,908	30,591	36,605
Biên LN HĐKD (%)	6.5	4.1	8.4	10.5	9.7
Biên LNST (%)	6.1	5.4	8.3	10.9	10.4
ROE (%)	19.6	13.6	21.4	26.3	25.5
PER (x)	5.7	11.1	9.5	7.0	6.8
PBR(x)	1.4	1.5	1.9	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	4.7	6.7	6.5	6.9	6.6

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.

MỤC LỤC

- 3 **Tổng quan doanh nghiệp**
- 5 **Quan điểm đầu tư**
- 10 **Cập nhật KQKD Q4/2024 & Ước phóng 2025F**
- 12 **Định giá và khuyến nghị**
- 16 **Rủi ro**
- 17 **Phụ lục: Các phương thức sản xuất hàng dệt may**
- 18 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

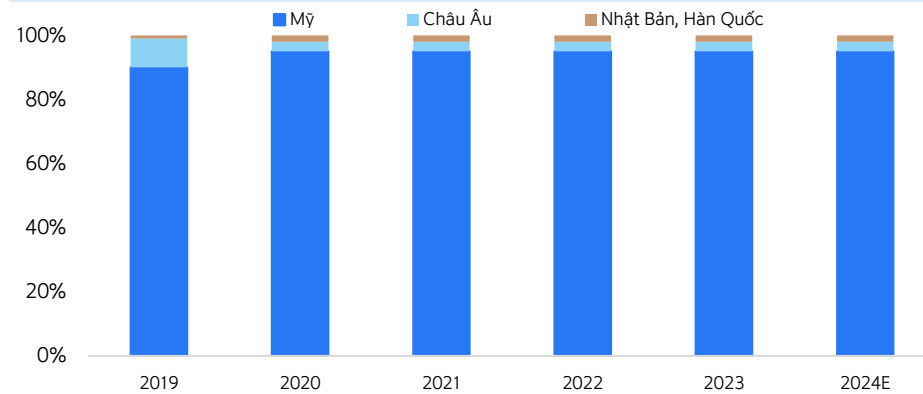
Tổng quan doanh nghiệp

1. 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.

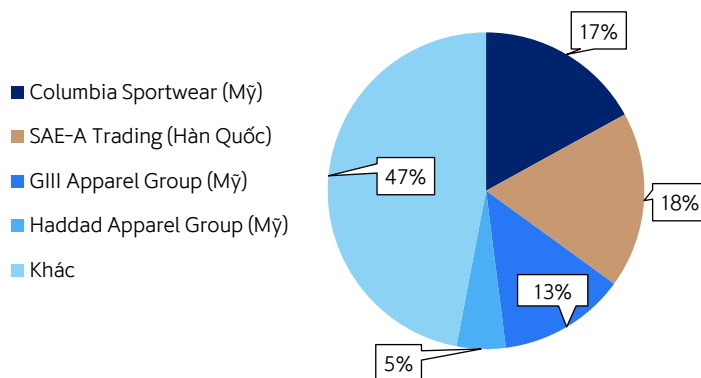
Thị trường xuất khẩu của MSH (%)



Nguồn: Hiệp hội Dệt may Vitas, 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 90% 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.

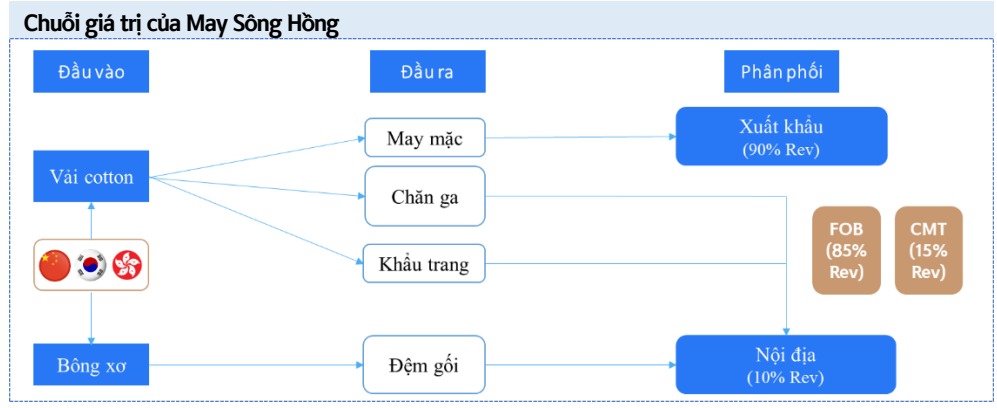
Ước tính cơ cấu khách hàng của MSH năm 2024 (%)



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

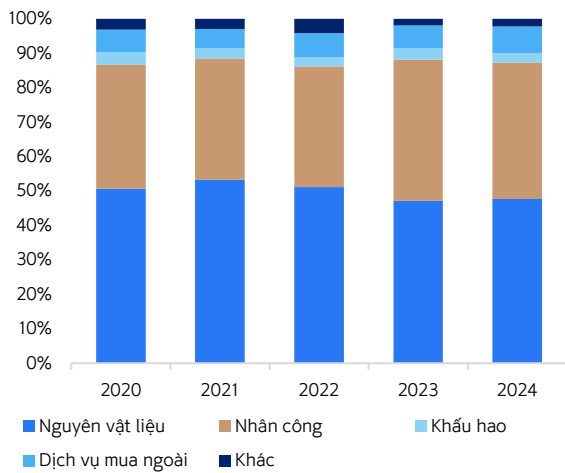
Về phương thức sản xuất, May Sông Hồng sản xuất theo hai phương thức chính là FOB*, CMT* với tỷ trọng lần lượt đạt 84% và 16% doanh thu năm 2024. Với phương thức FOB (Free-on-Board)*, công ty chủ động tìm kiếm nhà cung cấp nguyên vật liệu đầu vào, sản xuất và giao hàng đến cảng do khách hàng chỉ định. 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 (CGGĐ) 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).



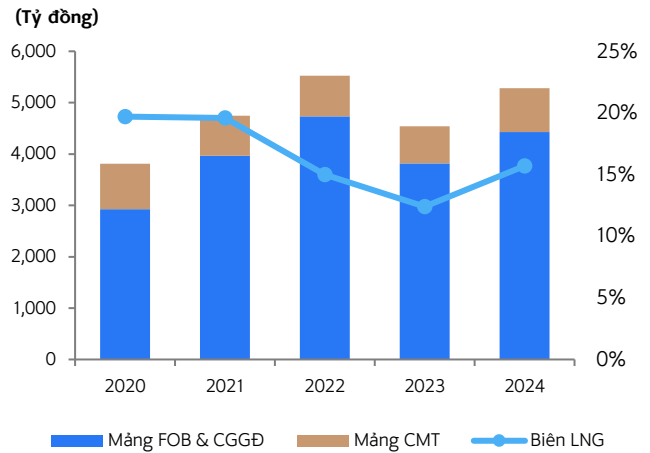
Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

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)

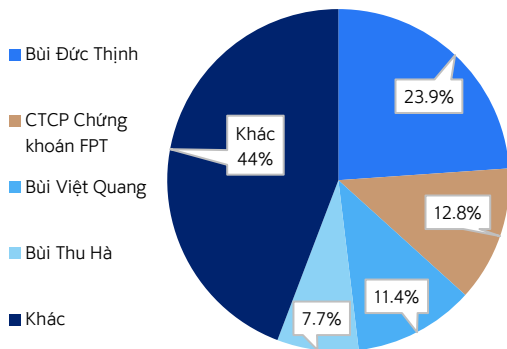


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

2. Cơ cấu tổ chức

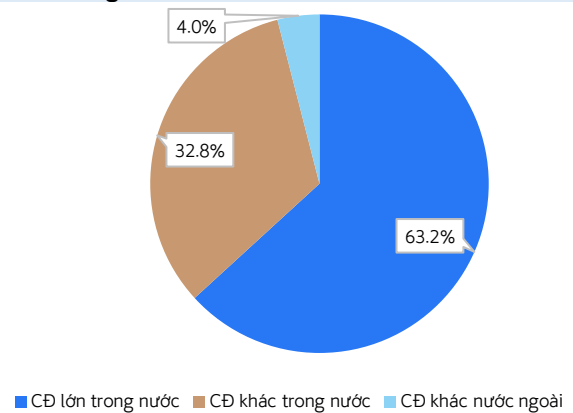
MSH có cơ cấu cổ đông cô đặc, trong đó gia đình ông Bùi Đức Thịnh – Chủ tịch HĐQT nắm gần 43% vốn; đứng thứ hai là FPTs với 12.8% tỷ lệ sở hữu.

Tỷ lệ sở hữu tính đến ngày 04/03/2025



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

Cơ cấu cổ đông



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

Quan điểm đầu tư

1. MSH là một trong những doanh nghiệp đầu ngành dệt may về quy mô, năng lực sản xuất và kim ngạch xuất khẩu.

(i) MSH là một trong những doanh nghiệp dệt may hàng đầu Việt Nam về quy mô và năng lực sản xuất.

May Sông Hồng hiện sở hữu 7 nhà máy tập trung tại tỉnh Nam Định. Với công suất thiết kế thuộc top đầu ngành, đạt khoảng 102 triệu sản phẩm/năm (chưa bao gồm nhà máy Xuân Trường), MSH có thể đáp ứng được lượng đơn hàng lớn và thu hút nhiều khách hàng có tên tuổi.

Thông tin về quy mô và năng lực sản xuất của một số doanh nghiệp dệt may Việt Nam

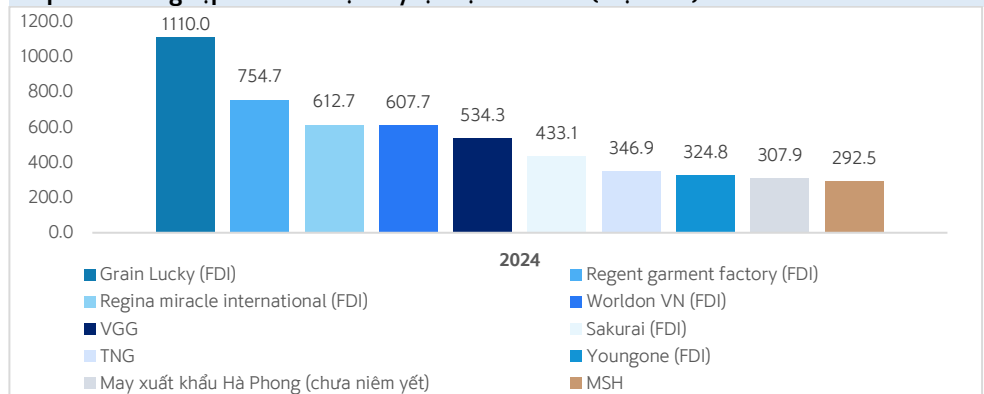
Công ty	Số lượng nhà máy	Số lượng chuyên may	Số lượng nhân công	Công suất thiết kế (triệu đvsp/năm)
MSH	7	205	12,000	102
VGG	20	N/A	31,000	42
VGT	N/A	1,600	60,000	410
TCM	3	N/A	5,552	35
TNG	15	336	19,200	56

Nguồn: Báo cáo của các công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

(ii) Ngoài ra, MSH còn nằm trong top những doanh nghiệp dệt may niêm yết có kim ngạch xuất khẩu lớn nhất Việt Nam.

Tính đến năm 2024, với kim ngạch xuất khẩu gần 300 triệu USD/năm, MSH hiện nằm trong top 10 doanh nghiệp có giá trị xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất Việt Nam (bao gồm cả các công ty FDI).

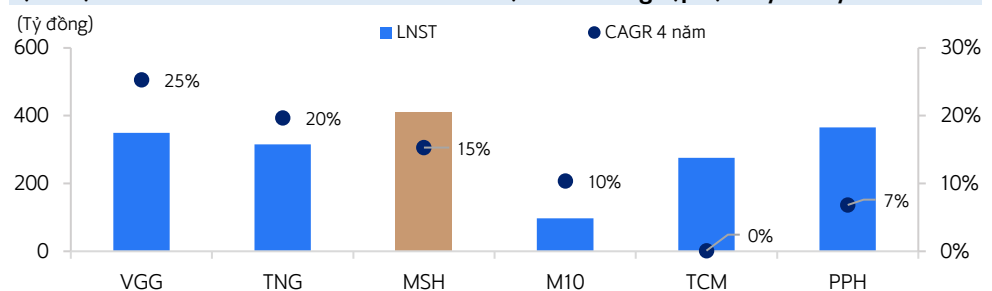
Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu dệt may tại Việt Nam 2024 (Triệu USD)



Nguồn: Hiệp hội dệt may Việt Nam, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với tiềm lực lớn về quy mô và năng lực sản xuất, MSH có khả năng duy trì được vị thế đầu ngành, đạt được sự tăng trưởng bền vững trong vòng 4 năm qua và cả trong tương lai.

Lợi nhuận sau thuế năm 2024 và CAGR 4 năm của một số doanh nghiệp dệt may niêm yết



Nguồn: Báo cáo của các công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

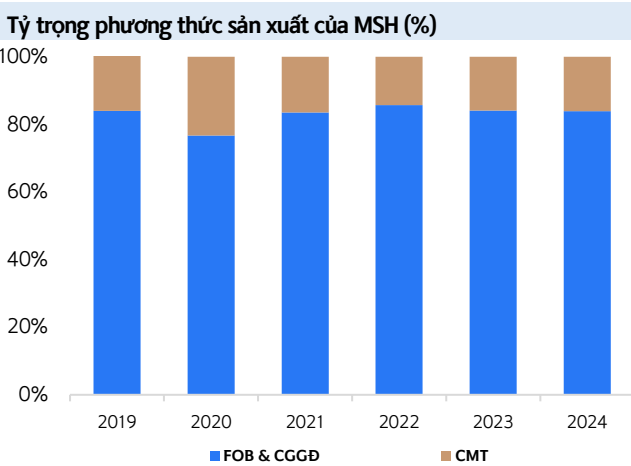
2. Tập trung vào các đơn hàng FOB giúp nâng cao năng lực cạnh tranh, tạo giá trị gia tăng cao và mang lại biên lợi nhuận tốt.

(i) Tỷ trọng phương thức sản xuất FOB luôn được giữ ở mức cao giúp duy trì hiệu quả lợi nhuận.

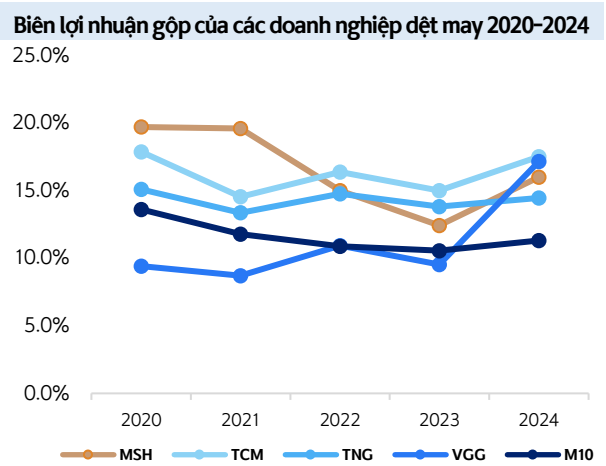
Phương thức FOB (Free on Board) được đánh giá đem lại hiệu quả lợi nhuận tốt hơn phương thức gia công truyền thống CMT (Cut Make Trim) nhờ:

- Chủ động nguồn nguyên liệu giúp giảm chi phí trung gian, tối ưu chi phí sản xuất;
- Gia tăng khả năng đàm phán giá bán với khách hàng do định giá sản phẩm dựa trên chi phí thực tế, thay vì nhận mức giá cố định từ khách hàng như CMT;
- Quy trình sản xuất chặt chẽ hơn (từ nhập nguyên liệu đầu vào đến giao hàng đến cảng cho khách hàng) giúp tăng khả năng kiểm soát chất lượng sản phẩm và rút ngắn thời gian giao hàng.

Do đó, việc chú trọng phát triển và gia tăng tỷ trọng phương thức FOB thay vì CMT trong sản xuất suốt thời gian qua đã giúp biên lợi nhuận gộp của May Sông Hồng luôn duy trì trong khoảng 15-20%, cao hơn so với trung bình ngành (13.2%).



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

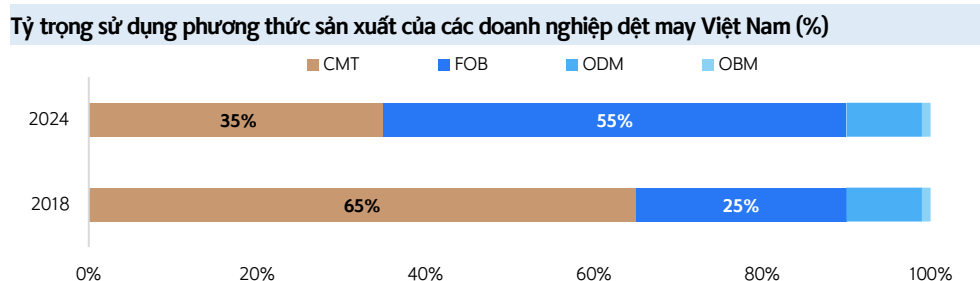


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

(ii) Chúng tôi đánh giá việc tập trung vào phương thức FOB là hoàn toàn phù hợp trong bối cảnh trung và dài hạn do:

Mô hình dệt may toàn cầu hướng đến chuỗi cung ứng toàn diện.

Các tập đoàn thời trang lớn trên thế giới như G-III, Columbia Sportswear,... ngày càng ưu tiên nhà cung cấp có chuỗi cung ứng toàn diện và đóng vai trò đối tác chiến lược thay vì gia công thuần túy. Bởi điều này giúp họ giảm chi phí quản lý chuỗi cung ứng và rút ngắn thời gian đưa sản phẩm ra thị trường.



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

Nhằm thích ứng với xu hướng trên, ngành Dệt may Việt Nam cũng đang hướng tới việc hoàn thiện chuỗi cung ứng, tập trung phát triển sản phẩm theo phương thức FOB (Chủ động nguồn nguyên liệu và sản xuất) và ODM (Thiết kế và sản xuất).

Đây chính là đòn bẩy giúp May Sông Hồng đẩy mạnh đầu tư nghiên cứu, phát triển và hoàn thiện quy trình sản xuất, đem lại những sản phẩm chất lượng cao thông qua chuỗi cung ứng toàn diện.

Rút ngắn thời gian giao hàng và thu hút thêm nhiều khách hàng mới

Hiện nay, các nhãn hàng thời trang có xu hướng đặt hàng với số lượng lớn, thời gian giao hàng nhanh (1-2 tháng) và yêu cầu khắt khe (đáp ứng tiêu chuẩn ESG – Chỉ số phát triển bền vững và LEED – Thiết kế đạt chuẩn về năng lượng và môi trường).

Phương thức sản xuất FOB giúp MSH rút ngắn thời gian giao hàng nhờ:

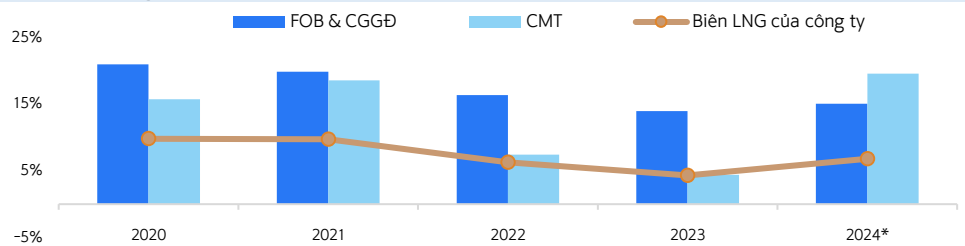
- Chủ động được nguồn nguyên liệu, đảm bảo hàng sẵn có ngay khi cần sản xuất;
- Trực tiếp quản lý khâu vận chuyển đến cảng cho khách hàng giúp tiết kiệm thời gian làm việc giữa các khâu trung gian.

Điều này đem lại cho MSH khả năng đáp ứng được lượng đơn hàng lớn với thời gian giao hàng nhanh. Từ đó thu hút thêm các khách hàng mới, gia tăng đơn hàng có giá trị cao và nâng cao khả năng cạnh tranh trong trung và dài hạn.

Biên lợi nhuận ổn định, duy trì trong khoảng từ 10%-30%

Phương thức sản xuất FOB có khả năng duy trì biên lợi nhuận ổn định hơn CMT nhờ khả năng đàm phán giá bán tốt hơn. Do kiểm soát được nhiều công đoạn sản xuất, MSH có thể định giá sản phẩm dựa trên chi phí thực tế và thương lượng giá đầu ra với khách hàng một cách linh hoạt. Bên cạnh đó, việc chủ động tìm nhà cung cấp nguyên liệu giúp công ty chọn lựa nhà cung cấp giá ưu đãi, kiểm soát tối ưu chi phí đầu vào và giữ biên lợi nhuận ở mức ổn định.

Ngược lại, biên lợi nhuận gộp của CMT biến động khá nhiều theo từng thời điểm, tùy thuộc vào khối lượng đơn hàng và áp lực giá từ khách hàng do chỉ thực hiện công đoạn gia công.

Biên lợi nhuận gộp theo cơ cấu doanh thu của MSH 2020-2024 (%)

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

*Trong năm 2024, biên gộp mảng FOB vẫn giữ ở mức ổn định trong khi CMT biến động cao hơn các năm trước do nhu cầu gia công tăng giúp doanh nghiệp đàm phán được mức giá cao hơn và biên cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tình trạng này chỉ diễn ra trong ngắn hạn do biên gộp của CMT biến động theo mùa vụ và không duy trì được trong dài hạn. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng trong năm 2025, biên lợi nhuận gộp mảng FOB sẽ cải thiện rõ rệt hơn nhờ (1) Nhu cầu đơn hàng FOB gia tăng khi ngành dệt may toàn cầu ưu tiên chuỗi cung ứng toàn diện, (2) Chi phí nguyên vật liệu (bông) giữ ở mức ổn định giúp doanh nghiệp kiểm soát chi phí đầu vào tốt hơn.

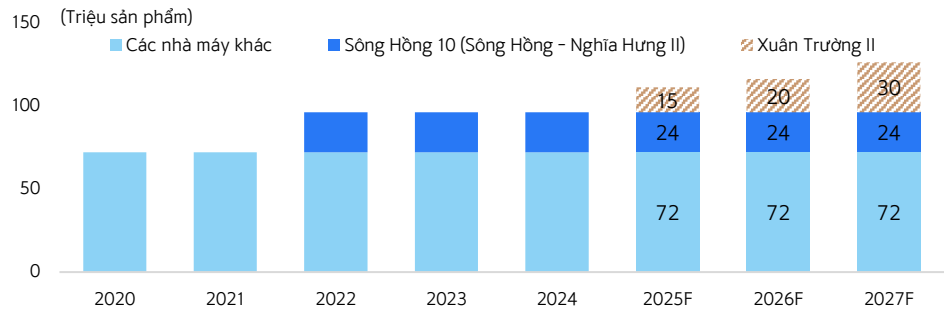
3. Nhà máy Xuân Trường II và dự án liên doanh tại Ai Cập là động lực tăng trưởng từ năm 2025 trở đi.

(i) Nhà máy Xuân Trường II kỳ vọng đi vào hoạt động từ năm 2025, lấp đầy công suất sau 2 năm. Qua đó kỳ vọng thu về 1,500 tỷ đồng doanh thu (+30% doanh thu, +31% công suất so với năm 2024).

Nhà máy Xuân Trường II là nhà máy xanh công nghệ cao đặt tại Nam Định với công suất thiết kế dự kiến 30 triệu sản phẩm jacket quy chuẩn/năm. Tại Xuân Trường II, MSH chú trọng đầu tư sản xuất hàng may mặc xuất khẩu chất lượng cao theo phương thức FOB nhằm đáp ứng nhu cầu của các đối tác lớn trên thế giới.

Nhà máy được khởi công vào Q4/2023, dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2025 và hoạt động tối đa công suất vào năm 2027. Khi dự án chạy tối đa công suất, MSH dự tính thu về 1,500 tỷ đồng doanh thu (+30% doanh thu, +31% công suất so với năm 2024).

Công suất sản xuất của MSH giai đoạn 2020-2027F (Triệu sản phẩm/năm)



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

Nhà máy Xuân Trường II sẽ là động lực tăng trưởng của MSH từ năm 2025 trở đi nhờ vào:

- (1) **Mở rộng công suất:** Nâng tổng số dây chuyền may lên 255 chuyền may, tương ứng 126 triệu sản phẩm/năm khi nhà máy hoạt động hết công suất. Chúng tôi dự phóng công suất của MSH sẽ lần lượt đạt 111 triệu sản phẩm/năm (+15.6% công suất so với năm 2024) trong năm 2025; 116 triệu sản phẩm/năm vào năm 2026 và 126 triệu sản phẩm/năm (+30% công suất năm 2024) trong năm 2027.
- (2) **Đáp ứng được các tiêu chuẩn về quy trình sản xuất thân thiện với môi trường và quản lý chuỗi sản xuất chặt chẽ hơn.** Điều này đem lại lợi thế cạnh tranh cho MSH trong bối cảnh các đạo luật về thời trang bền vững đang ngày càng khắt khe.
- (3) **Gia tăng đơn hàng có giá trị gia tăng cao** thông qua việc đẩy mạnh sản xuất theo phương thức FOB và phát triển sản phẩm theo mô hình ODM.

(ii) Dự án liên doanh xây nhà máy dệt may tại Ai Cập kỳ vọng xuất khẩu đơn hàng đầu tiên sang Mỹ từ tháng 4/2025.

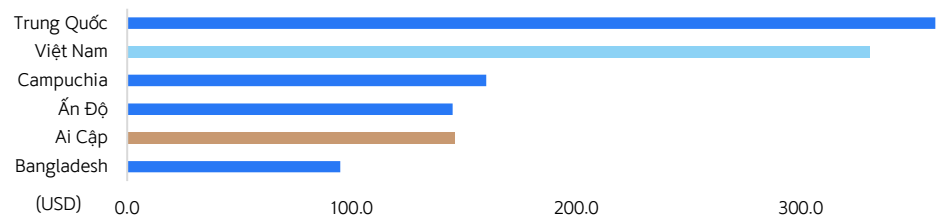
Vào Q2/2024, May Sông Hồng đã liên doanh với Giza For Upper Egypt Development để thành lập công ty dệt may và xây dựng nhà máy tại Ai Cập. Hiện tại, nhà máy đã hoàn thành xây dựng và dự kiến bắt đầu sản xuất đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ từ tháng 4/2025.

Doanh nghiệp chưa công bố cụ thể về công suất sản xuất của nhà máy nên chúng tôi chưa đưa dự án này vào dự phóng năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây là một dự án tiềm năng nhờ tận dụng được những lợi thế tại Ai Cập như:

(1) Chi phí nhân công giá rẻ

Ai Cập là nước có mức lương trung bình của công nhân sản xuất thấp hơn đáng kể so với các nước trên thế giới. Năm 2024, mức lương tại Ai Cập gần bằng 1/2 Việt Nam và 2/5 Trung Quốc.

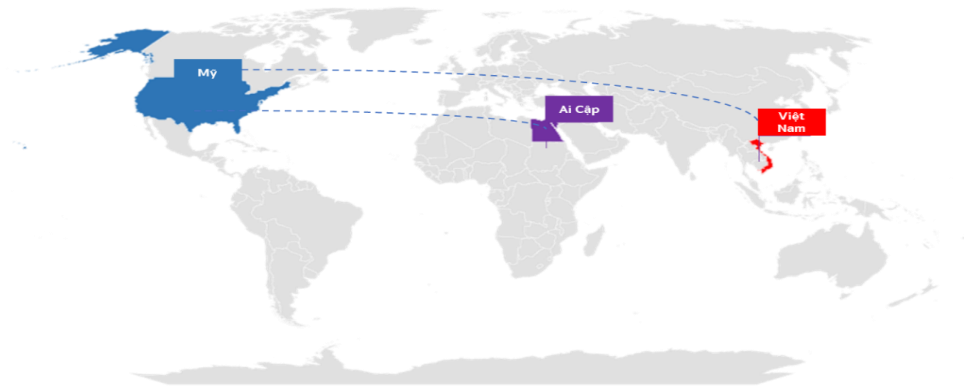
Chi phí nhân công trong ngành sản xuất của một số nước năm 2024 (USD/người/tháng)



Nguồn: Trading Economics, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi cho rằng với chi phí lao động thấp tại Ai Cập, MSH sẽ tiết kiệm được chi phí sản xuất và gia tăng khả năng cạnh tranh về giá trên thị trường quốc tế.

(2) Khoảng cách địa lý thuận lợi giúp rút ngắn thời gian đến thị trường chủ lực Mỹ.



Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Nhờ vị trí gần kênh đào Suez và các tuyến hàng hải chính, quãng đường từ Ai Cập đến Mỹ ngắn hơn so với khoảng cách từ Việt Nam đến Mỹ. Thời gian vận chuyển từ Ai Cập đến bờ Đông Hoa Kỳ trung bình chỉ khoảng 12-14 ngày, bằng một nửa thời gian vận chuyển từ Việt Nam đến Mỹ.

Chúng tôi kỳ vọng khoảng cách địa lý thuận lợi sẽ giúp MSH rút ngắn thời gian giao hàng, tiết kiệm chi phí vận chuyển và tăng tính linh hoạt trong hoạt động sản xuất – phân phối.

(3) Cơ hội hưởng mức thuế suất 0% khi xuất khẩu hàng dệt may từ Ai Cập sang Mỹ.

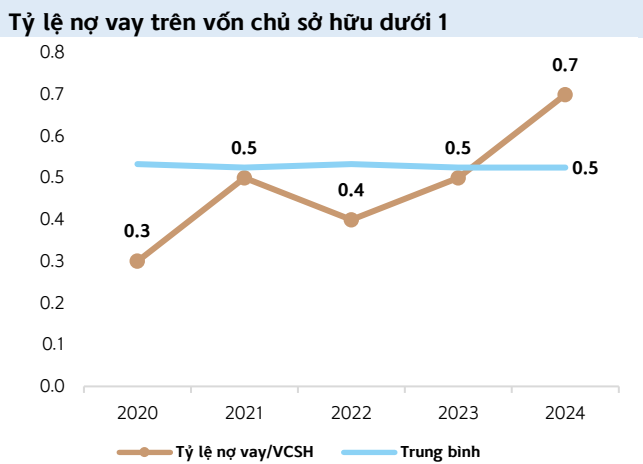
Năm 2004, Hiệp định Thương mại Tự do Ai Cập – Israel được ký kết trong khuôn khổ Hiệp định Thương mại tự do giữa Mỹ và Israel (ILFTA) (1985). Đây là hiệp định thể hiện sự hợp tác của ba nước Ai Cập, Mỹ và Israel. Hiệp định này cho phép các sản phẩm được sản xuất tại các Khu Công Nghiệp đặc biệt (QIZs – Qualified Industrial Zones) ở Ai Cập được **miễn thuế nhập khẩu 100%** khi xuất khẩu vào Mỹ, nếu sản phẩm đáp ứng các tiêu chí nhất định.

Hiệp định không có thời hạn cố định mà sẽ tiếp tục có hiệu lực miễn là quan hệ hợp tác thương mại giữa các bên được duy trì. Tính đến năm 2025, hiệp định vẫn đang có hiệu lực.

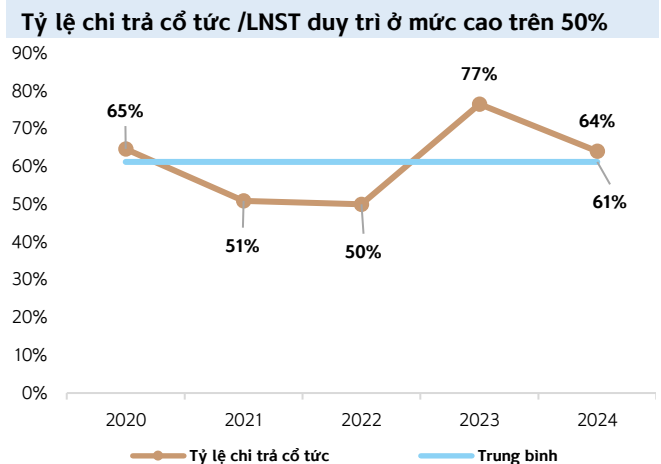
Chúng tôi kỳ vọng Hiệp định Thương mại tự do Ai Cập – Israel – Mỹ sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho MSH tận dụng ưu đãi thuế suất bằng 0% khi xuất khẩu hàng dệt may sang Mỹ. Từ đó mở rộng thị phần và gia tăng lượng đơn hàng xuất khẩu vào thị trường chủ lực này.

4. Cơ cấu tài chính lành mạnh với chính sách chi trả cổ tức đều đặn

MSH là một trong những doanh nghiệp hàng đầu của ngành Dệt may với lịch sử chi trả cổ tức đều đặn ở mức cao.



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



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

MSH có cơ cấu tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu duy trì ở mức dưới 1 và tỷ lệ chi trả cổ tức luôn giữ ở mức cao (trung bình khoảng 61% LNST phân bổ cho cổ đông công ty mẹ) trong 5 năm gần đây. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục duy trì mức cổ tức cao trong năm 2025 nhờ (1) Cơ cấu tài chính lành mạnh and (2) Chính sách chia cổ tức đều đặn.

Cập nhật KQKD Q4/2024 & Ước phóng 2025F**1. Cập nhật**

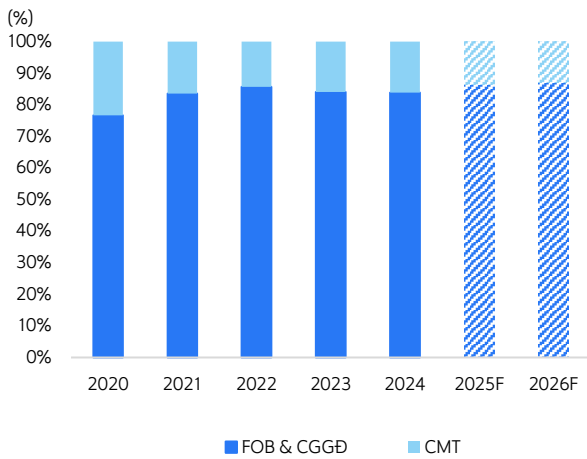
Khoản mục (Tỷ đồng)	Q4/2023	Q4/2024	2023	2024	Chú thích
Doanh thu thuần	1,156	1,428	4,542	5,280	Doanh thu thuần năm 2024 tăng nhờ lượng đơn hàng gia tăng, nhiều đơn hàng có giá trị cao và nhà máy SH10 hoạt động hết công suất.
Tăng trưởng (%YoY)		23		16	
Lợi nhuận gộp	160	286	564	830	Lợi nhuận gộp năm 2024 tăng nhờ duy trì chi phí nhân công ổn định đồng thời giá nguyên liệu đầu vào không biến động nhiều.
Tăng trưởng (%YoY)		78		47	
Biên lợi nhuận gộp (%)	14	20	12	16	
Lợi nhuận trước thuế	101	208	307	541	LNST của CĐ cty mẹ năm 2024 tăng 80% YoY nhờ đơn hàng gia tăng và chi phí sản xuất ổn định.
Tăng trưởng (%YoY)		106		76	
LNST của CĐ cty mẹ	81	170	245	440	
Tăng trưởng (%YoY)		109		80	

2. Dự phóng**Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của MSH (2023-2025F)**

	2023	2024	2025F	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,542	5,280	6,200	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần năm 2025 sẽ duy trì đà tăng nhờ lượng đơn hàng có giá trị cao gia tăng và nhà máy Xuân Trường II dự kiến hoạt động 50% công suất.
Tăng trưởng (%YoY)	-18	16	17	
Mảng FOB & CGGD (tỷ VND)	3,820	4,430	5,315	Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng FOB & CGGD sẽ tăng trưởng 20% YoY nhờ tăng cường xuất khẩu mặt hàng FOB và nhu cầu trong nước đối với sản phẩm CGGD tăng.
Tăng trưởng (%YoY)	-19	16	20	
Mảng CMT (tỷ VND)	722	851	885	Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng CMT sẽ tăng nhẹ 4% YoY do các khách hàng lớn ưu tiên nhà cung cấp sản xuất theo phương thức FOB hơn và sự cạnh tranh gay gắt đến từ các nước Ấn Độ và Campuchia do có chi phí sản xuất rẻ hơn.
Tăng trưởng (%YoY)	-9	18	4	
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	564	830	1,106	Chúng tôi dự kiến biên lợi nhuận gộp của MSH sẽ đạt 18% nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào duy trì ổn định và áp dụng công nghệ cao vào quy trình sản xuất giúp tối ưu chi phí và nâng cao hiệu suất.
Biên lợi nhuận gộp (%)	12	16	18	
Mảng FOB & CGGD (%)	14	15	19	
Mảng CMT (%)	4	20	12	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	307	541	780	
LNST của CĐ cty mẹ (tỷ VND)	245	440	679	
Tăng trưởng (%YoY)		79	54	

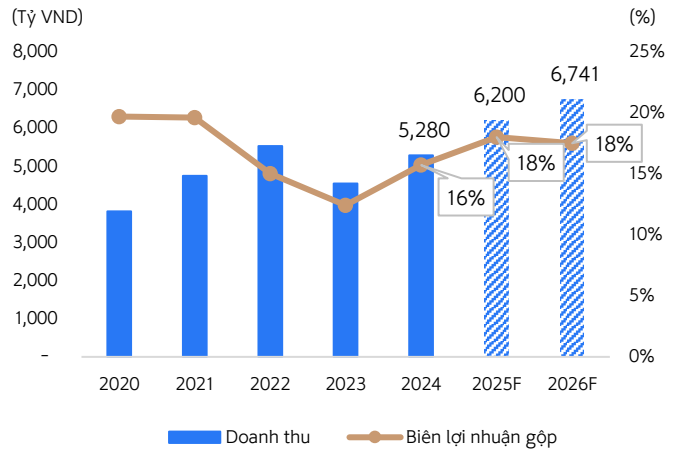
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Tỷ trọng mảng FOB&CGGD và mảng CMT trên tổng doanh thu (%)



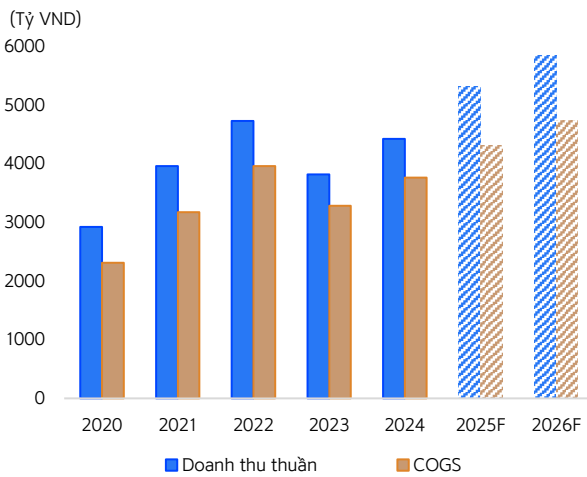
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp qua các năm



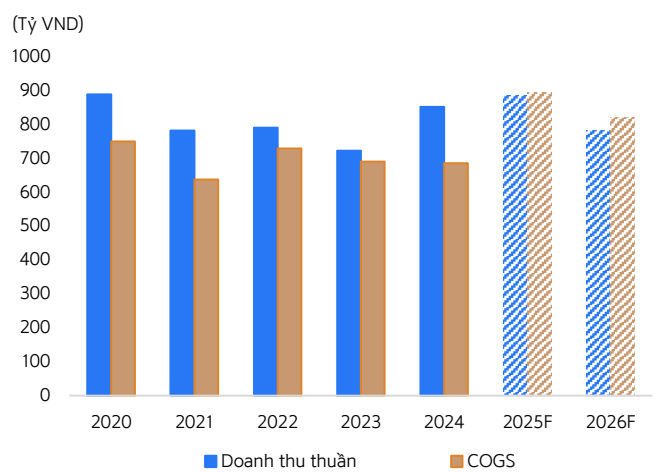
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Doanh thu thuần & COGS mảng FOB & CGGD



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

Doanh thu thuần & COGS mảng CMT



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

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 76,400 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP May Sông Hồng (MSH) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 76,400 đồng tương ứng với mức tăng 30%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, MSH có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1. MSH là một trong những doanh nghiệp đầu ngành về quy mô, năng lực sản xuất và kim ngạch xuất khẩu.
2. Tập trung vào các đơn hàng FOB giúp nâng cao năng lực cạnh tranh, tạo giá trị gia tăng cao và mang lại biên lợi nhuận tốt.
3. Nhà máy Xuân Trường II và dự án liên doanh tại Ai Cập là động lực tăng trưởng từ năm 2025 trở đi.
4. Cơ cấu tài chính lành mạnh và chính sách chi trả cổ tức đều đặn.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (FCFF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá CTCP May Sông Hồng.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND)
P/E	50%	75,773
FCFF	50%	77,026
Giá mục tiêu		76,400
Giá hiện tại		58,600
Tỷ suất sinh lời (%)		30%

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	0.36
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro	3.1%
Chi phí sử dụng vốn	11%
Chi phí nợ	8%
WACC	9%

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

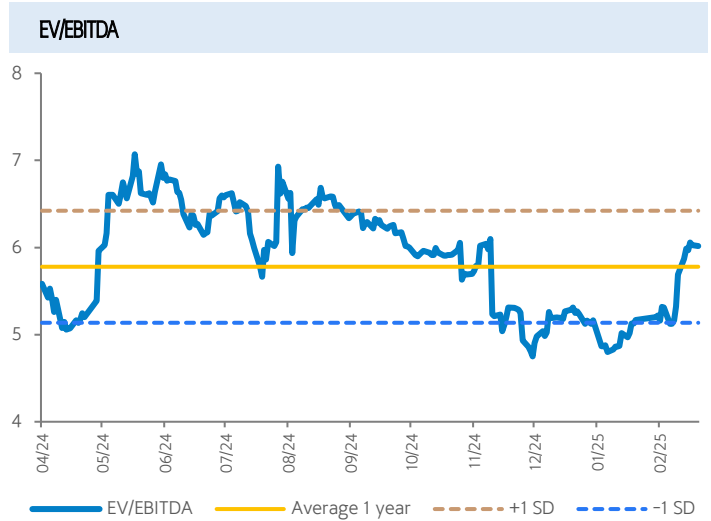
Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	678.7	702.3	798.6	852.5	879.0
+ Lãi vay sau thuế	68.0	59.0	51.0	49.0	42.0
+ Khấu hao	195.0	201.0	203.0	205.0	210.0
- Thay đổi vốn lưu động	82.0	413.8	569.2	536.8	405.8
- Vốn đầu tư	489.0	76.0	59.0	122.5	126.8
Dòng tiền tự do (FCFF)	370.7	472.5	424.4	447.2	598.4
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,900.0				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,375.9				
Giá trị doanh nghiệp	6,275.9				
- Nợ	1,420.2				
+ Tiền và tương đương tiền	922.3				
Giá trị vốn chủ sở hữu	5,778.1				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.075				
Giá mục tiêu (đồng)	77,026				

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

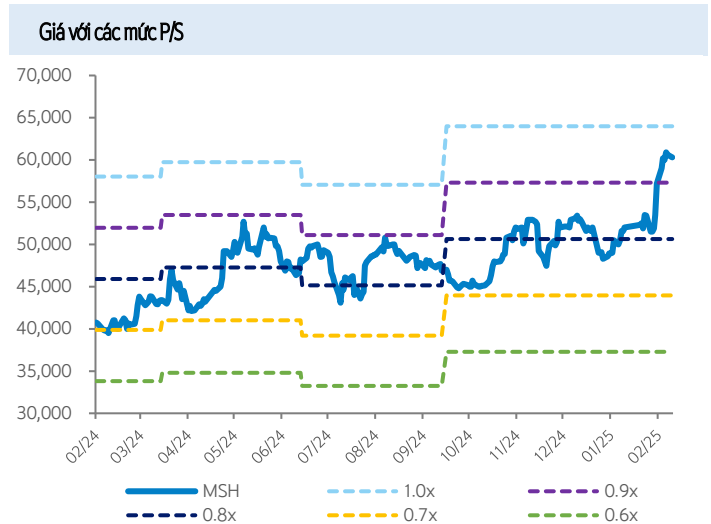
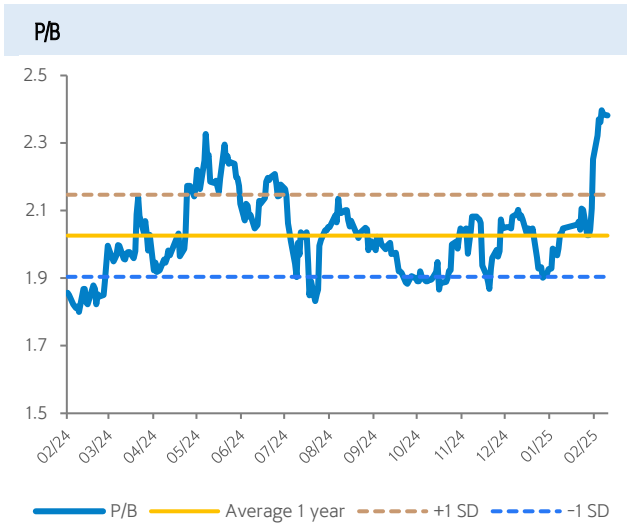
Phương pháp P/E

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ quá khứ trong vòng 5 năm của MSH. Chúng tôi tính trung bình P/E 5 năm kết hợp với ước tính EPS dự phóng 2025 ở mức 8,648 đồng. Từ đó, giá mục tiêu của MSH được định giá ở mức 75,773 đồng.

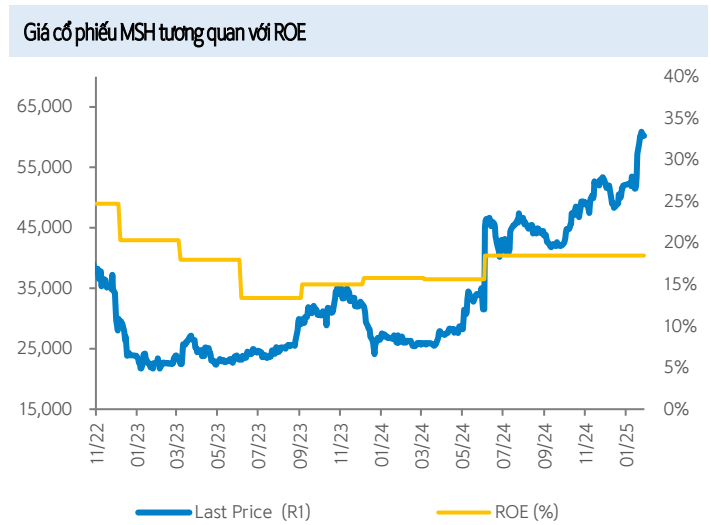
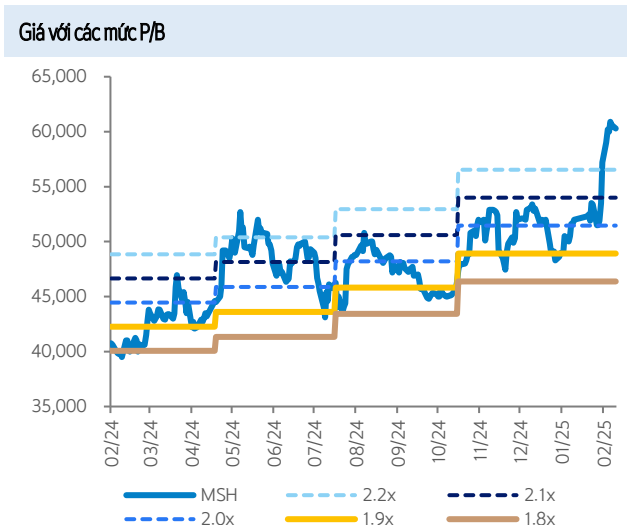
Year	P/E Mean
2020	8.6
2021	8.9
2022	5.7
2023	11.1
2024	9.5
P/E mục tiêu	8.8
Giá mục tiêu (VND)	75,773



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



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



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

Rủi ro

Rủi ro nhu cầu phục hồi chậm

Hiện nay, Mỹ - thị trường xuất khẩu chủ lực của MSH đang trải qua những biến động khó lường trong nhiệm kỳ 2.0 của tổng thống Trump. Việc liên tục đưa ra những chính sách áp thuế lên hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ đối với các nước đối tác khiến nền kinh tế Mỹ chịu ảnh hưởng không ít.

Trong trường hợp kinh tế Mỹ biến động, nhu cầu nhập khẩu các mặt hàng không thiết yếu như hàng dệt may có thể sụt giảm và hồi phục không như kỳ vọng. Điều này sẽ tác động lớn đến lượng đơn hàng xuất khẩu của MSH.

Rủi ro các đạo luật bổ sung về thời trang bền vững của EU được công bố và thông qua kể từ tháng 3 năm 2025 trở đi.

Thị trường EU đang dần trở nên khắt khe hơn từ khi ESPR (Quy định về Thiết kế Sinh thái cho Sản phẩm Bền vững) bắt đầu có hiệu lực vào tháng 6-7/2024. Các luật phụ theo quy định của ESPR sẽ được công bố và thông qua kể từ tháng 3 năm 2025 trở đi. Việc này đặt ra thách thức cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam phải đảm bảo nhà máy sản xuất tuân thủ đúng quy định về bền vững, dự kiến tăng thêm 10% chi phí xây dựng nhà máy.

Rủi ro tỷ giá tăng

Hiện tại, MSH đang có khoản vay bằng USD để xây dựng nhà máy Xuân Trường II. Do đó, việc tỷ giá USD/VND có thể tăng trong ngắn hạn sẽ khiến MSH phải trả nợ nhiều hơn, ảnh hưởng đến lợi nhuận sau thuế của công ty.

Rủi ro Mỹ áp thuế lên mặt hàng dệt may Việt Nam để cân bằng lại cán cân thương mại

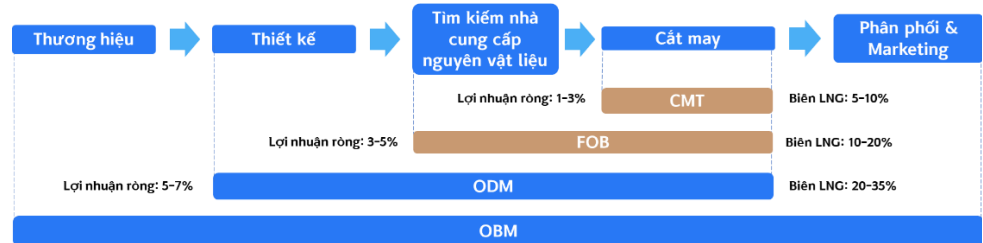
Thị trường Mỹ tác động rất lớn đến doanh thu và lợi nhuận của MSH do 90% doanh thu xuất khẩu của công ty đến từ thị trường này. Trong kịch bản Mỹ ra lệnh áp thuế suất lên các mặt hàng dệt may của Việt Nam khi xuất khẩu vào quốc gia này, MSH có thể chịu ảnh hưởng lớn nếu các đối tác Mỹ cắt giảm đơn hàng và tìm kiếm nguồn cung từ các nước có thuế suất ưu đãi hơn. Đồng thời, biên lợi nhuận gộp của công ty có thể bị thu hẹp nếu không thể chuyển phần chi phí tăng này sang khách hàng để giữ chân đối tác.

Rủi ro khách hàng lớn mất khả năng thanh toán

Trong trường hợp khách hàng lớn phá sản hoặc mất khả năng thanh toán, MSH sẽ phải đối mặt với những rủi ro tiềm ẩn như mất vốn, suy giảm dòng tiền và ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận hoạt động của công ty. Trong quá khứ, MSH đã từng phải đối mặt với tình trạng này một lần khi vào tháng 7/2020, thương hiệu thời trang New York Company (vốn chiếm 13% tổng doanh thu năm 2019 của MSH) mất khả năng thanh toán do công ty mẹ phá sản. Điều này khiến dự phòng khoản phải thu khó đòi tăng lên và ảnh hưởng đến lợi nhuận sau thuế của May Sông Hồng tại thời điểm đó.

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	4,960	5,170
Tài sản ngắn hạn	2,342	2,553	3,250	3,632	3,643
Tiền và tương đương tiền	424	455	887	918	981
Đầu tư TC ngắn hạn	956	971	653	992	1,011
Các khoản phải thu	341	598	992	1,014	1,036
Hàng tồn kho	603	507	645	693	605
Tài sản khác	18	22	73	15	10
Tài sản dài hạn	931	900	1,271	1,328	1,527
Tài sản cố định	842	774	700	1,220	1,423
Chi phí xây dựng dở dang	22	59	473	50	45
Đầu tư TC dài hạn	-	-	32	32	32
Tài sản khác	68	-	26	26	26
Tổng nợ	1,575	1,643	2,468	2,379	2,420
Nợ ngắn hạn	1,269	1,335	1,860	1,561	1,593
Khoản phải trả	871	790	1,026	927	936
Người mua trả tiền trước	15	14	15	16	16
Vay và nợ thuê tài chính	376	527	813	612	636
Khác	6	5	6	6	6
Nợ dài hạn	306	308	608	818	827
Vay và nợ thuê tài chính	306	308	608	818	827
Khác	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1,719	1,810	2,053	2,581	2,750
Vốn góp chủ sở hữu	750	750	750	750	750
Thặng dư vốn	-	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	673	710	850	1,358	1,480
Vốn khác	186	186	193	193	193
Lợi ích CE không kiểm soát	110	163	259	279	326
*Tổng nợ	682	835	1,420	1,430	1,463
*Nợ ròng (tiền)	258	379	534	512	482

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	258	275
Lợi nhuận ròng	338	245	440	679	702
Khấu hao TSCĐ	134	135	127	195	201
(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	(433)	(105)
Tiền từ HĐ đầu tư	(674)	(82)	(145)	(125)	(87)
Thay đổi tài sản cố định	(415)	106	394	543	208
Thay đổi tài sản đầu tư	(259)	(187)	(539)	(668)	(295)
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	(166)	121	412	(101)	(126)
Thay đổi vốn cổ phần	74	49	66	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(52)	259	609	162	137
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(187)	(187)	(263)	(263)	(263)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	50	31	432	33	63
Tổng tiền đầu năm	379	424	455	887	918
Thay đổi trong tỷ giá	(5)	-	-	(2)	(1)
Tổng tiền cuối năm	424	455	887	918	981

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	6,200	6,741
Tăng trưởng (%)	16.3	(17.7)	16.3	17.4	8.7
Giá vốn hàng bán	(4,692)	(3,978)	(4,451)	(5,094)	(5,564)
Lợi nhuận gộp	829	564	830	1,106	1,176
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.0	12.4	15.7	17.8	17.5
Chi phí BH & QLDN	(470)	(377)	(389)	(454)	(521)
LN từ HĐKD	359	187	441	652	655
Tăng trưởng (%)	(100.0)	(48.0)	136.4	47.9	0.5
Biên LN từ HĐKD (%)	6.5	4.1	8.4	10.5	9.7
LN khác	81	120	110	128	149
Thu nhập tài chính	152	191	211	220	223
Chi phí tài chính	(65)	(73)	(85)	(85)	(67)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(34)	(45)	(53)	(68)	(59)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(7)	1	(16)	(7)	(6)
LNTT	439	307	541	780	804
Thuế TNDN	(101)	(61)	(101)	(101)	(102)
LNST	338	245	440	679	702
Tăng trưởng (%)	(23.7)	(27.4)	79.4	54.3	3.5
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.1	5.4	8.3	10.9	10.4
LNST cổ đông công ty mẹ	375	244	410	649	672
Lợi ích CETS	(37)	1	30	30	30
LN trước thuế và lãi vay	405	262	488	712	745
Tăng trưởng (%)	(63.0)	(35.3)	86.2	46.0	4.7
Biên LN (%)	7.3	5.8	9.2	11.5	11.1
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	539	397	615	907	946
Tăng trưởng (%)	(19.1)	(26.4)	55.0	47.6	4.3
Biên LN (%)	9.8	8.7	11.6	14.6	14.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

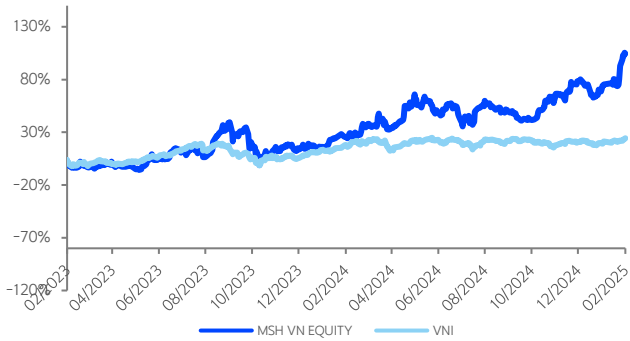
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	4,998	3,260	5,465	8,648	8,963
BPS (đồng)	21,452	21,948	23,908	30,591	36,605
DPS (đồng)	2,500	2,500	3,500	3,500	3,500
PER (x)	5.7	11.1	9.5	7.0	6.8
PBR (x)	1.4	1.5	1.9	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	4.7	6.7	6.5	6.9	6.6
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	25.0	25.0	35.0	35.0	35.0
Lãi cổ tức (%)	3.3	3.3	4.6	4.6	4.6
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	9.8	8.7	11.6	14.6	14.0
Biên LN từ HĐKD (%)	6.5	4.1	8.4	10.5	9.7
Biên LNST (%)	6.1	5.4	8.3	10.9	10.4
ROA (%)	10.3	7.1	9.7	13.7	13.6
ROE (%)	19.6	13.6	21.4	26.3	25.5
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	39.7	46.1	69.2	55.4	53.2
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	33.4	34.1	47.6	58.9	61.6
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	11.9	5.9	9.1	10.5	12.6
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	75	72	89	94	87
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	60	51	47	48	43
Số ngày khoản phải thu (ngày)	33	38	55	59	56

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công ty Cổ phần May Sông Hồng (MSH)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
25/03/2025 (BC lần đầu)	MUA	76,400	93.9	21.7/87.7

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, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

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

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

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

Shanghai

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

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

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