

CTCP May Sông Hồng

[Việt Nam / Dệt may]

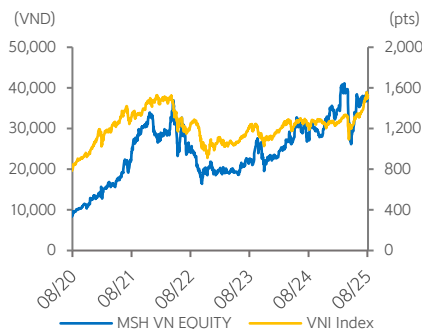
Bloomberg Code (MSH VN) | Reuters Code (MSH.HM)

MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) VND 44,675
Giá hiện tại (14/08/2025) VND 38,450
Suất sinh lời (%) 16.1%

VNINDEX	1,641
HNXINDEX	285
Vốn hóa (tỷ VND)	4,326
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)	0.51
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	19
Cổ đông lớn Bùi Đức Thịnh (%)	23.9
CTCP Chứng khoán FPT	12.8
Biến động giá	3T 6T 12T
Tuyệt đối (%)	14.7 0.8 18.2
So với VN-Index (%)	-10.3 -27.7 -15.9



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

Đơn hàng gia tăng nhờ front-loading

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 44,675 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.

1H2025 của MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,503 tỷ VND (+19% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 267 tỷ VND (+92% YoY), hoàn thành lần lượt 46% và 55% kế hoạch cả năm. Kết quả tăng trưởng tích cực chủ yếu nhờ nhu cầu front-loading tăng mạnh trong 90 ngày hoãn thuế. Nửa cuối năm 2025, khi tình trạng front-loading hạ nhiệt, chúng tôi đánh giá lượng đơn hàng của MSH sẽ không tăng trưởng đột biến như 1H2025 nhưng vẫn ổn định quanh mức bình quân 5 năm gần nhất nhờ: (1) Mùa lễ hội cuối năm và năm mới đang đến gần, (2) Tồn kho dệt may tại Mỹ đang ở mức thấp; (3) Tận dụng hiệu quả lợi thế về thuế quan và nội lực sản xuất mạnh mẽ để giữ vững thị phần, (4) Đơn hàng gia công tăng trưởng bù đắp cho sự sụt giảm nhu cầu hàng FOB. Trong trung và dài hạn, chúng tôi cho rằng đẩy nhanh đầu tư liên doanh ở khâu dệt vải sẽ là yếu tố then chốt để May Sông Hồng gia tăng sức cạnh tranh và thu hút thêm các khách hàng mới tại thị trường chủ lực Mỹ.

Dựa trên phương pháp DCF, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của MSH ở mức 44,675 đồng; tương ứng với mức upside 16.1%.

Kết quả kinh doanh 1H2025 hưởng lợi trực tiếp từ tình trạng front-loading

Doanh thu, lợi nhuận Q2/2025 của MSH tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu front-loading gia tăng trong 90 ngày hoãn thuế của các khách hàng Mỹ. Cụ thể:

- Doanh thu thuần đạt 2,503 tỷ đồng (+19% YoY), trong đó, doanh thu mảng FOB&CGGD giảm 5% YoY và mảng CMT tăng 130% YoY. Mảng CMT tiếp tục tăng mạnh trong Q2/2025 khi tâm lý tiêu dùng của người dân Mỹ ưu tiên các sản phẩm có giá thành rẻ trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều biến động.
- Lợi nhuận sau thuế đạt 180 tỷ đồng (+96% YoY) nhờ sự tăng trưởng cả về số lượng và giá bán sản phẩm, thu nhập tài chính gia tăng nhờ đầu tư trái phiếu và quản lý chi phí sản xuất hiệu quả.

Tổng kết 1H2025, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,503 tỷ VND (+19% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 267 tỷ VND (+92% YoY), hoàn thành lần lượt 46% và 55% kế hoạch cả năm.

Chúng tôi đánh giá đơn hàng nửa cuối năm của MSH dự kiến không tăng trưởng đột biến như nửa đầu năm nhưng vẫn ổn định quanh mức bình quân 5 năm gần nhất.

Tình trạng front-loading dự kiến hạ nhiệt vào nửa cuối năm 2025 khi thuế quan Mỹ chính thức có hiệu lực. Nhu cầu hàng may mặc sẽ quay về trạng thái bình thường và được hỗ trợ bởi các yếu tố: (1) Mùa lễ hội nửa cuối năm, năm mới đang đến gần và (2) Tồn kho dệt may của Mỹ vẫn đang ở mức thấp.

Chúng tôi kỳ vọng MSH có thể giữ lượng đơn hàng cuối năm ổn định quanh mức bình quân 5 năm gần nhất nhờ:

- Lợi thế thuế quan cạnh tranh:** Việt Nam dự kiến chịu mức thuế 20% khi xuất sang Mỹ, thấp hơn so với các đối thủ khác như Trung Quốc (55%), Ấn Độ (25%); ngang bằng với Bangladesh (20%) và chênh lệch không đáng kể với Indonesia (19%). Điều này mở ra cơ hội cho MSH tăng cường lợi thế về giá bán và thu hút thêm đơn hàng mới tại Mỹ.
- Nội lực sản xuất mạnh mẽ:** Công suất lớn, sản phẩm kỹ thuật cao, mặt hàng đa dạng và tốc độ giao hàng nhanh chóng sẽ giúp MSH giữ vững thị phần tại Mỹ.
- Đơn hàng gia công tăng trưởng bù đắp sự sụt giảm nhu cầu hàng FOB** trong bối cảnh các khách hàng lớn ưu tiên đơn hàng gia công nhằm kiểm soát và tiết kiệm chi phí nguyên vật liệu.

Bên cạnh đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng công suất hoạt động của nhà máy Xuân Trường II trong năm 2025 xuống còn 30% công suất, so với mức 50% trước đó do chưa có thông tin nhà máy đi vào hoạt động vào Q3 và chúng tôi dự kiến nhà máy sẽ hoạt động trong Q4. Dù vậy, doanh thu và lợi nhuận dự phóng của chúng tôi không thay đổi nhờ kết quả kinh doanh tích cực ở 1H2025.

Trong trung và dài hạn, MSH cần đẩy nhanh tự chủ nguyên phụ liệu nhằm nâng cao tỷ lệ nội địa hóa và gia tăng sức cạnh tranh tại thị trường Mỹ.

Chúng tôi dự phóng DTT và LNST của MSH lần lượt đạt 5,574 tỷ đồng (+6% YoY) và 450 tỷ đồng (+2% YoY) nhờ (1) Sự dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc, (2) Giá nguyên vật liệu đầu vào được giữ ở mức ổn định.

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	6,338
LN từ HĐKD (tỷ VND)	359	187	441	442	647
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	338	245	440	450	643
EPS (đồng)	4,998	3,260	5,465	3,999	5,717
BPS (đồng)	21,452	21,948	23,908	21,963	25,714
Biên LN HĐKD (%)	6.5	4.1	8.4	7.9	10.2
Biên LNST (%)	6.1	5.4	8.3	8.1	10.2
ROE (%)	19.6	13.6	21.4	20.2	22.8
PER (x)	5.7	11.1	9.5	9.6	6.7
PBR(x)	1.4	1.5	1.9	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	4.7	6.7	6.5	8.6	6.3

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 Q2/2025 & 6T2025

Khoản mục	Q2/2024	Q2/2025	6T/2024	6T/2025	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,333	1,466	2,104	2,503	Hưởng lợi trực tiếp từ tình trạng front-loading trong 90 ngày hoãn thuế đối ứng của Mỹ, doanh số bán hàng của MSH cải thiện. Điều này đã giúp công ty ghi nhận doanh thu thuần Q2/2025 tăng trưởng +41% QoQ, +10% YoY.
Tăng trưởng (%YoY)		10		19	
Màng FOB & CGGD (tỷ VND)	1,197	1,097	1,733	1,649	
Màng CMT (tỷ VND)	136	369	371	854	
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	182	308	278	499	Lợi nhuận gộp Q2/2025 ghi nhận tăng trưởng 69% YoY chủ yếu đến từ sự gia tăng lượng đơn hàng, chi phí sản xuất được tối ưu nhờ ứng dụng công nghệ cao và giá nguyên vật liệu được giữ ở mức ổn định.
Tăng trưởng (%YoY)		69		79	
Biên lợi nhuận gộp (%)	14	21	13	20	Lũy kế 6T/2025, lợi nhuận gộp của MSH ghi nhận tăng trưởng 79% YoY, trong đó, lợi nhuận gộp màng FOB tăng 16% YoY và màng CMT tăng 505% YoY. Màng CMT tăng mạnh nhờ đàm phán được giá bán cao hơn trong bối cảnh nhu cầu gia tăng cùng với chi phí đầu vào được giữ ở mức ổn định.
Màng FOB & CGGD (%)	14	18	14	17	
Màng CMT (%)	9	7	10	25	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	112	219	174	327	Lợi nhuận sau thuế Q2/2025 của MSH tăng trưởng 96% YoY, đánh dấu mức lợi nhuận cao nhất theo chu kỳ quý từ trước đến nay của MSH. Sự tăng trưởng vượt bậc này đến từ doanh số bán hàng tăng trưởng, thu nhập tài chính gia tăng nhờ đầu tư trái phiếu và quản lý chi phí sản xuất hiệu quả.
Tăng trưởng (%YoY)		96		88	
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	92	180	139	267	
Tăng trưởng (%YoY)		96		92	

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025

Khoản mục	2024	2025F	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,280	5,574	Tình trạng front-loading dự kiến hạ nhiệt vào nửa cuối năm 2025 khi thuế quan Mỹ chính thức có hiệu lực. Chúng tôi cho rằng nhu cầu hàng may mặc sẽ biến động nhưng mức độ tác động sẽ không quá tiêu cực do mùa lễ hội cuối năm, năm mới đang đến gần và tồn kho dệt may của Mỹ vẫn đang ở mức thấp. Chúng tôi đánh giá lượng đơn hàng trong Q3, Q4 của MSH dự kiến không tăng trưởng đột biến như nửa đầu năm nhưng vẫn ổn định quanh mức bình quân 5 năm gần nhất nhờ: (1) Tận dụng hiệu quả lợi thế sẵn có về thuế quan và tiềm năng nội lực mạnh mẽ để giữ vững thị phần và thu hút thêm các khách hàng mới; (2) Đơn hàng gia công tăng trưởng bù đắp sự sụt giảm nhu cầu hàng FOB.
Tăng trưởng (%YoY)		6	
Màng FOB & CGGD (tỷ VND)	4,430	4,651	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng trong cơ cấu doanh thu: Màng CMT nâng lên 5% và màng FOB giảm xuống 1% so với dự phóng trước do tác động của tình hình thuế quan mới đã khiến nhu cầu hàng gia công tăng cao hơn dự phóng.
Tăng trưởng (%YoY)		5	
Màng CMT (tỷ VND)	851	923	Chúng tôi giữ nguyên dự phóng tổng doanh thu thuần của MSH do vẫn phù hợp với bối cảnh hiện tại.
Tăng trưởng (%YoY)		8	
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	830	890	Chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp 2025 tăng 7% YoY nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào không biến động nhiều, cùng với việc ứng dụng công nghệ vào quy trình sản xuất giúp tối ưu chi phí và nâng cao hiệu suất.
Tăng trưởng (%YoY)		7	
Biên lợi nhuận gộp (%)	16	16	
Màng FOB & CGGD (%)	15	16	
Màng CMT (%)	20	15	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	109	553	
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	87	450	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và Khuyến nghị

Cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 44,675 đồng

Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá MSH. Chúng tôi khuyến nghị MUA và giá mục tiêu đạt 44,675 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%	44,675
Giá mục tiêu		44,675
Giá hiện tại		38,450
Tỷ suất sinh lời (%)		16.1%

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	0.38
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	449.9	643.4	728.7	763.8	855.1
+ 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	414.0	470.0	437.0	406.0
- Vốn đầu tư	459.0	96.0	59.0	102.5	126.8
Dòng tiền tự do (FCFF)	171.9	393.4	453.7	478.3	574.4
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,676.7				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,200.2				
Giá trị doanh nghiệp	5,876.9				
- Nợ	1,438.1				
+ Tiền và tương đương tiền	587.1				
Giá trị vốn chủ sở hữu	5,026.0				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.113				
Giá mục tiêu (đồng)	44,675				

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

P/E



EV/EBITDA



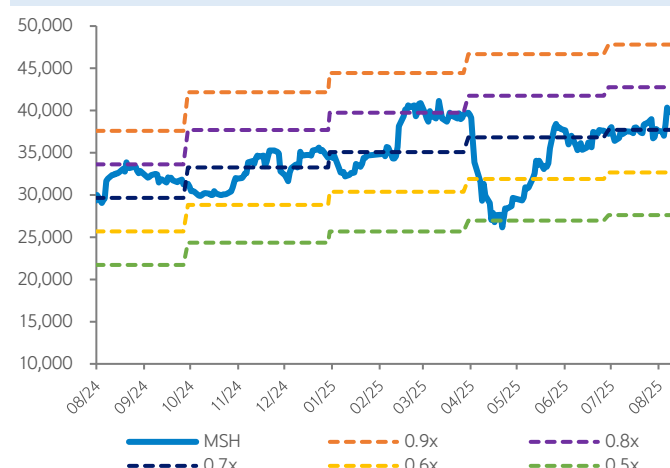
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B



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

Giá với các mức P/S

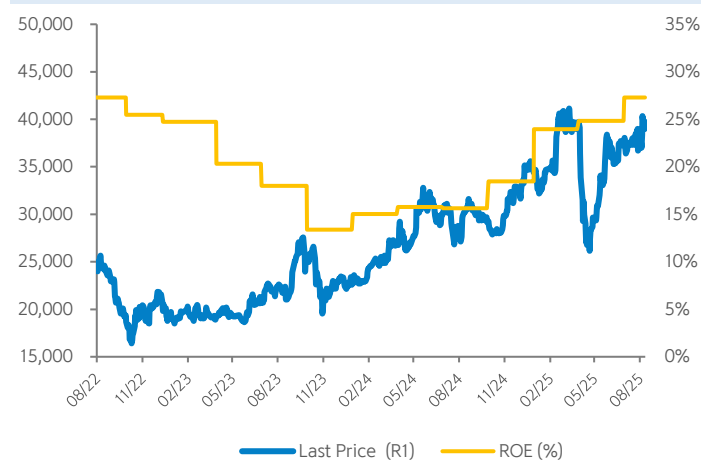


Giá với các mức P/B



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

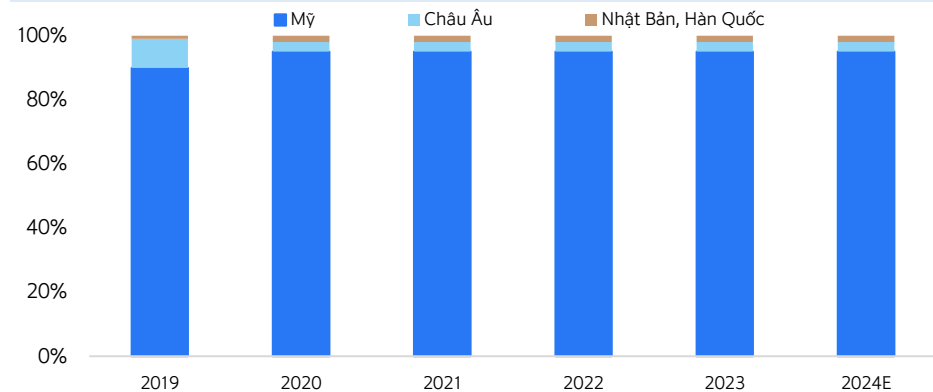
Tổng quan doanh nghiệp

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.

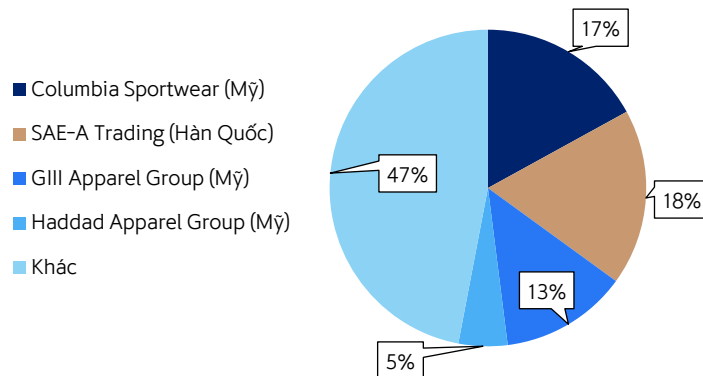
Thị trường xuất khẩu của MSH (%)



Nguồn: 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 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.

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

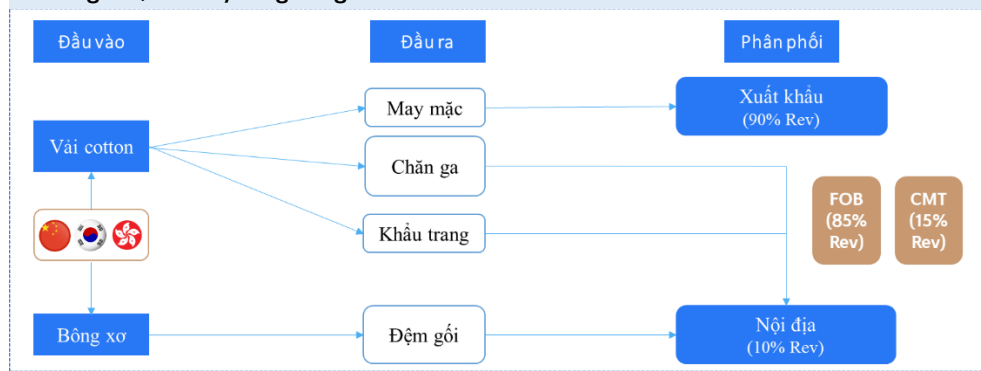


Nguồn: MSH, Tổng cục Hải quan Việt Nam, Chứng khoán Shinhan Việt Nam ước tính

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.

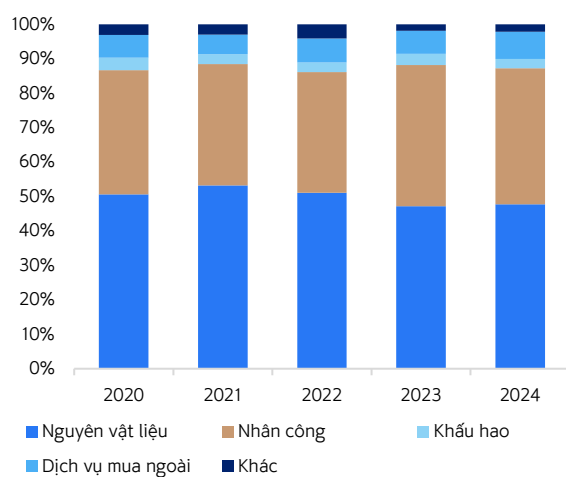
Bên cạnh đó, MSH còn tự chủ hoàn toàn quá trình sản xuất chăn ga gối đệm (CGGD) từ khâu thiết kế, chọn vải, cắt may, hoàn thiện đến phân phối sản phẩm. (*Xem thêm ở Phụ lục Các phương thức sản xuất hàng may mặc).

Chuỗi giá trị của May Sông Hồng



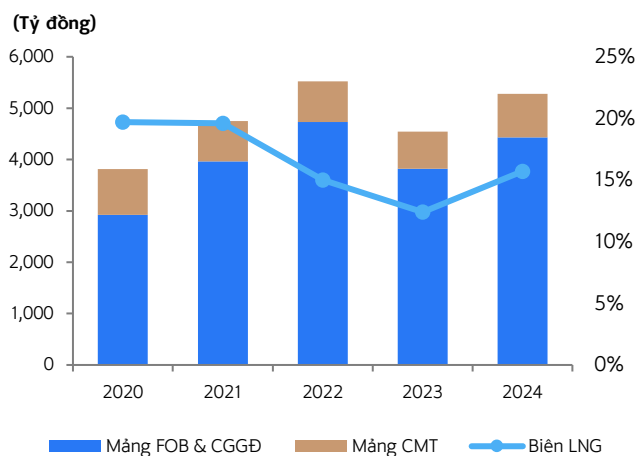
Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

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)

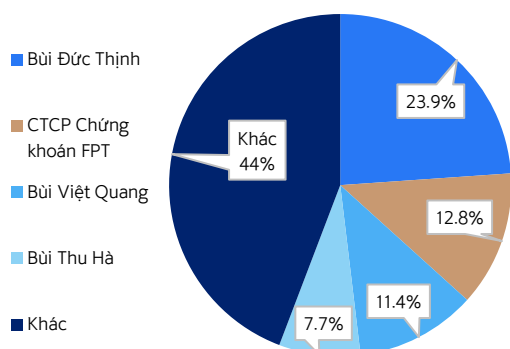


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Cơ cấu tổ chức

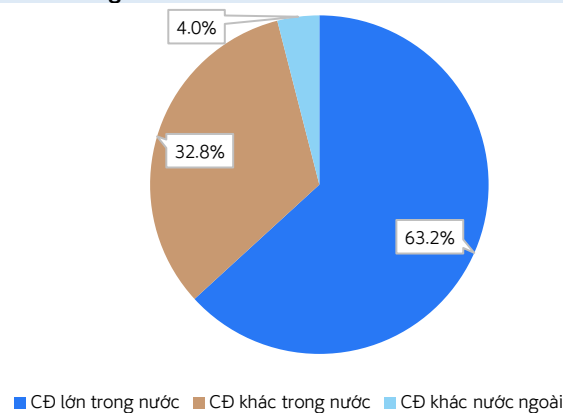
MSH có cơ cấu cổ đông cô đặc, trong đó gia đình ông Bùi Đức Thịnh – Chủ tịch HĐQT nắm gần 43% vốn; đứng thứ hai là FPTS với 12.8% tỷ lệ sở hữu.

Tỷ lệ sở hữu tính đến ngày 04/03/2025



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

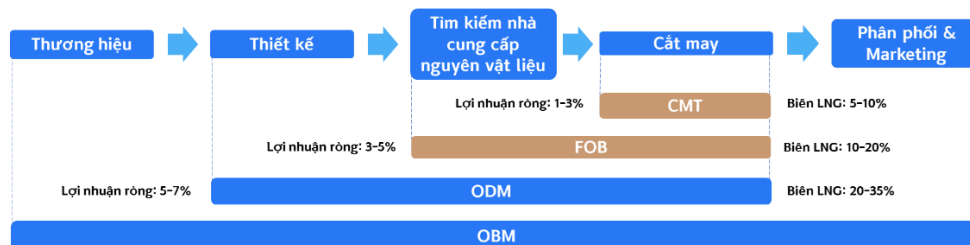
Cơ cấu cổ đông



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

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	4,604	5,240
Tài sản ngắn hạn	2,342	2,553	3,250	3,344	3,709
Tiền và tương đương tiền	424	455	887	774	940
Đầu tư TC ngắn hạn	956	971	653	1,019	1,180
Các khoản phải thu	341	598	992	912	974
Hàng tồn kho	603	507	645	623	605
Tài sản khác	18	22	73	15	10
Tài sản dài hạn	931	900	1,271	1,260	1,531
Tài sản cố định	842	774	700	1,152	1,428
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	2,225	2,820
Vốn góp chủ sở hữu	750	750	750	1,125	1,125
Thặng dư vốn	-	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	673	710	850	706	1,448
Vốn khác	186	186	193	193	193
Lợi ích CĐ không kiểm soát	110	163	259	201	54
* Tổng nợ	682	835	1,420	1,430	1,463
* Nợ ròng (tiền)	258	379	534	656	523

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	113	246
Lợi nhuận ròng	338	245	440	450	643
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	(350)	(75)
Tiền từ HĐ đầu tư	(674)	(82)	(145)	(123)	46
Thay đổi tài sản cố định	(415)	106	394	475	281
Thay đổi tài sản đầu tư	(259)	(187)	(539)	(598)	(235)
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	(111)	166
Tổng tiền đầu năm	379	424	455	887	774
Thay đổi trong tỷ giá	(5)	-	-	(2)	(1)
Tổng tiền cuối năm	424	455	887	774	940

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	6,338
Tăng trưởng (%)	16.3	(17.7)	16.3	5.6	13.7
Giá vốn hàng bán	(4,692)	(3,978)	(4,451)	(4,684)	(5,224)
Lợi nhuận gộp	829	564	830	890	1,114
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.0	12.4	15.7	16.0	25.2
Chi phí BH & QLDN	(470)	(377)	(389)	(448)	(467)
LN từ HĐKD	359	187	441	442	647
Tăng trưởng (%)	(100.0)	(48.0)	136.4	0.2	46.4
Biên LN từ HĐKD (%)	6.5	4.1	8.4	7.9	10.2
LN khác	81	120	100	111	143
Thu nhập tài chính	152	191	211	220	243
Chi phí tài chính	(65)	(73)	(85)	(88)	(93)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(34)	(45)	(53)	(68)	(59)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(7)	1	(26)	(21)	(6)
LNTT	439	307	541	553	791
Thuế TNDN	(101)	(61)	(101)	(103)	(147)
LNST	338	245	440	450	643
Tăng trưởng (%)	(23.7)	(27.4)	79.4	2.3	43.0
Biên LNST (%)	6.1	5.4	8.3	8.1	10.2
LNST cổ đông công ty mẹ	375	244	410	450	643
Lợi ích CĐTTS	(37)	1	30	0	0
LN trước thuế và lãi vay	405	262	488	485	732
Tăng trưởng (%)	(63.0)	(35.3)	86.2	(0.6)	50.9
Biên LN (%)	7.3	5.8	9.2	8.7	11.5
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	539	397	615	680	933
Tăng trưởng (%)	(19.1)	(26.4)	55.0	10.6	37.2
Biên LN (%)	9.8	8.7	11.6	12.2	14.7

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	3,999	5,717
BPS (đồng)	21,452	21,948	23,908	21,963	25,714
DPS (đồng)	2,500	2,500	3,500	3,500	3,500
PER (x)	5.7	11.1	9.5	9.6	6.7
PBR (x)	1.4	1.5	1.9	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	4.7	6.7	6.5	8.6	6.3
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	25.0	25.0	35.0	35.0	35.0
Lãi cổ tức (%)	5.6	5.6	7.8	7.8	7.8
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	9.8	8.7	11.6	12.2	14.7
Biên LN từ HĐKD (%)	6.5	4.1	8.4	7.9	10.2
Biên LNST (%)	6.1	5.4	8.3	8.1	10.2
ROA (%)	10.3	7.1	9.7	9.8	12.3
ROE (%)	19.6	13.6	21.4	20.2	22.8
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	39.7	46.1	69.2	64.3	51.9
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	33.4	34.1	47.6	49.6	59.0
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	11.9	5.9	9.1	7.1	12.4
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	75	72	89	98	85
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	60	51	47	49	43
Số ngày khoản phải thu (ngày)	33	38	55	62	54

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

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