

**CTCP MAY SÔNG HỒNG (MSH)**  
**HÀNG TIÊU DÙNG**

Trung lập (Duy trì)

Giá hiện tại	VND53.400
Cao/ thấp nhất 52T	VND53.400/VND33.900
Giá mục tiêu	VND54.100
Giá mục tiêu trước	VND53.400
Consensus	2,2%
Tiềm năng tăng giá	1,3%
Tỷ suất cổ tức	6,8%
Tổng mức sinh lời	8,1%

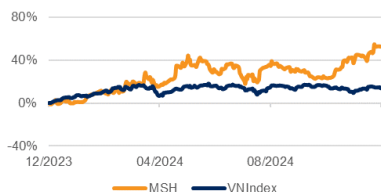
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Khả quan</a>

Thị giá vốn (tr USD)	157,5
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,4
Sở hữu NN (tr USD)	68,8
SLCP lưu hành (tr)	75
SLCP pha loãng (tr)	75

	MSH	DN cùng ngành	VNI
P/E trượt 12T	11,1x	8,9x	13,2x
P/B hiện tại	2,1x	1,4x	1,6x
ROA	8,9%	6,2%	2,1%
ROE	20%	17,6%	12,5%

\*dữ liệu ngày 23/12/2024

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
MSH	4,2	0,1	35,1
VNI	-0,4	-2,7	13,4

**Cơ cấu sở hữu**

Gia đình ông Bùi Đức Thịnh	42,0%
CTCP Chứng Khoán FPT	7,7%
Khác	50,3%

**Tổng quan doanh nghiệp**

MSH là một trong những nhà sản xuất hàng may mặc hàng đầu của Việt Nam, chủ yếu để xuất khẩu. Thị trường xuất khẩu chủ yếu là Hoa Kỳ (chiếm khoảng 80% doanh thu hàng may mặc), Châu Âu, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, Hồng Kông. Các sản phẩm của MSH bao gồm từ hàng dệt kim đến hàng dệt thoi, đồ thể thao, thời trang cho nam, nữ và trẻ em - với các danh mục đa dạng như: váy, quần, áo khoác, áo phông, bộ đồ Blue, quần áo thể thao,...

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Thị Thủy Dương**

duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn

[www.vndirect.com.vn](http://www.vndirect.com.vn)

**Đơn hàng ổn định trong bối cảnh biến động**

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP với tiềm năng tăng giá 1,3% và tỷ suất cổ tức 6,8%. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu tăng 1,3% trong khi giá cổ phiếu tăng 8,3% kể từ lần cập nhật trước.
- Nguyên nhân chính dẫn đến thay đổi giá mục tiêu là do lượng đơn hàng cao hơn kỳ vọng trong năm 2024, và LN năm 2025 giảm do dự báo nhu cầu giảm khi tác động từ thuế quan dưới chính quyền của Trump chưa rõ ràng.
- P/E trượt 12T là 11,1x cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành là 8,9x. Chúng tôi tin rằng MSH nên được giao dịch ở mức 10,5x, cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành, nhờ ROE của công ty cao hơn là 20%.

**Tiêu điểm tài chính**

- LN ròng Q3/24 tăng 154,2% svck đạt 130 tỷ đồng do LN gộp tăng cao hơn kỳ vọng. LN ròng 9T24 đạt 270 tỷ đồng, tăng 64,4% svck.
- Sau mức tăng 15% trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng lượng đơn hàng FOB sẽ ổn định trong năm 2025. Chúng tôi dự báo mảng CMT sẽ thu hút lượng đơn hàng lớn hơn lần lượt 6%/ 2% svck trong năm 2024/25. Do đó, DT thuần tăng lần lượt 12%/ 1,7% svck.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng tăng mạnh 45,2% trong 2024 đạt 355 tỷ đồng, đà tăng sẽ chậm lại trong năm 2025 ở mức 5,3% svck đạt 374 tỷ đồng.

**Luận điểm đầu tư**

**Chính sách thuế của Trump: Con dao hai lưỡi đối với MSH**

Sự trở lại của Trump sẽ có tác động trái chiều đối với MSH. Mức thuế cao hơn đối với hàng Trung Quốc và khả năng áp thuế toàn cầu khuyến khích các chủ thương hiệu thời trang của Mỹ chuyển dịch chuỗi cung ứng sang Việt Nam, nhờ lợi thế về chi phí và chất lượng, từ đó giúp tăng đơn hàng và thị phần của MSH. Tuy nhiên, môi trường kinh doanh sẽ cạnh tranh hơn do sự chuyển dịch đơn hàng Trung Quốc, khả năng Mỹ thắt chặt kiểm tra tuân thủ thương mại, và áp lực lạm phát từ đồng USD mạnh hơn sẽ làm giảm nhu cầu tiêu dùng, ảnh hưởng đến lợi nhuận của MSH.

**Đơn hàng chậm lại trong năm 2025 khi tác động từ thuế quan chưa rõ ràng**

Chúng tôi dự phóng doanh thu tăng lần lượt 12%/1,7% svck trong năm 2024-25. Mặc dù MSH ghi nhận đơn hàng cao trong 2024 nhờ tâm lý người tiêu dùng Mỹ cải thiện và các đối tác chính gia tăng đặt hàng cho mùa lễ hội, chúng tôi kỳ vọng đơn hàng sẽ đi ngang trong 2025. Chúng tôi lo ngại mức thuế cao hơn có thể làm tăng cạnh tranh và giảm nhu cầu tiêu dùng vào 2025, hạn chế tăng trưởng của MSH.

**Biên LN gộp duy trì nhờ giá bông thấp**

Chúng tôi dự phóng biên LN gộp duy trì ở mức ổn định 14,4% trong 2024/25 nhờ giá bông thấp bù đắp áp lực về giá. Trong 11T24, giá nhập khẩu giảm 7,3% sv đầu năm, thấp hơn 30,1% sv mức đỉnh của 2022. Bộ Nông nghiệp Mỹ dự báo sản lượng bông toàn cầu tăng 3,9% svck trong 2024/25, vượt mức tăng trưởng sử dụng bông của các nhà máy là 1,3% svck, do đó giúp giá duy trì ở mức thấp. Trong khi đó, giá nhập khẩu hàng may mặc vào Mỹ giảm 1,2% svck và duy trì ổn định.

**Dự án Xuân Trường II chậm tiến độ và thành lập liên doanh tại Ai Cập**

Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Xuân Trường II sẽ hoạt động trong năm Q4/25, chậm hơn sv kế hoạch. Tính đến Q3/24, chỉ 16% TMĐT được giải ngân, do đó chúng tôi dự báo MSH sẽ lần lượt giải ngân 140 tỷ đồng và 65% còn lại trong Q4/24 và 2025. Công suất sẽ đạt tối đa vào 2028 và đóng góp 19% vào doanh thu. Song song, liên doanh tại Ai Cập đang trong quá trình đi vào hoạt động, tận dụng lợi thế về chi phí và mở rộng thị trường. Chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào dự phóng giá mục tiêu.

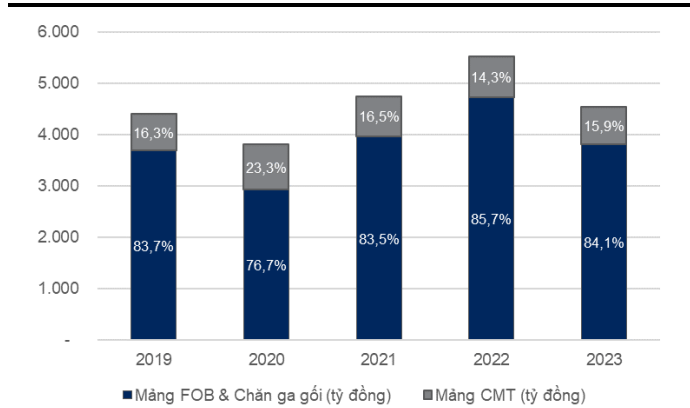
Tóm tắt tài chính	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-17,7%	12,0%	1,7%	2,3%
Tăng trưởng EPS	-34,8%	45,2%	5,3%	-9,8%
Biên lợi nhuận gộp	12,4%	14,4%	14,4%	12,9%
Biên lợi nhuận ròng	5,4%	7,0%	7,2%	6,4%
P/E (x)	10,4	11,1	10,2	11,3
P/B (x)	1,5	1,2	1,2	1,1
ROAE	13,9%	19,1%	18,7%	15,4%
Nợ ròng/ VCSH	37,1%	26,4%	11,4%	10,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

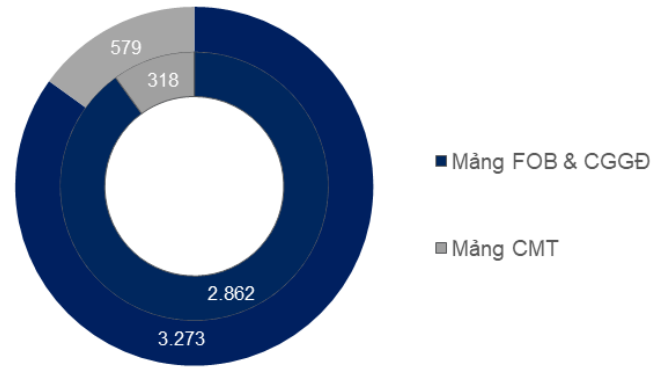
CTCP May Sông Hồng (MSH, HOSE) là một trong những nhà sản xuất may mặc hàng đầu của Việt Nam. Công ty tập trung vào mảng FOB và chủ yếu xuất khẩu vào thị trường Mỹ (chiếm khoảng 80% doanh thu may mặc), EU, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, và Hồng Kông. MSH là nhà cung cấp cho nhiều thương hiệu thời trang nổi tiếng như Columbia Sportswear, Haddad Brands, G-III, và Walmart. Hiện tại, công ty sở hữu 8 nhà máy với 255 dây chuyền may tại Nam Định, xếp thứ hai trong số những doanh nghiệp dệt may niêm yết có vốn hoá lớn nhất tại Việt Nam.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu MSH giai đoạn 2019-23 (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: MSH, VNDIRECTRESEARCH

Hình 2: Doanh thu của MSH trong 9T23 (trong) & 9T24 (ngoài) (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: MSH, VNDIRECT RESEARCH

Các sản phẩm của MSH bao gồm từ hàng dệt kim đến hàng dệt thoi, đồ thể thao, thời trang nam, nữ và trẻ em - với sản phẩm đa dạng như đầm, quần, áo khoác, áo thun, bộ vest, trang phục thể thao và nhiều loại khác. MSH cũng sở hữu một thương hiệu nội địa mang tên “Chăm - ga - gối - đệm Sông Hồng”, đem đến 10% doanh thu trong năm 2023, cạnh tranh trực tiếp với EVERON và HANVICO. Các sản phẩm chăn ga gối đệm (CGGD) được phân phối trên toàn quốc thông qua hệ thống showroom và đại lý của doanh nghiệp. Hiện doanh nghiệp sở hữu 192 đại lý tại 49/63 tỉnh thành và cũng xuất khẩu sang hai thị trường khó tính là Nhật Bản và Hàn Quốc.

Hình 3: Chuỗi giá trị của MSH



Nguồn: MSH, VNDIRECT RESEARCH

## KQKD 9T24: Đơn hàng tăng cao thúc đẩy lợi nhuận - [Cao hơn dự phóng]

Hình 4: KQKD Q3/24 sv dự phóng của chúng tôi

tỷ đồng	Q3/24	% sv quý trước	% svck	9T24	%svck	9T24/ 2024
Doanh thu thuần	1.748	31,2%	45,0%	3.852	13,8%	75,7%
Màng FOB & CGGD	1.540	28,7%	53,9%	3.273	14,4%	76,2%
Màng CMT	209	52,8%	1,4%	579	82,4%	73,5%
Lợi nhuận gộp	266	45,6%	105,4%	543	34,7%	74,1%
Màng FOB & CGGD	230	40,3%	89,7%	472	22,9%	73,9%
Màng may gia công	35	93,6%	344,3%	71	271,0%	75,5%
Chi phí bán hàng	43	19,6%	0,2%	103	-5,9%	62,5%
Chi phí quản lý	60	-18,7%	31,7%	178	18,3%	70,0%
Thu nhập tài chính	43	-27,8%	-3,9%	147	20,6%	73,8%
Chi phí tài chính	33	72,4%	221,8%	63	3,3%	80,4%
Lợi nhuận trước thuế	159	42,4%	140,5%	333	62,2%	76,6%
Lợi nhuận ròng	130	50,7%	154,2%	270	64,4%	75,9%
Biên LN gộp	15,2%	1,5đ %	4,5đ %	14,1đ %	2,2đ %	
Biên LN ròng	7,4%	0,6đ %	3,2đ %	7,0đ %	2,2đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Doanh thu Q3/24 tăng mạnh, vượt kỳ vọng của chúng tôi

Doanh thu Q3/24 tăng mạnh 31,2% sv quý trước/ 45% svck lên 1.748 tỷ đồng, nhờ doanh thu FOB & CGGD tăng mạnh 53,9% svck lên 1.540 tỷ đồng, đóng góp 88% vào tổng doanh thu. Doanh thu màng CMT đi ngang svck nhưng tăng mạnh 52,8% sv quý trước nhờ mức nền thấp trong Q2/24. Doanh thu có mức tăng trưởng này là do đơn hàng tăng cao trong Q3/24 và một số đơn hàng trong Q2/24 được xuất khẩu đầu T7/24. Lũy kế 9T24, doanh thu tăng 13,8% svck, hoàn thành 80% dự phóng cả năm.

### LN gộp tăng gấp đôi khi biên LN gộp mở rộng nhờ mảng dịch vụ

LN gộp tăng 105,4% svck, đạt 266 tỷ đồng, trong đó LN gộp từ mảng gia công tăng vọt 344,3% svck, đạt 35 tỷ đồng trong khi màng FOB & CGGD cũng tăng 89,7% svck, đạt 230 tỷ đồng. Biên LN gộp màng FOB & CGGD mở rộng nhẹ 0,2 điểm %, trong khi biên LN gộp của mảng gia công mở rộng 6,1 điểm % nhờ giá đơn hàng cao hơn so với mức giá thấp kỷ lục trong năm 2023. Nhờ đó, biên LN gộp đã tăng lên 15,2% trong Q3/24.

### LN ròng tăng mạnh dù chi phí BH & QLDN cao hơn

Trong Q3/24, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN) tăng 16,4% lên 103 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí lao động cao hơn. Chúng tôi cho rằng công ty đã tăng nhân lực để phục vụ nhu cầu khi số lượng đơn hàng tăng cao. Dù vậy, LN ròng vẫn tăng mạnh 154,2% svck, đạt 130 tỷ đồng, nhờ LN gộp cao hơn kỳ vọng. Lũy kế 9T24, LN ròng đạt 270 tỷ đồng, hoàn thành 86,1% dự phóng của chúng tôi.

Hình 5: Bảng cân đối kế toán theo quý

tỷ đồng	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Tiền & tương đương tiền	490	455	263	607	660
Đầu tư ngắn hạn	1.002	971	1.141	629	907
Khoản phải thu	748	598	411	922	1.101
Tài sản cố định	800	774	776	757	726
Khấu hao	32	32	32	32	32
Nợ dài hạn	314	308	302	400	442
Nợ/ VCSH	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6
Tỷ lệ chi trả lãi vay	3,3	(3,9)	2,9	3,8	14,3
Vòng quay tài sản	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng năm 2024-25: Đơn hàng ổn định trong năm 2025

Hình 6: Dự phóng năm 2024-25

(tỷ đồng)	Dự phóng cũ		2023	Dự phóng mới		%svck		% thay đổi dự phóng	
	2024	2025		2024	2025	2024	2025	2024	2025
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.817</b>	<b>5.244</b>	<b>4.542</b>	<b>5.085</b>	<b>5.174</b>	<b>12,0%</b>	<b>1,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>-1,3%</b>
- Màng FOB & Chăn ga gối	3.820	4.454	3.820	4.297	4.370	12,5%	1,7%	12,5%	-1,9%
- Màng CMT	722	790	722	788	804	9,2%	2,0%	9,2%	1,8%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>652</b>	<b>789</b>	<b>564</b>	<b>733</b>	<b>745</b>	<b>29,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>12,4%</b>	<b>-5,5%</b>
- Màng FOB & Chăn ga gối	572	707	532	638	649	20,0%	1,7%	11,6%	-8,2%
- Màng CMT	81	82	32	94	96	194,2%	1,9%	16,2%	17,0%
Biên lợi nhuận gộp	13,5%	15,0%	12,4%	14,4%	14,4%	2,0đ %	0,0đ %	0,9đ %	-0,6đ %
- Màng FOB & Chăn ga gối	15,0%	15,9%	13,9%	14,9%	14,9%	0,9đ %	0,0đ %	-0,1đ %	-1,0đ %
- Màng CMT	11,2%	10,4%	4,4%	11,9%	11,9%	7,5đ %	0,0đ %	0,7đ %	1,6đ %
Chi phí bán hàng & QLDN	(400)	(435)	(377)	(420)	(424)	11,2%	1,1%	4,9%	-2,5%
<b>Lợi nhuận hoạt động kinh doanh</b>	<b>252</b>	<b>354</b>	<b>187</b>	<b>313</b>	<b>321</b>	<b>67,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>24,2%</b>	<b>-9,3%</b>
Thu nhập (lỗ) tài chính ròng	130	176	119	121	136	2,4%	12,3%	-6,6%	-22,6%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>383</b>	<b>530</b>	<b>307</b>	<b>434</b>	<b>457</b>	<b>41,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>-13,7%</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>313</b>	<b>433</b>	<b>245</b>	<b>355</b>	<b>374</b>	<b>45,2%</b>	<b>5,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>-13,7%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

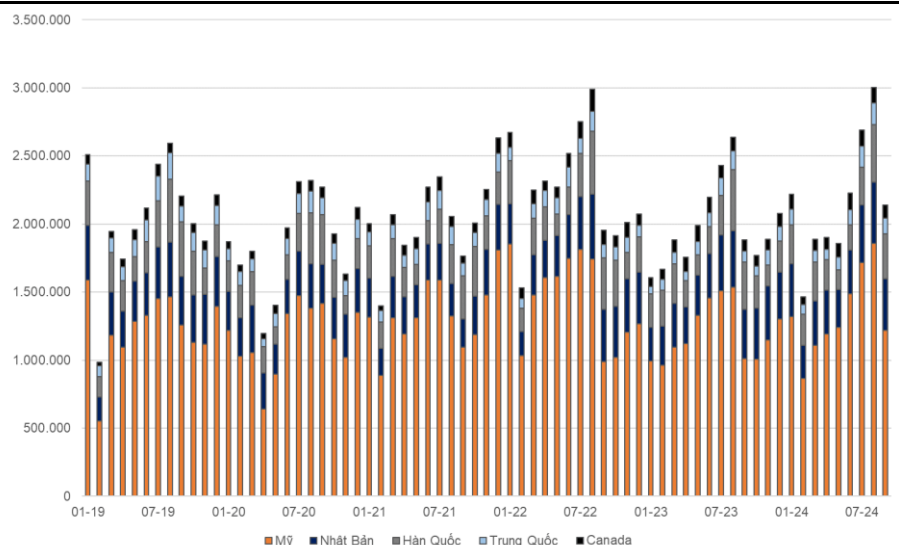
### Xuất khẩu dệt may tăng tốc nhờ đơn hàng bùng nổ trong 9T24

Tổng giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam tăng 9% svck, đạt 27,3 tỷ USD trong 9T24 và đạt kỷ lục mới vào T7/24 với 3,75 tỷ USD. Cụ thể, xuất khẩu sang Mỹ chiếm 44% tổng kim ngạch, tương đương 12 tỷ USD, tiếp theo là Nhật Bản và Hàn Quốc, với lần lượt 11%/9% tổng kim ngạch. Tất cả các thị trường đều ghi nhận tăng trưởng mạnh, trong đó Trung Quốc đạt mức tăng trưởng cao nhất là 18% svck, đạt 978,2 triệu USD. Ngược lại, xuất khẩu sang Hàn Quốc giảm 1,9% svck còn 2,4 tỷ USD.

Đáng chú ý, Việt Nam tiếp tục duy trì vị trí thứ hai về xuất khẩu dệt may sang Mỹ, với thị phần tăng lên 15,2% trong 10T24. Điều này khẳng định vị thế của Việt Nam trên thị trường nhập khẩu dệt may của Mỹ.

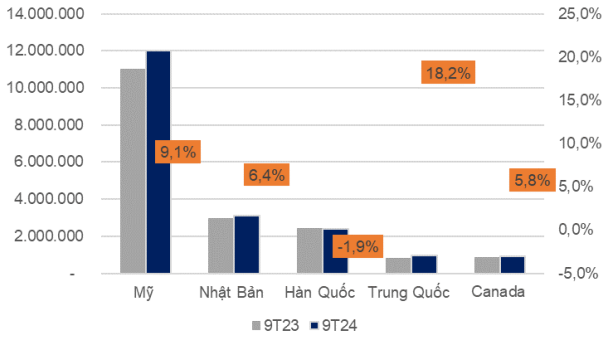
Chúng tôi tin rằng kết quả xuất khẩu dệt may ấn tượng của Việt Nam được thúc đẩy bởi: 1) điều kiện kinh tế được cải thiện tại Mỹ, khi lạm phát giảm thúc đẩy tâm lý tiêu dùng, và 2) lượng hàng tồn kho quần áo thấp, khuyến khích các thương hiệu thời trang đẩy mạnh đặt hàng để chuẩn bị cho mùa lễ hội cuối năm.

Hình 7: Xuất khẩu dệt may Việt Nam trong giai đoạn 2019-9T24 với Mỹ chiếm 44% tổng kim ngạch xuất khẩu trong 9T24 (Đơn vị: 1000USD)



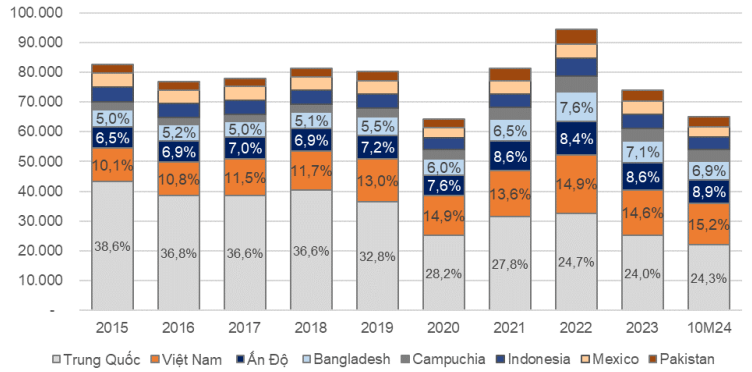
Nguồn: TỔNG CỤC HẢI QUAN, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Tất cả các thị trường xuất khẩu tăng trưởng mạnh, trừ Hàn Quốc (đồng)**



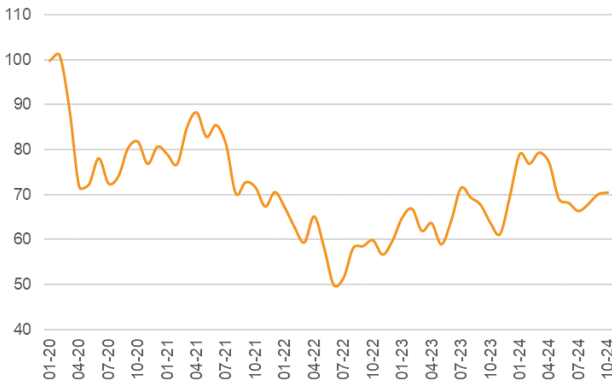
Nguồn: TỔNG CỤC HẢI QUAN, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Việt Nam tiếp tục duy trì vị trí thứ hai về xuất khẩu dệt may sang Mỹ với 15,2% thị phần trong 10T24 (triệu USD)**



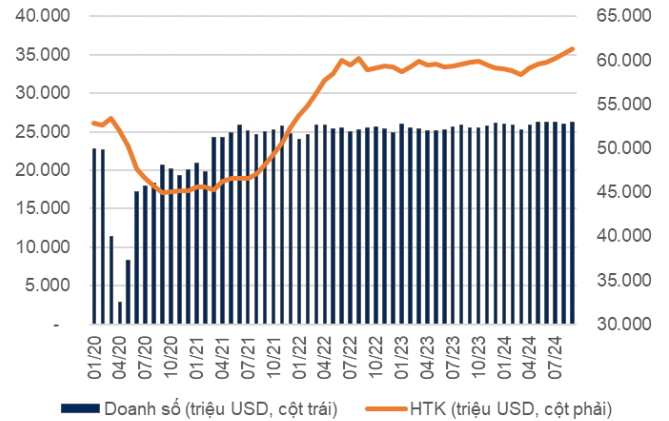
Nguồn: OTEXA, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 10: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Mỹ cải thiện trong 2024, cho thấy tâm lý tiêu dùng tốt hơn**



Nguồn: FRED, VNDIRECT RESEARCH

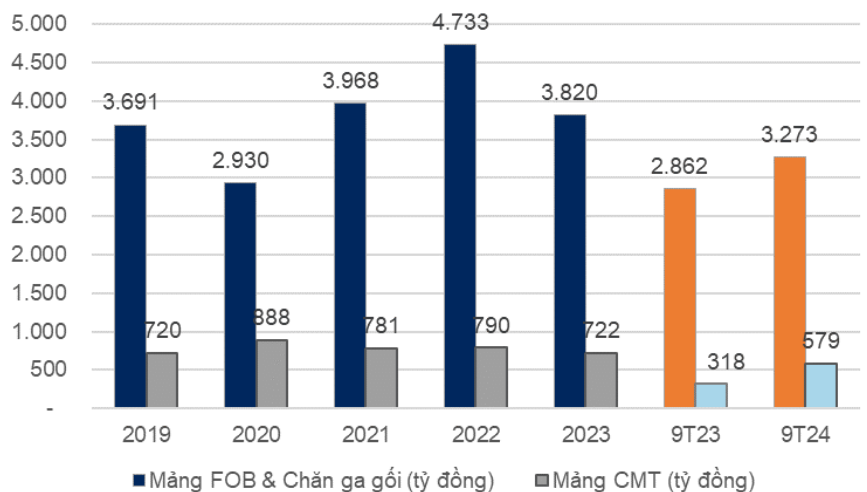
**Hình 11: Lượng hàng tồn kho quần áo thấp khuyến khích các hãng thời trang Mỹ tăng đơn hàng chuẩn bị cho mùa lễ hội cuối năm**



Nguồn: FRED, VNDIRECT RESEARCH

Là một trong những nhà cung cấp chủ chốt của nhiều thương hiệu thời trang, MSH đã tận dụng những điều kiện thuận lợi để ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng trong 9T24, với tổng doanh thu đạt 3.800 tỷ đồng, tăng 13,8% svck. Doanh thu mảng CMT tăng mạnh 82,4% svck đạt 579 tỷ đồng, trong khi doanh thu mảng FOB & CGGD cũng tăng 14,4% svck đạt 3.300 tỷ đồng.

**Hình 12: Doanh thu MSH từ 2019 – 9T24**



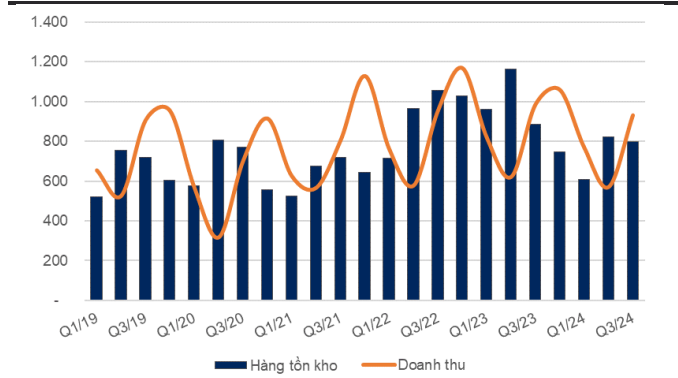
Nguồn: MSH, VNDIRECT RESEARCH

**Đơn hàng duy trì ổn định trong 2025**

**Kỳ vọng đơn hàng tăng trong năm 2024...**

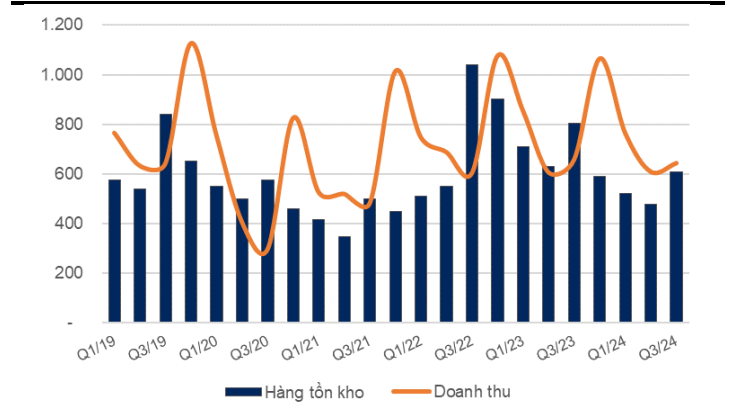
Chúng tôi kỳ vọng MSH sẽ nhận lượng đơn hàng lớn trong những tháng cuối năm 2024 nhờ 1) tâm lý tiêu dùng cải thiện tại thị trường Mỹ, 2) các đối tác chính của MSH: Columbia sportwear, G-III, Walmart và Target gia tăng hàng hoá trong bối cảnh hàng tồn kho thấp và doanh số đang trên đà tăng kể từ giữa 2024 để chuẩn bị cho mùa lễ hội cuối năm và 3) các thương hiệu này có thể đặt thêm hàng để dự trữ trong Q4/24 trước khi Trump nhậm chức.

**Hình 13: Doanh thu và hàng tồn kho Columbia Sportwear (tỷ USD)**



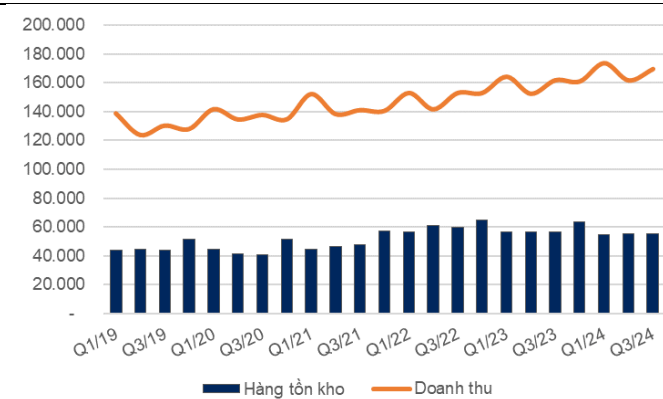
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 14: Doanh thu và hàng tồn kho G-III (tỷ USD)**



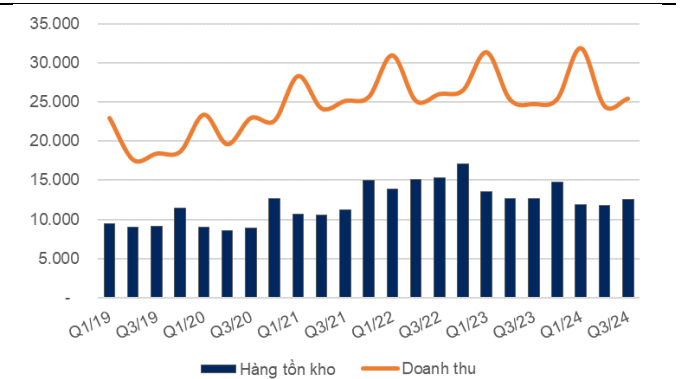
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Doanh thu và hàng tồn kho Walmart (tỷ USD)**



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: Doanh thu và hàng tồn kho Target (tỷ USD)**



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**...tuy nhiên, đi ngang trong 2025 dưới tác động của chính sách thương mại mới trong nhiệm kỳ của Tổng thống Trump**

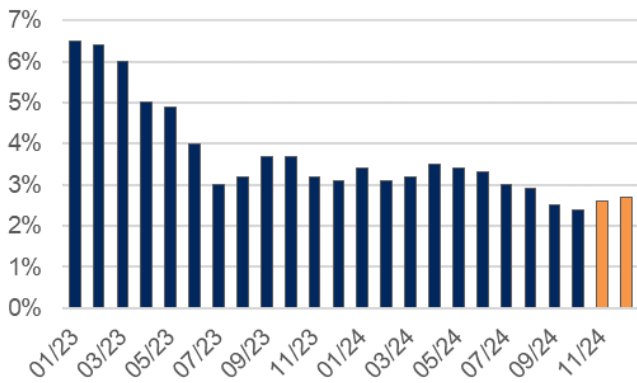
Chúng tôi tin rằng sự trở lại nhà trắng của Trump sẽ mang lại những diễn biến khó lường đối với ngành dệt may, và KQKD của MSH.

- Chúng tôi nhận thấy cơ hội tiềm năng từ việc áp thuế ít nhất 60% đối với hàng Trung Quốc và áp thuế toàn cầu khoảng 10–20% đối với hàng hoá từ các quốc gia khác, bao gồm Việt Nam. Chính sách này có thể thúc đẩy các thương hiệu chuyển dịch chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam, và nhà sản xuất ở Việt Nam như MSH sẽ được hưởng lợi, gia tăng thị phần tại thị trường Mỹ. Thêm vào đó, Việt Nam có vị thế tốt để thu hút thêm đơn hàng từ Mỹ nhờ lợi thế về chi phí sản xuất thấp và chất lượng sản phẩm cao trong thị trường dệt may toàn cầu. Chúng tôi kỳ vọng MSH sẽ tận dụng lợi thế này để thu hút đơn hàng từ khách hàng mới. Dưới thời chính quyền Trump, đồng USD được mong đợi sẽ

mạnh hơn, điều này có thể giúp MSH gia tăng lợi nhuận nhờ chênh lệch tỷ giá ngoại tệ.

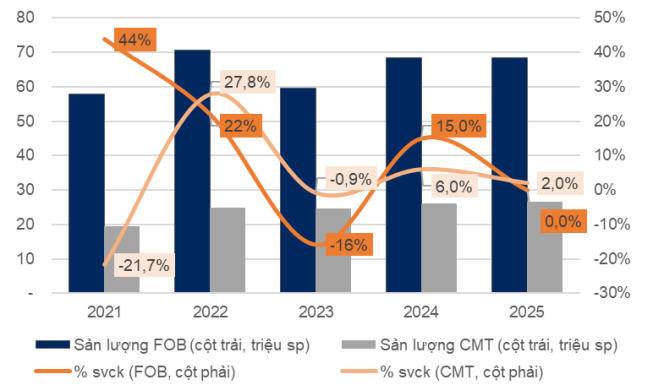
- Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy những thách thức tiềm ẩn trong chính sách mới. Khó khăn đến từ môi trường kinh doanh cạnh tranh hơn, khi các sản phẩm Trung Quốc xuất khẩu qua Việt Nam để lách thuế quan của Mỹ. Điều này sẽ khiến thị trường bị bão hòa và tạo ra sự cạnh tranh khốc liệt hơn, buộc MSH phải cạnh tranh với các nhà sản xuất Trung Quốc để giành được các đơn hàng mới, và có thể ảnh hưởng tiêu cực đến thị phần xuất khẩu dệt may của MSH. Ngoài ra, việc Mỹ tăng cường điều tra và giám sát hàng hóa Việt Nam để đảm bảo tuân thủ các quy định thương mại sẽ dẫn đến kiểm soát chặt chẽ hơn và tạo ra các rủi ro về rào cản thương mại. Việc đồng USD mạnh lên không hoàn toàn có lợi, vì nó góp phần gây ra lạm phát toàn cầu. Khi đồng USD tăng giá, các quốc gia nhập khẩu hàng hóa bằng USD phải đối mặt với chi phí cao hơn. Nhà sản xuất sẽ phải trả chi phí tăng thêm từ thuế này hoặc phần nào chuyển sang người tiêu dùng, khiến giá bán có thể tăng lên, từ đó làm giảm nhu cầu tiêu dùng. Hơn nữa, biến động tỷ giá hối đoái có thể gây ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận của MSH. Đồng USD mạnh hơn sẽ làm cho hàng xuất khẩu trở nên đắt đỏ hơn và kém cạnh tranh trên thị trường Mỹ.

**Hình 17: Lạm phát tăng nhẹ trong T11/24 sau khi Trump đắc cử Tổng thống và duy trì ở mức 2,7% trong T12/24**



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: Dự phóng sản lượng của MSH trong 2024-25**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Với những lo ngại nêu trên, chúng tôi dự phóng sản lượng sẽ đi ngang trong năm 2025 trong kịch bản cơ sở của chúng tôi rằng Trump sẽ áp thuế ít nhất 60% với hàng hóa từ Trung Quốc và áp thuế từ 10-20% đối với hàng hóa từ các quốc gia khác, bao gồm cả Việt Nam. Chúng tôi dự phóng sản lượng FOB sẽ tăng 15% svck trong năm 2024, sau đó duy trì trong năm 2025, trong khi sản lượng CMT sẽ tăng lần lượt 6%/2% svck trong năm 2024-25. Do đó, doanh thu sẽ tăng 12%/1,7% svck, đạt 5.085/ 5.174 tỷ đồng trong năm 2024/25.

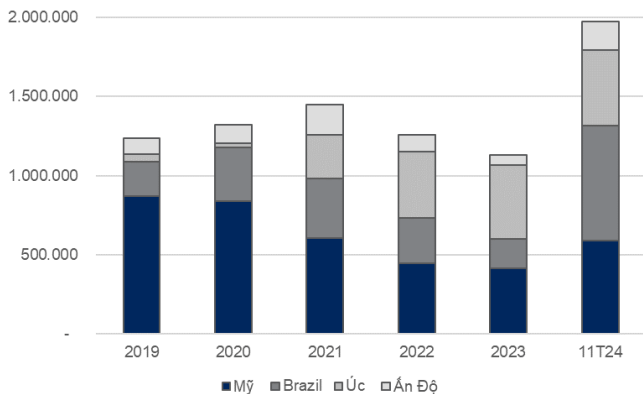
**Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định**

**Giá bông thấp có thể kéo dài**

Trong 11T/24, sản lượng bông nhập khẩu của Việt Nam đạt 2,4 triệu tấn, tăng 75,5% so với đầu năm, nhờ hoạt động ngành dệt may sôi nổi hơn. Song song, giá bông nhập khẩu giảm 7,3% so với đầu năm và thấp hơn 30,1% so với mức đỉnh năm 2022. Sự giảm giá này đi theo xu hướng giảm giá bông toàn cầu, khi nhu cầu trở nên ổn định hơn. Giá bông từng đạt đỉnh vào giai đoạn 2021/2022

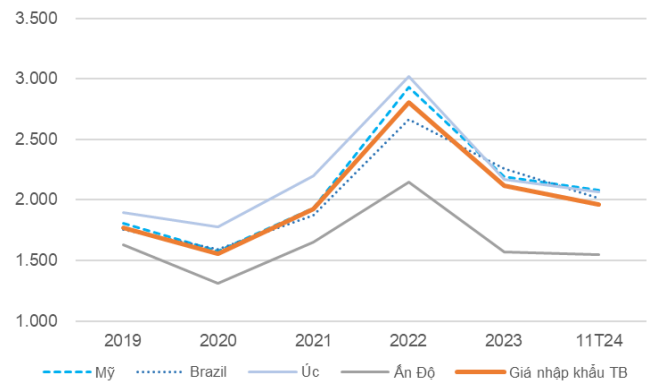
khi kinh tế phục hồi sau đại dịch COVID-19 thúc đẩy tiêu thụ bông toàn cầu, làm gia tăng nhu cầu sử dụng bông tại các nhà máy.

**Hình 19: Sản lượng nhập khẩu bông của Việt Nam tăng trưởng ổn định, nhờ hoạt động dệt may sôi động hơn, dẫn đầu là nhập khẩu từ Brazil (tấn)**



Nguồn: TỔNG CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

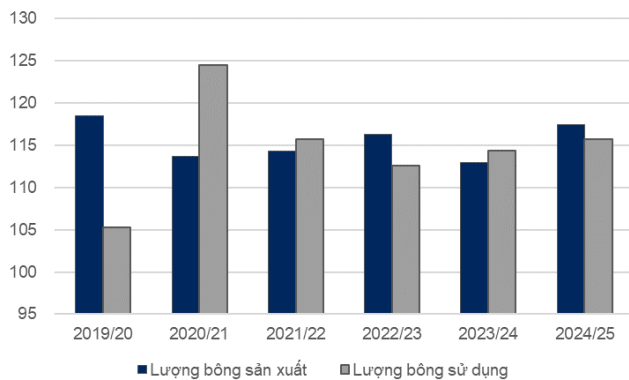
**Hình 20: Giá bông nhập khẩu giảm 7,3% từ đầu năm, và thấp hơn 30,1% sv mức đỉnh năm 2022 (USD/ tấn)**



Nguồn: TỔNG CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

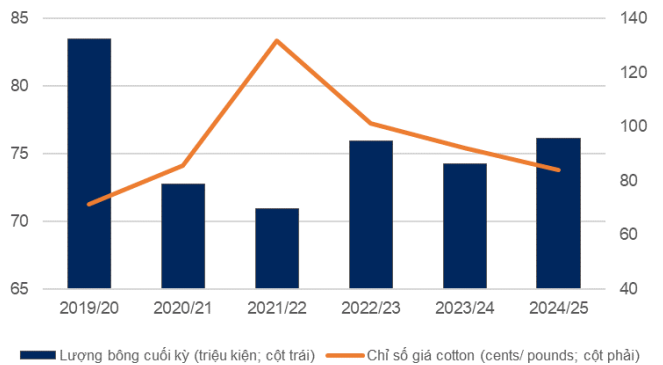
Theo Bộ Nông nghiệp Mỹ, sản lượng bông toàn cầu trong 2024-25 được dự báo tăng 3,9% svck, đạt mức cao nhất kể từ 2019-20 với 117,4 triệu kiện. Nguyên nhân là do sản lượng từ các nhà cung ứng lớn như Mỹ, Brazil và Trung Quốc tăng, bù đắp cho mức giảm nhẹ ở Pakistan và Ấn Độ. Trong khi đó, mức sử dụng bông tại các nhà máy trên toàn cầu được dự báo tăng 1,3% svck, đạt mức cao nhất trong bốn năm là 115,8 triệu kiện; tuy nhiên, con số này vẫn thấp hơn 7% sv đỉnh là 124,5 triệu kiện vào năm 2020-21. Do đó, lượng tồn kho toàn cầu được kỳ vọng tăng 2,5% svck, đạt 76 triệu kiện trong năm 2024-25, do lượng bông sản xuất tăng lên vượt mức tăng trưởng sử dụng tại các nhà máy. Với nguồn cung dư thừa, giá bông được kỳ vọng sẽ duy trì thấp trong mùa thứ ba liên tiếp trong năm 2024-25.

**Hình 21: Tăng trưởng sản lượng toàn cầu vượt mức tăng trưởng sử dụng tại các nhà máy trong năm 2024-25 (triệu kiện)**



Nguồn: USDA, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 22: Giá bông thấp dự kiến sẽ kéo dài sang mùa thứ ba liên tiếp**



Nguồn: TỔNG CỤC HẢI QUAN, OTEXA, VNDIRECT RESEARCH

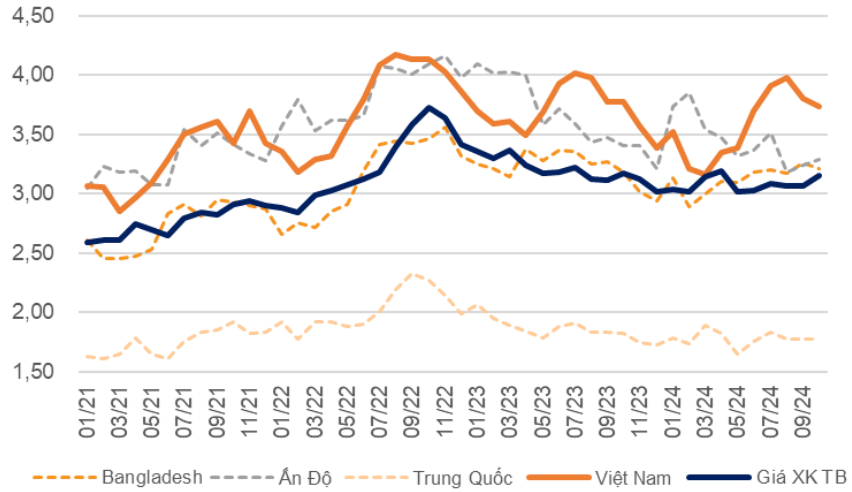
### Chúng tôi kỳ vọng giá bán duy trì ổn định

Theo ước tính của chúng tôi và dữ liệu từ OTEXA, giá nhập khẩu trung bình các sản phẩm may mặc từ Việt Nam vào Mỹ đạt 3,7 USD/m<sup>2</sup> trong T10/24, giảm 1,2% svck. Tuy nhiên, giá đã phục hồi mạnh mẽ, tăng 18,1% sau khi chạm mức thấp nhất trong hai năm vào T3/24. Giá NK hàng may mặc Việt Nam giảm nhẹ so với năm 2023, đi theo xu hướng giảm của giá nhập khẩu toàn cầu vào Mỹ. Do đó, chúng tôi dự phóng giá hàng may mặc sẽ không thay đổi trong Q4/24 và năm 2025, do lo ngại lạm phát có thể duy trì ở mức cao, làm suy yếu nhu cầu tiêu dùng. Giá bán sẽ được giữ ổn định nhằm duy trì doanh số bán hàng.



Nhờ giá bông giảm mạnh hơn so với mức giảm giá hàng may mặc, biên LN gộp đã tăng 2đ % trong năm 2024. Với kỳ vọng giá bông duy trì ở mức thấp và giá bán ổn định, chúng tôi dự phóng biên LN gộp sẽ giữ ở mức 14,4% trong năm 2025.

**Hình 23: Giá xuất khẩu hàng may mặc Việt Nam biến động mạnh hơn so với các quốc gia khác (Đơn vị: USD/m<sup>2</sup>)**

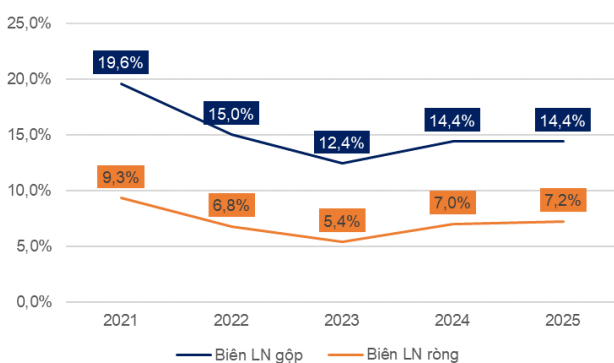


Nguồn: OTEXA, VNDIRECT RESEARCH

**Chúng tôi điều chỉnh LN ròng sau khi thay đổi dự phóng**

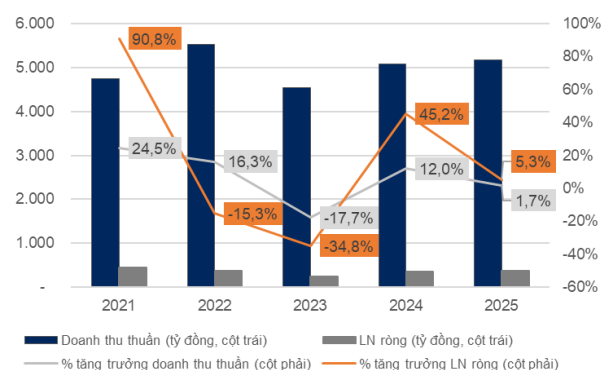
- **Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu năm 2024 do KQKD 9T24 vượt kỳ vọng của chúng tôi và điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2025 giảm do những biến động chưa rõ ràng từ chính sách mới dưới thời Trump.** Chúng tôi dự phóng sản lượng FOB tăng 15% svck trong 2024, chủ yếu nhờ lượng đơn hàng cao hơn từ Mỹ, và giữ ổn định trong 2025. Ngoài ra, chúng tôi dự phóng mảng CMT sẽ thu hút thêm đơn hàng trong năm 2024-25, với sản lượng tăng lần lượt 6%/2% svck. Theo đó, doanh thu thuần dự phóng tăng 12%/1,7% svck, đạt 5.085/5.174 tỷ đồng.
- **Biên LN gộp được kỳ vọng duy trì ổn định trong 2025.** Giá bông giảm mạnh hơn mức giảm của giá xuất khẩu hàng may mặc, dẫn đến biên LN gộp tăng 2 điểm % lên 14,4% trong 2024. Với kỳ vọng giá bông duy trì ở mức thấp và giá bán ổn định trong suốt 2024-25, chúng tôi dự phóng biên LN gộp sẽ giữ ở mức 14,4% trong năm 2025.
- **Đà tăng trưởng LN ròng chậm lại trong 2025.** Sau khi tăng mạnh 45,2% svck lên 355 tỷ đồng trong năm 2024, chúng tôi dự phóng LN ròng tăng nhẹ 5,3% svck, đạt 374 tỷ đồng trong năm 2025.

**Hình 24: Biên LN gộp tổng hợp và biên LN ròng của MSH 2021-25**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 25: Tăng trưởng doanh thu thuần và LN ròng giai đoạn 2021-25**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Cập nhật về các dự án đầu tư**

**Nhà máy Xuân Trường II chậm tiến độ so với dự kiến**

Chúng tôi tin rằng MSH có đủ khả năng tiếp nhận các đơn hàng lớn hơn nếu các thương hiệu Mỹ chuyển dịch chuỗi cung ứng sang Việt Nam nhờ việc chủ động mở rộng các nhà máy, đáng chú ý là Nhà máy Xuân Trường II, giúp nâng tổng công suất lên 30% so với hiện tại khi dự kiến đi vào hoạt động cuối năm 2025.

Việc xây dựng Nhà máy Xuân Trường II bắt đầu từ Q4/23 và dự kiến hoạt động vào năm 2025. Dự án này có tổng vốn đầu tư khoảng 700 tỷ đồng, với diện tích là 9,6 ha. Nhà máy bao gồm ba xưởng sản xuất, một nhà kho, và một xưởng cắt, với tổng số 50 dây chuyền may và công suất thiết kế đạt 30 triệu sp/năm.

HDQT dự kiến nhà máy sẽ vận hành ở mức 50% công suất vào năm 2025, đóng góp khoảng 700 tỷ đồng vào tổng doanh thu. Đến năm 2027, nhà máy dự kiến đạt toàn bộ công suất, thu về 1.500 tỷ đồng/năm, tương đương 25% doanh thu hiện tại.

Khi đạt tối đa công suất, quy mô sản xuất của MSH sẽ mở rộng lên 255 dây chuyền may và khoảng 15.000 lao động, đánh dấu mức tăng 32% về công suất thiết kế so với hiện tại.

Tính đến thời điểm hiện tại, MSH đã phân bổ khoảng 109 tỷ đồng trong tổng số vốn đầu tư 700 tỷ đồng cho dự án. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng tiến độ nhà máy chậm hơn kế hoạch và kỳ vọng nhà máy sẽ đi vào hoạt động trong Q4/25. Chúng tôi dự phóng nhà máy sẽ đóng góp 574 tỷ đồng vào doanh thu năm 2025, chiếm 11,1% tổng doanh thu. Đến năm 2028, dự án dự kiến đạt công suất tối đa, đóng góp 1.500 tỷ đồng, tương đương 19% tổng doanh thu. Chúng tôi ước tính MSH sẽ giải ngân thêm 20% tổng vốn đầu tư, khoảng 140 tỷ đồng trong năm 2024, và phần còn lại 65%, khoảng 460 tỷ đồng vào năm 2025.

Hình 26: Tổng quy mô sản xuất của MSH là 255 dây chuyền may, khoảng 15.000 lao động, tăng 32% khi nhà máy mới đi vào hoạt động

Khu vực sản xuất	Bắt đầu sản xuất	Nhà máy may	Nhà máy cắt	Dây chuyền may	Lao động (người)	Công suất thiết kế (triệu sản phẩm/ năm)
Sông Hồng 1	2000	2	1	16	1.000	7,5
Sông Hồng 3	2006	3	1	36	2.000	15,6
Sông Hồng 4	2009	3	1	36	1.900	15,6
Sông Hồng 7	2013	3	1	36	1.900	15,6
Sông Hồng 9	2016	3	1	36	1.900	17,7
Sông Hồng 10	2022	2	1	40	3.000	24,0
Sông Hồng 1	2001	2 nhà máy sản xuất chân bông, 1 nhà máy sản xuất đệm bông, 1 nhà máy sản xuất chăn và 1 nhà máy in.			300	
Xuân Trường II (đang xây dựng)	2024-25	3	1	50	3.000	30,0
<b>Tổng</b>				<b>255</b>	<b>15.000</b>	<b>126,0</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MSH

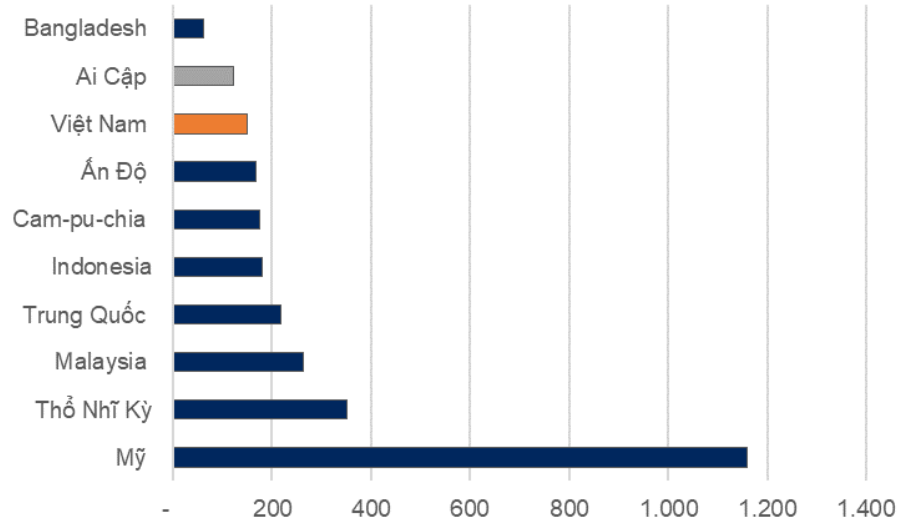
**Mở rộng sang thị trường Ai Cập**

Trong Q3/24, MSH đã hoàn tất việc thành lập liên doanh hợp tác với Giza For Upper Egypt Development tại Ai Cập, hiện thực hóa chiến lược thâm nhập thị trường này. Công ty hiện sở hữu 50% vốn điều lệ của liên doanh, tương đương 1,62 triệu USD. Liên doanh này tọa lạc tại Khu Công nghiệp AI-Matahra, Tỉnh Menya, New Menya, Ai Cập, và được quản lý hoàn toàn bởi ông Bùi Việt Quang, Tổng Giám đốc của MSH.

Theo Hội đồng Quản trị, khoản đầu tư này gia tăng lợi thế cạnh tranh cho MSH nhờ giảm chi phí vận chuyển và giảm thiểu rủi ro trong khâu vận chuyển nhờ

thời gian giao hàng ngắn hơn. Ngoài ra, liên doanh cũng được hưởng lợi từ chi phí lao động thấp hơn so với Việt Nam và những điều khoản thương mại thuận lợi trong các hiệp định thương mại tự do của Ai Cập, cho phép xuất khẩu miễn thuế sang Mỹ. Việc vận chuyển từ Ai Cập đến Mỹ mất 15-20 ngày, so với 16-40 ngày từ Việt Nam đối với các lô hàng đầy container (FCL) qua hình thức giao hàng cảng-đến-cảng. Chi phí lao động tại Ai Cập cũng cạnh tranh hơn so với các quốc gia đối thủ như Trung Quốc, Campuchia, Ấn Độ, và cả Việt Nam.

**Hình 27: Ai Cập có chi phí nhân công rẻ hơn so với Việt Nam (USD/người/tháng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Minimum-Wage.org

Tuy nhiên, dự án cần thêm thời gian để triển khai nên chúng tôi vẫn chưa đưa vào dự phóng.

## Định giá: Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 54.100đồng/cp

### Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và phương pháp so sánh để xác định giá mục tiêu

Chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro là 2,79% (lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm tính đến 30/09/2024) và [phần bù rủi ro](#) là 7,78% (dựa trên cập nhật của Damodaran về phần bù rủi ro thị trường T7/24).

Chúng tôi giữ nguyên mức P/E là 10,5x và sử dụng EPS trung bình của năm 2024-25. Chúng tôi tin rằng MSH xứng đáng mức P/E cao hơn so với mức trung bình của các công ty cùng ngành nhờ ROE cao hơn.

Hình 28: Phương pháp định giá

Phương pháp	Giá (VNĐ)	Tỷ trọng (%)	Giá bình quân (VNĐ)
Chiết khấu dòng tiền	57.099	50%	28.550
P/E (P/E mục tiêu là 10,5 và TB EPS năm 2024-25)	51.014	50%	25.507
<b>Giá trung bình</b>			<b>54.056</b>
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>54.100</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Giá định WACC

Giá định WACC	
Lợi suất phi rủi ro	2,66%
Phần bù thị trường	1,20
Beta	7,78%
Chi phí nợ	5,3%
Chi phí VCSH	12,0%
Tỷ trọng nợ vay	38,5%
Tỷ trọng VCSH	61,5%
Thuế suất	18,0%
<b>WACC</b>	<b>9,05%</b>
Tăng trưởng dài hạn	2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Dự phóng dòng tiền

(tỷ đồng)	Q4/24	2025	2026	2027	2028	2029
LNST	86	374	337	366	385	420
Cộng: Khấu hao	40	181	184	186	193	199
Trừ: CAPEX	(154)	(362)	(175)	(42)	(112)	(135)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(121)	(213)	(137)	(116)	(126)	(126)
Dòng tiền tự do (trước khi điều chỉnh hệ số thời gian)	(149)	(20)	209	394	340	359
Thời gian chiết khấu	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25
Hệ số thời gian	0,98	0,90	0,82	0,75	0,69	0,63
Giá trị hiện tại dòng tiền	(145)	(18)	172	297	235	227
Tổng giá trị hiện tại	769					
Dòng tiền cuối kỳ	5.184					
Giá trị hiện tại dòng tiền cuối kỳ	3.289					
Giá trị doanh nghiệp	4.058					
Cộng: Tiền & tương đương tiền	660					
Đầu tư ngắn hạn	907					
Trừ: Nợ vay	1.341					
Giá trị VCSH	4.283					
Số lượng CP lưu hành	75.014.100					
<b>Giá/ cp</b>	<b>57.099</b>					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 12/23/2024)

Công ty	Mã CP	Giá	Vốn hóa	DT 2023	Doanh thu 9T24	LN ròng 2023	LN ròng 9T24	ROE	P/E	P/B	Nợ/ VCSH 9T24
		đồng	triệu USD	% svck	% svck	% svck	% svck	%			
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	26.300	127,5	5%	8%	-26%	41%	17%	10,5	1,7	1,8
CTCP Damsan	ADS VN	8.850	26,8	-3%	-8%	-13%	-66%	4%	21,1	0,8	1,8
Tổng CTCP Dệt May Hòa Thọ	HTG VN	47.650	72,7	-9%	6%	-38%	53%	26%	7,9	1,9	1,9
Tổng Công ty May 10	M10 VN	23.200	29,7	-9%	10%	-17%	1%	20%	7,1	1,4	3,6
Tổng CTCP May Việt Tiến	VGG VN	43.900	82,0	2%	19%	10%	107%	16%	6,1	1,0	1,5
CTCP May Bình Dương	BDG VN	33.800	33,5	-18%	12%	-46%	37%	26%	5,4	1,5	0,9
Tổng CTCP Phong Phú	PPH VN	30.500	93,0	0%	36%	-34%	-7%	17%	7,0	1,2	0,9
Tổng Công ty May Nhà Bè	MNB VN	26.200	20,8	-18%	16%	-70%	139%	15%	6,2	1,4	5,4
<b>Trung bình</b>				<b>-6%</b>	<b>13%</b>	<b>-29%</b>	<b>38%</b>	<b>18%</b>	<b>8,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>
<b>May Sóng Hồng</b>	<b>MSH VN</b>	<b>52.900</b>	<b>157,5</b>	<b>-18%</b>	<b>14%</b>	<b>-35%</b>	<b>64%</b>	<b>20%</b>	<b>11,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Phân tích độ nhạy

### Tiềm năng tăng giá:

- Nguyên liệu đầu vào giảm giá mạnh hơn dự kiến.
- Đơn hàng tăng cao từ khách hàng hiện tại và mới.

### Rủi ro giảm giá:

- Áp lực chi phí đầu vào ảnh hưởng đến biên LN gộp.
- Đơn hàng thấp hơn kỳ vọng từ khách hàng hiện tại.
- Thuế quan của Trump nhắm cụ thể vào Việt Nam.

Hình 32: Phân tích độ nhạy của chi phí vốn và tốc độ tăng trưởng dài hạn với giá mục tiêu dựa theo phương pháp DCF

		Chi phí vốn						
		10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%	58.563	55.932	53.512	51.278	49.211	47.292	45.506
	1,5%	62.189	59.214	56.493	53.996	51.696	49.571	47.602
	2,0%	66.406	63.005	59.916	57.099	54.519	52.148	49.961
	2,5%	71.372	67.435	63.888	60.676	57.754	55.084	52.636
	3,0%	77.306	72.679	68.550	64.843	61.497	58.461	55.694

Source: VNDIRECT RESEARCH

**Báo cáo KQKD**

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	4.411	3.813	4.748	5.521	4.542	5.085	5.174
Giá vốn hàng bán	(3.483)	(3.062)	(3.817)	(4.692)	(3.978)	(4.353)	(4.429)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>928</b>	<b>751</b>	<b>931</b>	<b>829</b>	<b>564</b>	<b>733</b>	<b>745</b>
Chi phí QLDN	(235)	(376)	(299)	(297)	(230)	(254)	(269)
Chi phí bán hàng	(180)	(137)	(145)	(173)	(148)	(165)	(155)
Lợi nhuận hoạt động	545	283	546	446	305	434	457
EBITDA	631	370	620	492	321	450	502
Khấu hao	118	132	133	134	135	137	181
<b>EBIT</b>	<b>513</b>	<b>238</b>	<b>487</b>	<b>359</b>	<b>187</b>	<b>313</b>	<b>321</b>
Thu nhập tài chính	61	63	78	152	191	200	219
Chi phí tài chính	(29)	(18)	(19)	(65)	(73)	(78)	(82)
Thu nhập khác	1	1	(3)	(7)	1	-	-
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>547</b>	<b>283</b>	<b>543</b>	<b>439</b>	<b>307</b>	<b>434</b>	<b>457</b>
Thuế	(97)	(51)	(100)	(101)	(61)	(78)	(82)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>450</b>	<b>232</b>	<b>442</b>	<b>375</b>	<b>245</b>	<b>355</b>	<b>374</b>
Lợi ích CĐTS	450	232	442	375	245	355	374

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tiền & tương đương tiền	238	136	379	424	455	758	702
Đầu tư ngắn hạn	611	837	468	956	971	971	971
Khoản phải thu	418	396	664	341	598	613	780
Hàng tồn kho	659	615	938	603	507	525	593
Tài sản ngắn hạn khác	14	17	40	18	22	24	19
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.941</b>	<b>2.001</b>	<b>2.489</b>	<b>2.342</b>	<b>2.553</b>	<b>2.890</b>	<b>3.064</b>
Tài sản cố định	576	555	500	842	774	778	1.258
Đầu tư	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	49	72	213	111	127	238	(56)
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.566</b>	<b>2.628</b>	<b>3.203</b>	<b>3.294</b>	<b>3.453</b>	<b>3.906</b>	<b>4.266</b>
Vay ngắn hạn	432	497	552	376	527	803	853
Khoản phải trả	168	144	220	240	123	209	213
Nợ ngắn hạn khác	669	544	756	653	685	633	652
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.270</b>	<b>1.186</b>	<b>1.529</b>	<b>1.269</b>	<b>1.335</b>	<b>1.645</b>	<b>1.717</b>
Vay dài hạn	61	-	178	306	308	358	458
Nợ khác	-	-	-	-	-	-	-
Vốn góp	500	500	500	750	750	750	750
Lợi nhuận giữ lại	476	683	736	673	710	803	989
Vốn khác	186	186	186	186	186	186	186
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.162</b>	<b>1.369</b>	<b>1.422</b>	<b>1.609</b>	<b>1.646</b>	<b>1.739</b>	<b>1.925</b>
Lợi ích CĐTS	73	73	73	110	163	164	166
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>2.566</b>	<b>2.628</b>	<b>3.203</b>	<b>3.294</b>	<b>3.453</b>	<b>3.906</b>	<b>4.266</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>547</b>	<b>283</b>	<b>543</b>	<b>439</b>	<b>307</b>	<b>434</b>	<b>457</b>
Khấu hao	118	132	133	134	135	137	181
Chi phí thuế đã trả	(103)	(62)	(85)	(94)	(57)	(78)	(82)
Điều chỉnh khác	(4)	149	(225)	(21)	(91)	(138)	(153)
<b>Thay đổi vốn lưu động</b>	<b>66</b>	<b>(330)</b>	<b>(166)</b>	<b>433</b>	<b>(300)</b>	<b>(45)</b>	<b>(279)</b>
<b>Dòng tiền HĐKD</b>	<b>620</b>	<b>173</b>	<b>200</b>	<b>890</b>	<b>(8)</b>	<b>310</b>	<b>124</b>
Capex	(75)	(102)	(259)	(260)	(187)	(271)	(361)
Thu từ thanh lý tài sản	1	-	0	1	-	-	-
Khác	(127)	(226)	369	(488)	(15)	-	-
Thay đổi tài sản dài hạn khác	48	48	53	72	121	200	219
<b>Dòng tiền HĐĐT</b>	<b>(153)</b>	<b>(279)</b>	<b>164</b>	<b>(674)</b>	<b>(82)</b>	<b>(71)</b>	<b>(142)</b>
Phát hành cổ phiếu	97	-	-	74	49	-	-
Mua lại cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-	-	-
Vay ròng	(284)	14	255	(52)	259	326	150
Khác	-	-	-	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(240)	(9)	(375)	(187)	(187)	(263)	(188)
<b>Dòng tiền HĐTC</b>	<b>(427)</b>	<b>5</b>	<b>(120)</b>	<b>(166)</b>	<b>121</b>	<b>63</b>	<b>(38)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	198	238	136	379	430	461	764
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	40	(102)	243	50	32	302	(56)
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>238</b>	<b>136</b>	<b>379</b>	<b>430</b>	<b>461</b>	<b>764</b>	<b>708</b>

**Các chỉ số chính**

Chỉ số định giá	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EPS (VND)	8.996	4.635	8.846	4.998	3.260	4.733	4.984
P/E	5,8	11,2	5,9	10,4	16,0	11,0	10,4
EV/EBIT	101,4	218,3	106,8	145,0	278,7	166,2	162,0
EV/EBITDA	82,5	140,6	83,9	105,6	161,8	115,6	103,5
P/S	0,5	0,9	0,7	0,6	1,1	0,9	0,9
P/B	1,8	2,4	2,5	2,2	3,0	2,7	2,4
Tỷ suất cổ tức	8,7%	0,0%	14,4%	4,8%	4,8%	6,8%	4,8%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	50,0%	0,0%	84,8%	50,0%	76,7%	75,0%	50,2%
Chỉ số tăng trưởng	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu (svck)	11,7%	-13,6%	24,5%	16,3%	-17,7%	12,0%	1,7%
Lợi nhuận gộp (svck)	17,0%	-19,1%	23,9%	-11,0%	-31,9%	29,9%	1,7%
Lợi nhuận ròng (svck)	21,6%	-48,5%	90,8%	-15,3%	-34,8%	45,2%	5,3%
EPS (svck)	0,0%	19,2%	-55,0%	70,5%	-57,6%	156,3%	-6,3%
Chỉ số sinh lời	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Biên lợi nhuận gộp	21,0%	19,7%	19,6%	15,0%	12,4%	14,4%	14,4%
Biên EBITDA	14,3%	9,7%	13,1%	8,9%	7,1%	8,8%	9,7%
Biên lợi nhuận hoạt động	12,4%	7,4%	11,5%	8,1%	6,7%	8,5%	8,8%
Biên lợi nhuận ròng	10,2%	6,1%	9,3%	6,8%	5,4%	7,0%	7,2%
ROA	17,7%	8,9%	15,2%	11,5%	7,2%	9,6%	9,1%
ROE	41,5%	17,3%	30,1%	23,3%	13,9%	19,1%	18,7%
Chỉ số đòn bẩy tài chính	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Khả năng trả lãi vay	17,8	13,1	25,8	5,5	2,6	4,0	3,9
EBITDA/(Chi phí lãi vay + Chi phí vốn)	6,1	3,1	2,2	1,5	1,2	1,3	1,1
Tổng nợ/ vốn	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Tổng nợ/ VCSH	1,1	0,9	1,2	1,0	1,0	1,2	1,1
Nợ ròng/ VCSH	0,4	0,2	0,6	0,1	0,1	0,2	0,3
Chỉ số thanh khoản	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vòng quay tài sản	1,7	1,5	1,5	1,7	1,3	1,3	1,2
Vòng quay các khoản phải thu	10,5	9,6	7,1	16,2	7,6	8,3	6,6
Số ngày phải thu bình quân	35	38	51	23	48	44	55
Vòng quay các khoản phải trả	20,7	21,3	17,3	19,6	32,3	20,8	20,8
Số ngày phải trả bình quân	18	17	21	19	11	18	18
Vòng quay hàng tồn kho	5,3	4,8	4,9	6,1	7,2	8,4	7,9
Số ngày tồn kho bình quân	69	76	74	60	51	43	46
Hệ số thanh toán hiện hành	1,5	1,7	1,6	1,8	1,9	1,8	1,8
Hệ số thanh toán nhanh	1,0	1,2	1,0	1,4	1,5	1,4	1,4



## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

#### Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Thùy Dương – Chuyên viên phân tích

Email: [duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn](mailto:duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)