



CTCP May Sông Hồng

[Việt Nam / Dệt may]

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

MUA

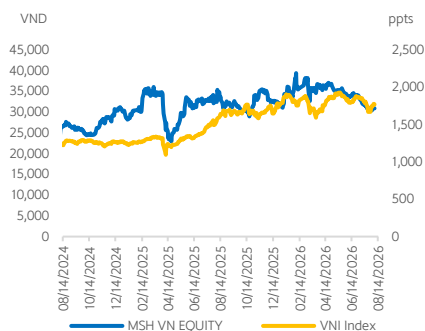
Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 38,600**

Giá hiện tại (21/08/2026) VND 30,200

Suất sinh lời (%) **27.8%**

VNINDEX	1,768
HNXINDEX	284
Vốn hóa (tỷ VND)	3,398
SLCP lưu hành (triệu CP)	113
Tự do giao dịch (triệu CP)	62
52-tuần cao/thấp (VND)	41,500/28,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.13
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	3
Cổ đông lớn (%) Bùi Đức Thịnh	23.9
CTCP Chứng khoán FPT	10.6
Biến động giá	3T 6T 12T
Tuyệt đối (%)	-14.8 -17.8 -14.2
So với VN-Index (%)	-8.0 -14.8 -19.0



Nguồn: Bloomberg

Trang Phạm – Chuyên viên phân tích

☎ 028 6299 8000

✉ trang.pq@shinhan.com

Thảo Nguyễn – Chuyên viên phân tích

☎ (84-28) 6299-7751

✉ thảo.np@shinhan.com



Please click or scan

Linh hoạt ứng phó trước áp lực từ thị trường Mỹ

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 38,600 đồng

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH) là một trong những doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc xuất khẩu và chân ga gối nệm hàng đầu Việt Nam. 1H2026, MSH duy trì đà tăng trưởng ổn định với doanh thu thuần +8% YoY và LNST tăng +7% YoY. KQKD tích cực trên là nhờ MSH được hưởng lợi từ xu hướng các nhà sản xuất Trung Quốc dịch chuyển một phần đơn hàng gia công sang Việt Nam khi chi phí sản xuất nội địa nước này tiếp tục gia tăng. Bước sang 2H2026, mặc dù thị trường Mỹ dự kiến chịu sức ép từ nhu cầu chưa hồi phục rõ nét và tác động từ thuế Section 301, nhưng chúng tôi kỳ vọng MSH có khả năng linh hoạt chuyển dịch một phần đơn hàng sang thị trường Trung Quốc để giảm thiểu áp lực từ Mỹ. Dựa trên phương pháp DCF, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của MSH ở mức 38,600 đồng; tương ứng với mức upside 27.8%.

KQKD 1H2026 duy trì tăng trưởng ổn định

Q2/2026, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,657 tỷ đồng (+13% YoY), NPAT đạt 238 tỷ đồng (+9% YoY). Trong đó, doanh thu mảng FOB gần như đi ngang -0.3% YoY và mảng gia công CMT tăng 52% YoY. Tổng kết 1H2026, bất chấp những biến động tại thị trường Mỹ, đà tăng trưởng của MSH vẫn được duy trì ổn định khi doanh thu đạt 2,698 tỷ đồng (+8% YoY), NPAT đạt 285 tỷ đồng (+7% YoY). KQKD tích cực trên là nhờ MSH được hưởng lợi từ xu hướng các nhà sản xuất Trung Quốc dịch chuyển một phần đơn hàng gia công sang Việt Nam khi chi phí sản xuất nội địa nước này tiếp tục gia tăng.

Đáng chú ý, biên lợi nhuận gộp 1H2026 cải thiện lên 21% từ 20% cùng kỳ, bất chấp bối cảnh chi phí đầu vào của ngành chịu áp lực từ biến động địa chính trị Mỹ - Iran. Kết quả này cho thấy khả năng kiểm soát chi phí của MSH được duy trì tốt, nhờ (1) Chủ động chốt giá nguyên liệu ở mức hợp lý từ trước, (2) Kiểm soát hiệu quả chi phí sản xuất, (3) Gia tăng tỷ trọng các đơn hàng CMT đảm bảo được đơn giá cao.

Triển vọng 2H2026: Linh hoạt dịch chuyển đơn hàng khi thị trường Mỹ gặp khó

Thị trường Mỹ dự kiến chịu áp lực khi nhu cầu chưa phục hồi rõ nét, hoạt động bổ sung hàng tồn kho của các nhãn hàng còn thận trọng và tác động từ thuế Section 301:

Nhu cầu dự kiến chưa phục hồi rõ nét: Tâm lý người tiêu dùng hiện vẫn còn tương đối dè dặt khi chỉ số niềm tin người tiêu dùng đạt 54.4 điểm tháng 7/2026, sụt giảm so với mức 56.4 điểm tháng 1/2026 và 61.7 điểm tháng 7/2025 (Bloomberg). Trong thời gian tới, lạm phát dai dẳng và chi phí sinh hoạt còn ở mức cao có thể tiếp tục ảnh hưởng đến tâm lý và khả năng chi tiêu của người tiêu dùng, đặc biệt đối với các mặt hàng không thiết yếu. Theo đó, nhu cầu tiêu dùng có thể tiếp tục duy trì ở mức thận trọng và chưa phục hồi rõ nét trong 2H2026.

Hoạt động bổ sung hàng tồn kho của các khách hàng vẫn còn thận trọng: Theo Cục dự trữ liên bang Mỹ, trong tháng 6/2026, tồn kho tại các cửa hàng quần áo và phụ kiện dệt may duy trì ở mức tương đối cao, khoảng 58.5 tỷ USD (+9% so với mức trung bình giai đoạn 2019-2025). Mức tồn kho cao khiến nhu cầu bổ sung hàng của các nhãn hàng chưa lớn. Do đó chúng tôi cho rằng hoạt động nhập hàng sẽ duy trì ở mức vừa phải và thận trọng trong thời gian tới.

Thuế Section 301 – Lao động cưỡng bức* của Mỹ gia tăng thêm áp lực lên sức mua và đơn hàng Q4/2026: Từ ngày 24/7/2026, Mỹ chính thức áp dụng mức thuế 12.5% lên hàng hoá nhập khẩu từ Việt Nam. Thuế Section 301 cao hơn mức thuế bổ sung 10% trước đây dự kiến làm gia tăng chi phí xuất khẩu vào Mỹ, tạo áp lực lên giá bán, ảnh hưởng đến quyết định tiêu dùng của người dân và nhu cầu đặt hàng của các khách hàng.

Linh hoạt chuyển dịch đơn hàng sang thị trường Trung Quốc

Trong trường hợp nhu cầu từ Mỹ suy yếu, MSH có khả năng linh hoạt chuyển đổi một phần công suất sang các đơn hàng CMT từ khách hàng Trung Quốc, qua đó củng cố đơn hàng, duy trì biên lợi nhuận và giảm thiểu một phần áp lực tại Mỹ.

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

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	4,542	5,280	5,538	5,406	5,764
LN từ HĐKD (tỷ VND)	187	441	702	715	765
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	245	440	671	686	720
EPS (đồng)	3,260	5,465	5,436	6,098	6,403
BPS (đồng)	21,948	23,908	17,012	18,268	19,922
Biên LN HĐKD (%)	4.1	8.4	12.7	13.2	13.3
Biên LNST (%)	5.4	8.3	12.1	12.7	12.5
ROE (%)	13.9	22.7	31.4	30.3	29.9
PER (x)	11.1	9.5	5.0	6.3	6.0
PBR (x)	1.5	1.9	1.7	2.1	1.9
EV/EBITDA (x)	6.7	6.5	4.5	5.3	4.7

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.

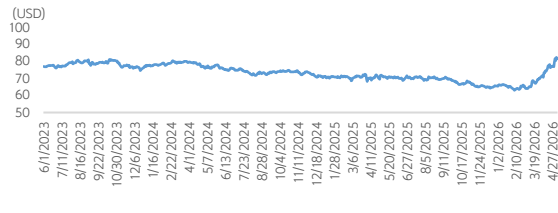
Cập nhật KQKD Q2/2026 & 1H2026

Khoản mục	Q2/2025	Q2/2026	1H2025	1H2026	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,467	1,657	2,503	2,698	Doanh thu Q2/2026 ghi nhận tăng trưởng so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ đà tăng mạnh của mảng CMT. Động lực tăng trưởng đến từ đơn hàng của khách hàng Trung Quốc được đẩy mạnh trở lại để chuẩn bị cho mùa cao điểm cuối năm. Ban lãnh đạo cho biết định hướng lâu dài của công ty vẫn là thúc đẩy mảng FOB, tuy nhiên sẽ linh hoạt điều chỉnh cơ cấu doanh thu giữa FOB và CMT nhằm đảm bảo biên lợi nhuận duy trì ở mức trên 20%. Tổng kết 1H2026, bất chấp những biến động tại thị trường Mỹ, đà tăng trưởng của MSH vẫn được duy trì ổn định nhờ làn sóng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc, thúc đẩy nhu cầu gia công. Điều này giúp MSH tận dụng năng lực sản xuất, gia tăng sản lượng và nâng cao giá bán.
Tăng trưởng (%YoY)		13		8	
Mảng FOB & CGGD (tỷ VND)	1,097	1,094	1,649	1,740	
Tăng trưởng (%YoY)		-0		6	
Mảng CMT (tỷ VND)	370	563	854	958	
Tăng trưởng (%YoY)		52		12	
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	308	361	499	573	Trong bối cảnh chi phí nguyên vật liệu đầu vào gia tăng, biên lợi nhuận của MSH vẫn được duy trì và cải thiện so với cùng kỳ nhờ (1) Doanh nghiệp đã chủ động chốt giá nguyên vật liệu ở mức hợp lý từ trước, (2) Đẩy mạnh mảng CMT hiện có đơn giá cao và (3) Kiểm soát chi phí sản xuất hiệu quả.
Tăng trưởng (%YoY)		17		15	
Biên lợi nhuận gộp (%)	21	22	20	21	
Mảng FOB & CGGD (%)	18	17	17	16	
Mảng CMT (%)	30	36	26	32	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	219	238	327	342	Mặc dù chi phí lãi vay Q2/2026 tăng +16% YoY trong bối cảnh mật bằng lãi suất neo ở mức cao, tuy nhiên, nhờ đà tăng trưởng doanh thu và năng lực kiểm soát chi phí SG&A hiệu quả, NPAT của MSH vẫn duy trì đà tăng trưởng trong Q2/2026 và 1H2026
Tăng trưởng (%YoY)		9		5	
NPAT (tỷ VND)	180	203	267	285	
Tăng trưởng (%YoY)		13		7	

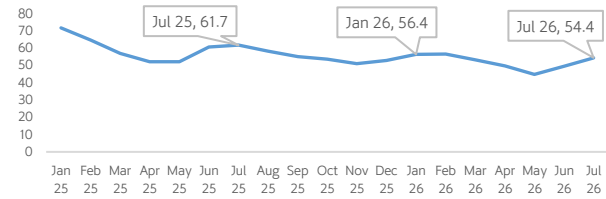
Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2026, 2027

Khoản mục	2025	2026F	2027F	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,538	5,406	5,764	Trong bối cảnh thị trường Mỹ đối mặt với áp lực thuế Section 301, nhu cầu chưa phục hồi rõ nét và nhu cầu bổ sung hàng tồn kho của các nhãn hàng ở mức thận trọng, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của MSH giảm -2% YoY. Mức độ giảm nhiều khả năng không mạnh do MSH có thể linh hoạt chuyển đổi một phần công suất sang các đơn hàng CMT từ khách hàng Trung Quốc trong bối cảnh nhu cầu chuyển dịch một phần đơn hàng gia công sang Việt Nam của nước này vẫn còn. Qua đó củng cố đơn hàng, duy trì biên lợi nhuận và giảm thiểu một phần áp lực tại Mỹ.
Tăng trưởng (%YoY)	5	-2	7	
Mảng FOB & CGGD (tỷ VND)	3,622	3,452	3,829	
Tăng trưởng (%YoY)	-18	-5	11	
Mảng CMT (tỷ VND)	1,916	1,954	1,935	
Tăng trưởng (%YoY)	125	2	-1	
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	1,170	1,206	1,281	Chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp của MSH dự kiến tăng 3% YoY mặc dù doanh thu có phần sụt giảm nhẹ nhờ (1) Chủ động chốt giá nguyên liệu ở mức hợp lý từ trước, (2) Kiểm soát hiệu quả chi phí sản xuất, (3) Gia tăng tỷ trọng các đơn hàng CMT đàm phán được đơn giá cao
Tăng trưởng (%YoY)	41	3	6	
Biên lợi nhuận gộp (%)	21	22	22	
Mảng FOB & CGGD (%)	14	14	18	
Mảng CMT (%)	35	20	15	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	818	843	885	
Tăng trưởng (%YoY)		3	5	
NPAT (tỷ VND)	671	686	720	
Tăng trưởng (%YoY)	52	2	5	

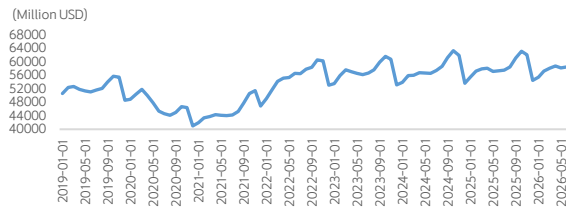
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cotton tăng mạnh do nguồn cung sụt giảm, chi phí đầu vào leo thang và nhu cầu tiêu thụ hồi phục

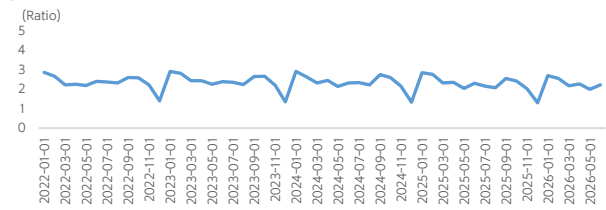
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Chỉ số niềm tin tiêu dùng của Mỹ (điểm)

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Hàng tồn kho bán lẻ tại các cửa hàng quần áo và phụ kiện quần áo của Mỹ

Nguồn: FRED, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ hàng tồn kho bán lẻ/doanh thu bán lẻ tại các cửa hàng quần áo và phụ kiện quần áo của Mỹ

Nguồn: FRED, Shinhan Securities Vietnam

*** Thuế Section 301****Tổng quan:**

- Thuế Section 301 là một điều khoản trong Đạo luật Thương mại Mỹ năm 1974, cho phép Văn phòng Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) điều tra và áp thuế đối với các quốc gia bị cho là có hành vi thương mại không công bằng hoặc gây thiệt hại cho doanh nghiệp/người lao động Mỹ. Khác với thuế đối ứng (Reciprocal tariff) từng được áp dụng vào năm 2025, thuế Section 301 mang tính mục tiêu, áp dụng cho từng nhóm hành vi và từng nhóm hàng hoá cụ thể. Đồng thời, loại thuế này có đặc tính thủ tục khắt khe (phải điều tra, điều trần và công bố kết luận chính thức), thời hạn lâu dài, và khó bị đảo ngược tại toà do dựa trên hồ sơ điều tra thực tế.
- Lịch sử áp dụng thuế Section 301 của Mỹ:** Trong giai đoạn 1974-1994, Section 301 chủ yếu được Mỹ sử dụng như đòn bẩy đàm phán để buộc các đối tác như Nhật Bản, Hàn Quốc, EU mở cửa thị trường. Sau khi WTO thành lập vào năm 1995, Mỹ chuyển sang ưu tiên giải quyết các tranh chấp thương mại theo quy định của WTO thay vì tự áp dụng các biện pháp trả đũa. Tuy nhiên, từ 2017-2018, Mỹ tái sử dụng mạnh Section 301, điển hình là việc áp thuế lên hàng hoá Trung Quốc nhằm gây sức ép về chuyển giao công nghệ, sở hữu trí tuệ và chính sách công nghiệp (25%). Đến tháng 3/2026, Mỹ tiếp tục mở rộng việc sử dụng Section 301. Cuộc điều tra lần này không chỉ tập trung vào Trung Quốc mà còn lan ra nhiều đối tác thương mại khác với các vấn đề mới như **Lao động cưỡng bức, Dư thừa công suất, Sở hữu trí tuệ,...** Tính từ T3/2026, USTR khởi xướng 4 nhánh điều tra, mỗi nhánh sẽ nhắm vào nhóm quốc gia khác nhau và Việt Nam nằm trong 3/4 nhánh.

Nhánh điều tra	Ngày khởi xướng	Ngày có kết luận	Ngày có hiệu lực	Phạm vi áp dụng	Ngành nghề bị áp dụng	Mức thuế
Lao động cưỡng bức	12/3/2026	23/7/2026	24/7/2026	60 quốc gia và vùng lãnh thổ, trong đó có Việt Nam	Tất cả các loại hàng hoá ngoại trừ: máy tính, điện thoại, linh kiện bán dẫn,...	10-12.5%
Dư thừa công suất	12/3/2026	Chưa công bố	Chưa công bố	16 nước: Trung Quốc, EU, Singapore, Thụy Sĩ, Na Uy, Indonesia, Malaysia, Campuchia, Thái Lan, Hàn Quốc, Việt Nam , Đài Loan, Bangladesh, Mexico, Nhật Bản, Ấn Độ	Thép, nhôm, ô tô, pin, bán dẫn, điện tử, hoá chất, năng lượng mặt trời, đóng tàu.	Chưa công bố
Sở hữu trí tuệ	29/5/2026	Dự kiến 29/11/2026	Chưa công bố	Việt Nam (Danh sách Ưu tiên – Quốc gia duy nhất mà USTR khởi xướng điều tra trong năm 2026); Chile, Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Nga và Venezuela (Danh sách Theo dõi ưu tiên – Chưa điều tra); 19 đối tác khác như Liên minh Châu Âu, Brazil, Thái Lan,... (Danh sách Theo dõi – Chưa điều tra)	Chưa công bố	Chưa công bố
Định giá thấp các dược phẩm	18/6/2026	Chưa công bố	Chưa công bố	Đức	Dược phẩm	Chưa công bố

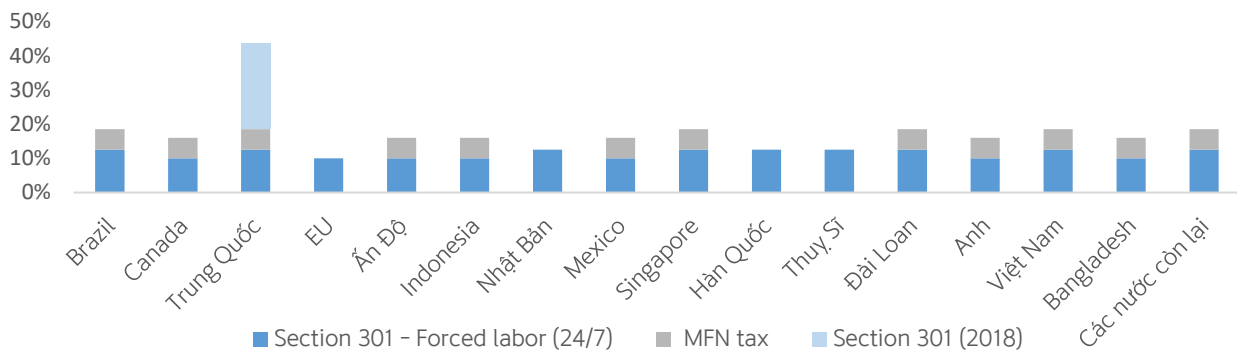
Dữ liệu cập nhật đến ngày 10/8/2026

Nguồn: USTR, Chứng khoán Shinhan tổng hợp

- **Lao động cưỡng bức:** Theo kết luận được ban hành vào 23/7/2026 của USTR, Việt Nam nói chung và ngành Dệt may nói riêng nhận mức thuế 12.5% vì chưa có luật cấm nhập hàng sản xuất bằng lao động cưỡng bức đạt chuẩn Mỹ, dù đã ban hành Nghị định 292* chỉ một ngày trước 23/7 để khắc phục.
- **Dư thừa công suất:** Vẫn chưa có kết luận nhưng có khả năng sẽ cộng dồn thêm với mức thuế lao động cưỡng bức. Chúng tôi ước tính mức thuế có thể dao động trong khoảng 2.5%-12.5%
- **Sở hữu trí tuệ:** Cuộc điều tra này bắt nguồn từ báo cáo Special 301 năm 2026 xếp Việt Nam vào danh sách “Quốc gia bị ưu tiên” (Priority Foreign Country - PFC) — lần đầu tiên sau 13 năm một quốc gia bị xếp vào nhóm này. USTR nêu năm vấn đề chính: thất bại trong chống vi phạm bản quyền trực tuyến, chống hàng giả, kiểm soát biên giới, chống phần mềm không bản quyền, và chống trộm cắp tín hiệu vệ tinh. Hiện tại, USTR thông báo kết luận của cuộc điều tra dự kiến được công bố vào 29/11/2026.

*Nghị định 292/2026/NĐ-CP thay thế Nghị định 69/2018/NĐ-CP, ban hành ngày 22/7/2026, quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Luật Quản lý ngoại thương. Trong đó, Phụ lục I về danh mục hàng hoá cấm xuất khẩu, cấm nhập khẩu đã bổ sung nhóm: “Sản phẩm, hàng hoá được khai thác, sản xuất hoặc chế tạo toàn bộ hoặc một phần bởi hành vi cưỡng bức lao động”. Nghị định chính thức có hiệu lực từ 5/9/2026.

Cập nhật mức thuế 301 của các quốc gia tính đến ngày 10/08/2026



Nguồn: USITC, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Nhận định tác động đối với ngành Dệt may Việt Nam:

Việt Nam hiện chịu mức thuế 12.5% theo Mục 301 liên quan đến lao động cưỡng bức, tương đương Trung Quốc nhưng cao hơn mức 10% áp dụng với Bangladesh, Ấn Độ và Indonesia. Trong thời gian tới, mức thuế này có thể tăng thêm nếu cộng dồn tác động từ hai nhánh điều tra còn lại về dư thừa công suất và sở hữu trí tuệ. Theo Allianz Research, trong kịch bản cộng dồn cả ba nhánh điều tra, **mức thuế tối thiểu** của Việt Nam có thể vào khoảng 15%.

⇒ Với mức thuế này, Việt Nam vẫn duy trì lợi thế cạnh tranh nhất định so với Trung Quốc, nơi đang chịu mức thuế khoảng 35%. Tuy nhiên, so với các quốc gia trong khu vực như Philippines, Bangladesh, Ấn Độ (10%), Thái Lan (8%) và Malaysia (7%), lợi thế về chi phí của Việt Nam sẽ bị thu hẹp đáng kể. Điều này có thể ảnh hưởng đến khả năng thu hút các đơn hàng dịch chuyển mới, đặc biệt ở những phân khúc cạnh tranh chủ yếu về giá, đồng thời làm gia tăng áp lực cạnh tranh đối với các doanh nghiệp xuất khẩu trong các kỳ đàm phán đơn hàng tiếp theo.

Bên cạnh đó, Bangladesh, Campuchia, Indonesia và Malaysia còn được hưởng cơ chế Tariff-Rate Quota (TRQ) từ Mỹ, trong khi Việt Nam chưa được hưởng cơ chế này.

Theo cơ chế TRQ, một lượng hàng dệt may nhất định từ các quốc gia này có thể được hưởng thuế 0% khi xuất khẩu sang Mỹ, với hạn ngạch được xác định dựa trên quy mô nhập khẩu bông và nguyên liệu dệt có xuất xứ Mỹ. Tuy nhiên, TRQ chưa được triển khai ngay từ ngày 24/7/2026. Theo thông báo của USTR, cơ chế này sẽ được áp dụng sau khi hoàn tất các điều kiện cần thiết và dự kiến chậm nhất vào ngày 1/9/2026. Do đó, trước thời điểm TRQ chính thức có hiệu lực, hàng dệt may từ các quốc gia trên vẫn chịu thuế Section 301 ở mức 10%-12.5%.

Nếu Việt Nam không được hưởng cơ chế TRQ, áp lực cạnh tranh về giá có thể gia tăng từ năm 2027:

- Lợi thế thuế từ cơ chế TRQ có thể ảnh hưởng đến quyết định phân bổ đơn hàng của các thương hiệu quốc tế. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng sẽ phân hóa theo từng phân khúc sản phẩm và năng lực của doanh nghiệp. Đối với các sản phẩm có mức độ tương đồng cao và cạnh tranh chủ yếu về giá, lợi thế thuế của Bangladesh, Indonesia hay Malaysia có thể khiến Việt Nam chịu áp lực lớn hơn trong việc duy trì và thu hút đơn hàng. Ngược lại, đối với các sản phẩm kỹ thuật cao, tác động có thể hạn chế hơn do Bangladesh, Ấn Độ,... hiện chưa có nhiều lợi thế về năng lực sản xuất các mặt hàng có yêu cầu cao về kỹ thuật, chất lượng và độ phức tạp. Theo đó, các doanh nghiệp có năng lực sản xuất ổn định, tỷ trọng sản phẩm kỹ thuật cao và quan hệ hợp tác lâu năm với các thương hiệu, như MSH, được kỳ vọng có khả năng duy trì được đơn hàng trong thời gian tới.

Nếu Việt Nam được bổ sung vào danh sách các quốc gia được hưởng cơ chế TRQ, áp lực cạnh tranh về giá sẽ được giảm bớt:

- **Chúng tôi cho rằng Việt Nam có khả năng đàm phán để được bổ sung vào cơ chế này trong thời gian tới** khi là quốc gia nhập khẩu bông lớn nhất của Mỹ, đạt khoảng 1,3 tỷ USD trong năm 2025. Nếu đàm phán thành công, **áp lực cạnh tranh về giá sẽ được giảm bớt**, qua đó cải thiện vị thế của Việt Nam trong quá trình phân bổ đơn hàng mới. Đồng thời, các doanh nghiệp có năng lực sản xuất và chất lượng sản phẩm tốt như MSH tập trung cạnh tranh dựa trên năng lực đáp ứng đơn hàng, chất lượng và độ phức tạp của sản phẩm thay vì chỉ dựa vào giá.

Định giá và Khuyến nghị

Cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 38,600 đồng

Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá MSH. Chúng tôi khuyến nghị MUA và giá mục tiêu đạt 38,600 đồng tương ứng với mức tăng 27.8%. Giá mục tiêu được điều chỉnh giảm 10% từ 42,600 đồng/cp xuống 38,600 đồng/cp so với báo cáo trước, chủ yếu do chúng tôi thận trọng hơn trước rủi ro thuế quan của Mỹ và những bất ổn địa chính trị khó dự báo trong thời gian tới.

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%	38,626
Giá mục tiêu		38,626
Giá mục tiêu (làm tròn)		38,600
Giá hiện tại		30,200
Tỷ suất sinh lời (%)		27.8%

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

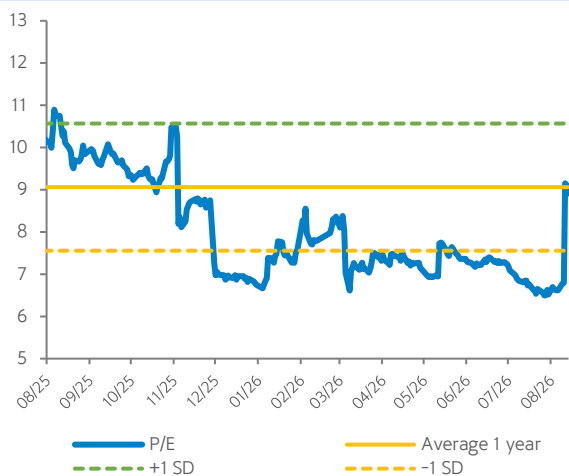
Biến	Giá trị
D/E	0.32
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Chi phí sử dụng vốn	12%
Chi phí nợ	8%
WACC	10%

Mô hình định giá FCFF của MSH

Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	686.0	720.8	756.9	890.6	982.4
+ Lãi vay sau thuế	59.0	51.0	49.0	42.0	44.7
+ Khấu hao	132.1	203.0	205.0	210.0	203.0
- Thay đổi vốn lưu động	638.0	470.0	437.0	406.0	458.6
- Vốn đầu tư	96.0	59.0	102.5	126.8	135.0
Dòng tiền tự do (FCFF)	143.1	445.8	471.4	609.8	636.5
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,664.4				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,128.8				
Giá trị doanh nghiệp	4,793.2				
- Nợ	1,744.0				
+ Tiền và tương đương tiền	1,297.0				
Giá trị vốn chủ sở hữu	4,346.2				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.1				
Giá mục tiêu (đồng/cp)	38,626				

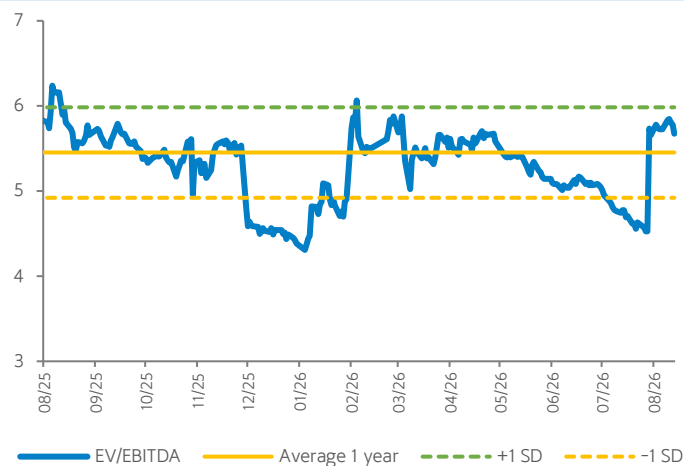
Nguồn: Dữ liệu công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

P/E



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

EV/EBITDA



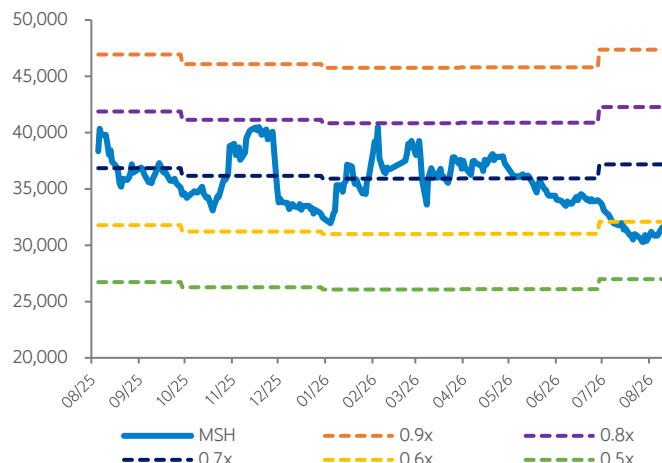
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B



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

Giá với các mức P/S



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

Giá với các mức P/B



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

Giá cổ phiếu MSH tương quan với ROE



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

Những sự kiện quan trọng của MSH

Nguồn: Bloomberg Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

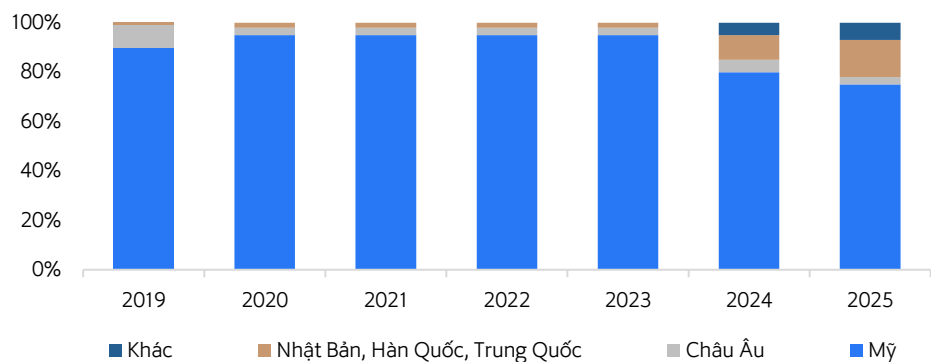
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành doanh nghiệp

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

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

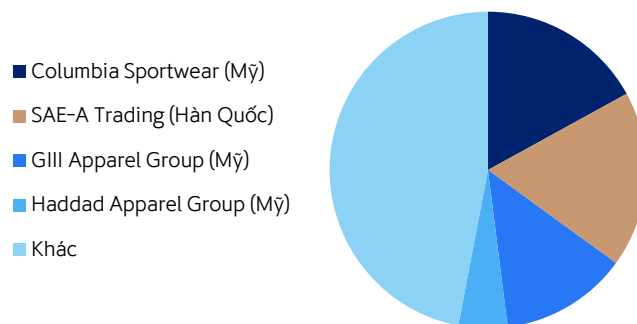
Thị trường xuất khẩu của MSH (%)



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

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

Cơ cấu khách hàng của MSH năm 2025 (%)

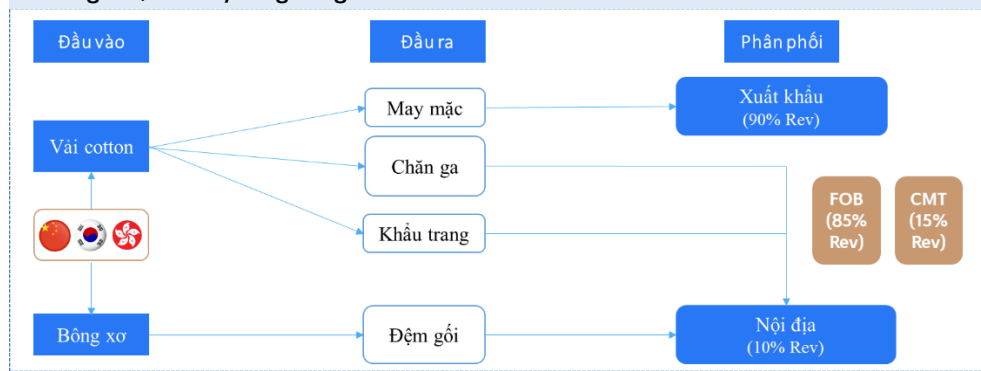


Nguồn: MSH, Tổng cục Hải quan Việt Nam, Chứng khoán Shinhan Việt Nam ước tính

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 2025. 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.

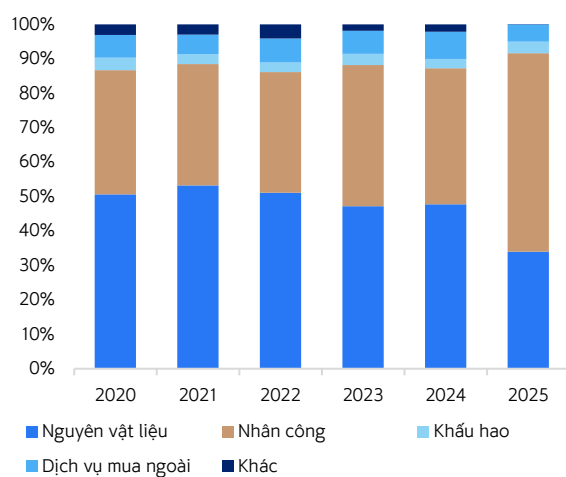
Bên cạnh đó, MSH còn tự chủ hoàn toàn quá trình sản xuất chăn ga gối đệm (CGGD) từ khâu thiết kế, chọn vải, cắt may, hoàn thiện đến phân phối sản phẩm. (*Xem thêm ở Phụ lục Các phương thức sản xuất hàng may mặc).

Chuỗi giá trị của May Sông Hồng



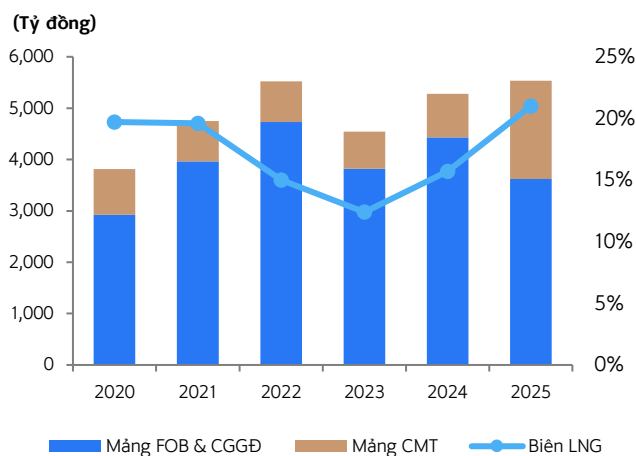
Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

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)

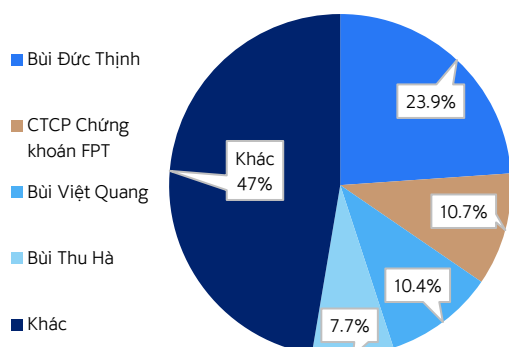


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Cơ cấu tổ chức

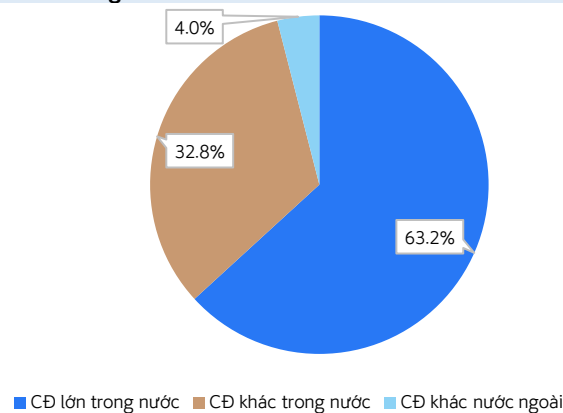
MSH có cơ cấu cổ đông cô đặc, trong đó gia đình ông Bùi Đức Thịnh – Chủ tịch HĐQT nắm gần 43% vốn; đứng thứ hai là FPTS với 10.6% tỷ lệ sở hữu.

Tỷ lệ sở hữu tính đến ngày 14/08/2026



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

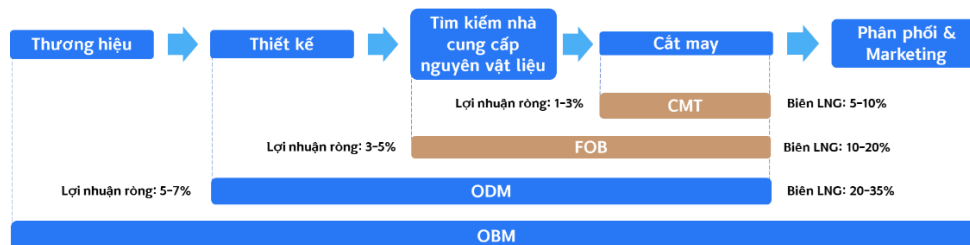
Cơ cấu cổ đông



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

Phụ lục

Các phương thức sản xuất hàng may mặc



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

Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng tài sản	3,453	4,521	4,682	5,875	5,965
Tài sản ngắn hạn	2,553	3,250	3,279	4,425	4,508
Tiền và tương đương tiền	455	886	740	557	563
Đầu tư TC ngắn hạn	971	653	880	1,056	1,088
Các khoản phải thu	598	992	1,026	1,484	1,487
Hàng tồn kho	507	645	550	1,210	1,246
Tài sản khác	22	73	83	117	124
Tài sản dài hạn	900	1,274	1,403	1,450	1,457
Tài sản cố định	774	700	1,276	1,354	1,360
Chi phí xây dựng dở dang	59	473	13	13	13
Đầu tư TC dài hạn	-	34	18	18	18
Tài sản khác	67	67	96	65	65
Tổng nợ	1,643	2,468	2,474	3,560	3,464
Nợ ngắn hạn	1,335	1,860	1,826	2,822	2,718
Khoản phải trả	790	1,026	1,152	1,341	1,251
Người mua trả tiền trước	14	15	21	15	15
Vay và nợ thuê tài chính	527	813	648	1,460	1,446
Khác	5	6	6	6	6
Nợ dài hạn	308	608	648	738	746
Vay và nợ thuê tài chính	308	608	648	715	723
Khác	-	-	-	23	23
Vốn chủ sở hữu	1,810	2,056	2,208	2,315	2,501
Vốn góp chủ sở hữu	750	750	1,125	1,125	1,125
Thặng dư vốn	-	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	710	852	595	744	930
Vốn khác	186	195	193	186	186
Lợi ích CĐ không kiểm soát	163	259	294	259	259
*Tổng nợ	835	1,420	1,296	2,175	2,168
*Nợ ròng (tiền)	379	534	556	1,617	1,605

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	(8)	164	614	174	453
Lợi nhuận ròng	245	440	670	686	721
Khấu hao TSCĐ	135	127	125	132	203
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(119)	(108)	(135)	(121)	(121)
Thay đổi vốn lưu động	(357)	(456)	(210)	(638)	(470)
Thay đổi khác	88	162	164	115	121
Tiền từ HĐ đầu tư	(82)	(145)	(291)	(205)	(195)
Thay đổi tài sản cố định	106	394	(215)	193	223
Thay đổi tài sản đầu tư	(187)	(539)	(227)	(398)	(418)
Thay đổi khác	-	-	151	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	121	412	(469)	(152)	(252)
Thay đổi vốn cổ phần	49	66	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	259	609	5	322	222
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(187)	(263)	(474)	(474)	(474)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	32	431	(146)	(182)	7
Tổng tiền đầu năm	424	455	886	740	557
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	(1)	(1)
Tổng tiền cuối năm	455	886	740	557	563

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

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

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

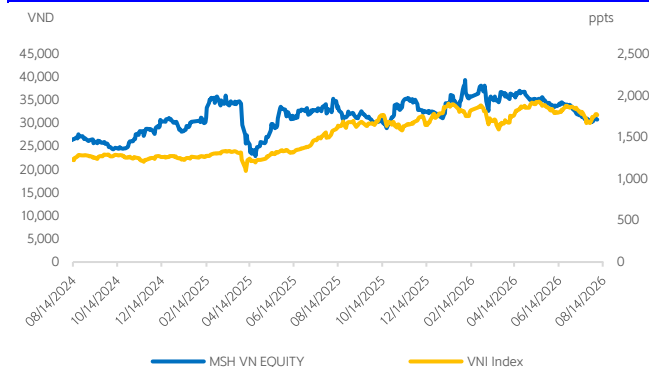
Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	3,260	5,465	5,436	6,098	6,403
BPS (đồng)	21,948	23,908	17,012	18,268	19,922
DPS (đồng)	2,500	3,500	4,200	4,200	4,200
PER (x)	11.1	9.5	5.0	6.3	6.0
PBR (x)	1.5	1.9	1.7	2.1	1.9
EV/EBITDA (x)	6.7	6.5	4.5	5.3	4.7
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.8	0.6	0.8	0.7	0.7
Lãi cổ tức (%)	8.2	11.5	13.8	13.8	13.8
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	8.7	11.6	15.9	16.8	17.7
Biên LN từ HĐKD (%)	4.1	8.4	12.7	13.2	13.3
Biên LNST (%)	5.4	8.3	12.1	12.7	12.5
ROA (%)	7.3	11.0	14.6	14.6	15.1
ROE (%)	13.9	22.7	31.4	30.3	29.9
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	46	69	59	94	87
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	1.1	0.8	0.9	0.6	0.6
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	5.9	9.1	11.7	11.5	11.6
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	72	89	95	93	94
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	60	51	47	49	49
Số ngày khoản phải thu (ngày)	37	54	63	66	60

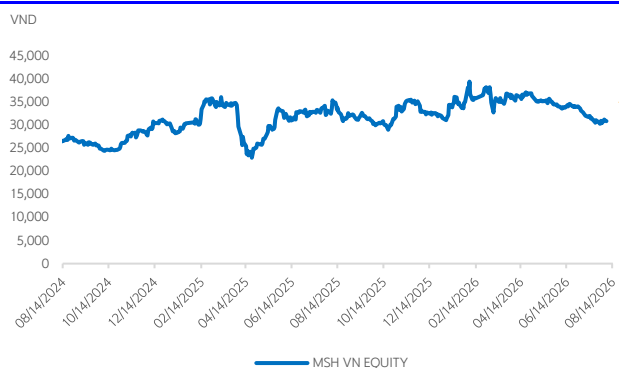
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công ty Cổ phần May Sông Hồng (MSH)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
25/03/2025 (BC lần đầu)	MUA	51,360	81.6	22.7/104.1
04/06/2025 (BC cập nhật)	MUA	44,675	58.0	6.7/77.5
15/08/2025 (BC cập nhật)	MUA	44,675	58.0	6.7/77.5
07/11/2025 (BC cập nhật)	GIỮ	42,600	27.1	1.8/69.3
13/02/2026 (BC cập nhật)	GIỮ	42,600	27.1	1.8/69.3
24/08/2026 (BC cập nhật)	MUA	38,600	10.4	-6.9/35.9

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

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
♦ 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%	♦ 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