

CTCP May Sông Hồng

Sông Hồng 11 thúc đẩy tăng trưởng ổn định

11/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

May Sông Hồng là 1 trong 10 doanh nghiệp dệt may lớn nhất cả nước

Với 40 năm phát triển, MSH đã thâm nhập sâu vào chuỗi giá trị dệt may toàn cầu. Lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp đến từ tỉ trọng FOB cao nhất trong số các doanh nghiệp nội địa và quan hệ đối tác lâu dài với các thương hiệu thời trang toàn cầu như Columbia Sportswear, G III và Haddad Brands.

Nhà máy Sông Hồng 11 là động lực tăng trưởng chính trong 2026-2027

Nhà máy Sông Hồng 11 (Xuân Trường II) dự kiến hoạt động ~90% công suất trong 2026 và tối đa công suất từ 2027. Nhà máy sẽ cung cấp 3 triệu sản phẩm, chủ yếu là áo jacket với giá trị gia tăng và biên lợi nhuận cao. SH 11 kì vọng giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong 2026, lần lượt đạt +3%/+10% trong hai năm tới.

Tồn kho nhà nhập khẩu ở mức thấp giúp duy trì đơn hàng ổn định

Dù các nhà nhập khẩu đã đẩy mạnh nhập trước trong 2025, tỉ lệ tồn kho/doanh thu của các thương hiệu đối tác lớn và toàn ngành bán lẻ Mỹ vẫn duy trì ở mức thấp trong bối cảnh doanh số bán lẻ trang phục tiếp tục ổn định. Chúng tôi kì vọng điều này sẽ hỗ trợ thúc đẩy doanh số của MSH trong 2026-2027.

Xu hướng dịch chuyển “Trung Quốc +1” tạo dư địa gia tăng thị phần

Thị phần dệt may Việt Nam tại Mỹ lần đầu vượt Trung Quốc vào 2025 (~21% giá trị nhập khẩu). Cạnh tranh thương mại với Mỹ và xung đột với Nhật Bản tạo cơ hội cho các nhà máy Việt Nam chiếm thêm đơn hàng từ Trung Quốc.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 40,500 VNĐ/ cổ phiếu

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2026/2027 đạt 5,717/6,289 tỷ đồng (+3% YoY/+10% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 546/605 tỷ đồng (-17% YoY/+8% YoY). Sử dụng phương pháp ROE-PB, giá mục tiêu là 40,500 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá 20% so với hiện tại. Tỷ suất cổ tức tiền mặt ~10% là điểm cộng thêm cho nhà đầu tư dài hạn.

MUA Lần đầu

Giá mục tiêu	40,500 VNĐ
Tăng/giảm (%)	20%
Giá hiện tại (11/06/2026)	VND 33,700
Giá mục tiêu đồng thuận	NA
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	3.7/0.1

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	31.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	1.0/0.0
Sở hữu nước ngoài (%)	4%
Cổ đông lớn	Bùi Đức Thịnh (24%)

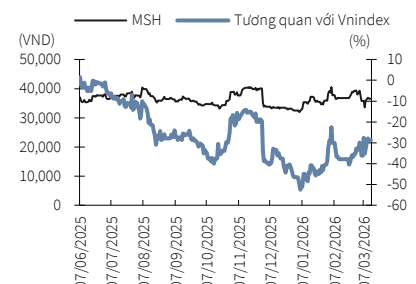
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-5.8	-5.2	0.6	-8.2
Tương đối	-1.8	-9.2	-4.3	-46.5

Dự phóng KQKD & định giá

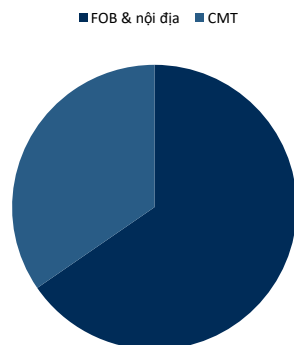
FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,280	5,538	5,717	6,289
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	550	841	736	816
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	413	614	546	605
EPS (VND)	5,499	5,456	4,855	5,380
Tăng trưởng EPS (%)	69	49	(11)	11
P/E (x)	9.2	6.2	6.9	6.3
P/B (x)	2.1	2.0	1.9	1.7
ROE (%)	25.1	34.2	28.5	30.0
Tỷ suất cổ tức (%)	7	12	10	9

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2025



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

MSH nằm trong top 10 doanh nghiệp dệt may lớn nhất Việt Nam. Công ty tập trung sản xuất theo phương thức FOB với tỉ trọng cao nhất trong các doanh nghiệp nội địa, đem lại biên lợi nhuận cao. Trải qua 40 năm phát triển, MSH là đối tác dệt may uy tín và lâu đời cho các thương hiệu thời trang toàn cầu như Columbia Sportswear, G-III và Haddad Brands.

Điểm nhấn đầu tư

Nhà máy SH 11 dự kiến hoạt động tối đa công suất từ cuối 2026 là đóng góp chính duy trì tăng trưởng doanh thu lần lượt +3%/+10% trong 2026/2027.

Tồn kho thấp và nhu cầu ổn định tại thị trường Mỹ kì vọng giúp duy trì đơn hàng và công suất vận hành cao~100% tại các nhà máy

Xu hướng chuyển dịch Trung Quốc +1 tiếp tục diễn ra giữa bối cảnh rủi ro xung đột địa chính trị, tạo chất xúc tác cho nhu cầu đơn hàng dệt may Việt Nam

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Doanh thu	5,717	6,289	NA	NA	6,145	NA	-7%	NA
EBIT	640	692	NA	NA	841	NA	-24%	NA
LNST công ty mẹ	546	605	NA	NA	660	NA	-17%	NA

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá

Kịch bản tích cực	43,500 VND	Kịch bản cơ sở (2026) 1) Doanh thu 2026 tăng 3% 2) Biên gộp đạt 19.8%, -140bps 3) LNST công ty mẹ giảm -11% YoY Kịch bản tích cực: 1) Doanh thu 2026 tăng +4% YoY 2) Biên gộp đạt 20.6%, -60bps 3) LNST công ty mẹ giảm -5% YoY Kịch bản tiêu cực 1) Doanh thu 2026 tăng 0% YoY 2) Biên gộp đạt 19%, -220bps 3) LNST công ty mẹ giảm -17% YoY
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	40,500 VND (+20%)	
Kịch bản tiêu cực	37,600 VND	
Giá hiện tại	33,500 VND	

Tổng quan doanh nghiệp

May Sông Hồng là công ty dệt may xuất khẩu trong top 10 Việt Nam

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH) là doanh nghiệp dệt may niêm yết lớn nhất Việt Nam. Công ty có trụ sở và hệ thống sản xuất tại tỉnh Nam Định cũ (nay là Ninh Bình), đây là 1 trong số những thủ phủ của ngành dệt may tại khu vực phía Bắc. Khu vực này có chi phí nhân công giá rẻ, lực lượng lao động dồi dào và lành nghề. Trải qua 40 năm phát triển, doanh thu dệt may của MSH đạt quanh mức 5,000- 6,000 tỷ VNĐ, và đem lại LNST từ 400 - 600 tỷ. Hiệu quả sử dụng vốn chủ (ROE) của doanh nghiệp luôn duy trì ở mức cao từ 15%-30%.

Bảng 1. Lịch sử hình thành, quá trình phát triển

1988 - 1993	• Tiền thân là Xí nghiệp May 1/7, chính thức đổi tên thành Công ty May Sông Hồng (1993). Bước đầu tiếp cận các đơn hàng gia công xuất khẩu (CMT).
1997 - 2001	• Sáp nhập Xí nghiệp Bông tái sinh. Chính thức ra mắt thương hiệu Chăn Ga Gối Đệm Sông Hồng (2001), tự chủ chuỗi giá trị nội địa (OBM).
2004 - 2014	• Cổ phần hóa (2004) với vốn điều lệ 12 tỷ đồng. Liên tục xây dựng các khu vực sản xuất chuyên biệt (Nhà máy Sông Hồng 3, 4, 7, 8, 14).
2015 - 2018	• Vận hành Sông Hồng Nghĩa Hưng 1 . Liên tục nghiên cứu nâng cấp dòng đệm cao cấp cạnh tranh với quốc tế. Chính thức niêm yết trên sàn HOSE.
2021 - 2023	• Dịch chuyển mạnh sang phương thức xuất khẩu FOB . Hoàn thành nhà máy Sông Hồng 10 và khởi công Sông Hồng 11.
2024 - 2025	• Vận hành siêu dự án Sông Hồng 11 . Thành lập liên doanh Phụ liệu May Sông Hồng để tự chủ nguồn nguyên liệu. Ứng dụng hệ thống ERP và cơ chế khoán quản trị, xây dựng bước đệm tiến tới tự thiết kế (ODM).

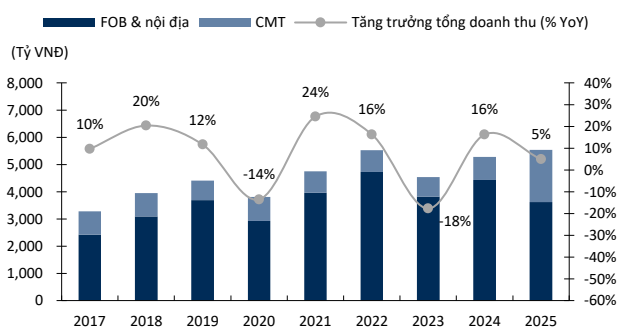
Nguồn: MSH, KBSV

Cơ cấu doanh thu

Doanh thu của MSH chủ yếu là mặt hàng thời trang có thương hiệu, được công bố theo hai mảng chính:

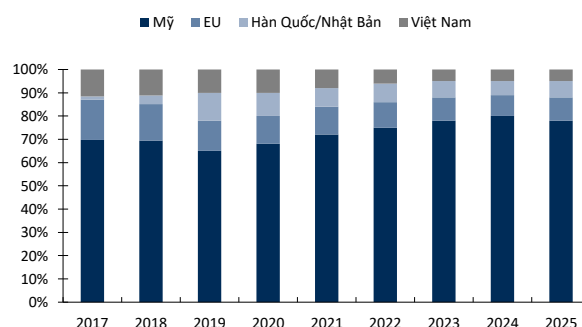
- **Gia công - CMT:** chiếm khoảng 15%-20% doanh thu. Đây là dịch vụ gia công với lợi nhuận thấp và cố định, sử dụng nguyên liệu cung cấp bởi khách hàng.
- **FOB:** chiếm khoảng 70% doanh thu. Khác với gia công, FOB cho phép nhà dệt may đảm nhận phần thu mua nguyên liệu theo nhà cung cấp mà đối tác chỉ định (cấp 1) hoặc tự lựa chọn nhà cung cấp (cấp 2). FOB đem lại biên lợi nhuận cao hơn, từ 15%-20% nhưng đòi hỏi doanh nghiệp có trình độ quản trị tốt và tăng vốn lưu động.
- **Nội địa - Chăn ga gối đệm:** MSH tự phát triển thương hiệu riêng mang tên “Sông Hồng” theo phương thức OBM (từ thương hiệu đến sản xuất), phục vụ thị trường nội địa. Mảng này chiếm khoảng 10% doanh thu hàng năm.

Biểu đồ 2. Doanh thu MSH theo loại hình dịch vụ



Nguồn: MSH, KBSV ước tính

Biểu đồ 3. Doanh thu theo thị trường mục chính

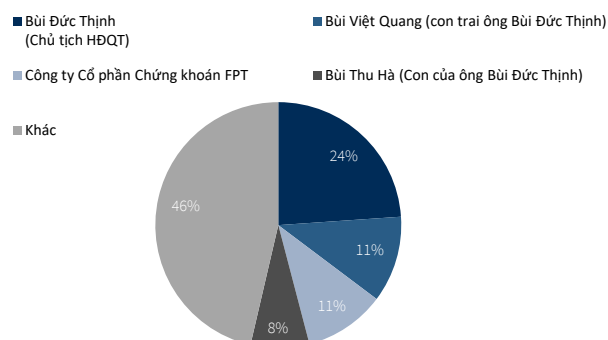


Nguồn: MSH, KBSV ước tính

Các khách hàng chính của MSH chủ yếu là các thương hiệu thời trang đến từ Mỹ, EU, Hàn Quốc và Nhật Bản – là 4 quốc gia có nhu cầu tiêu thụ thời trang tốt nhất toàn cầu. Nhờ đáp ứng được nhu cầu cao từ các đối tác lớn, MSH ghi nhận doanh thu tăng trưởng ổn định trong 2017-2025, với CAGR đạt 6.8%/năm. Đáng chú ý, tăng trưởng lợi nhuận cao gấp hai lần doanh thu, đạt CAGR 15%/năm, nhờ biên lợi nhuận liên tục cải thiện thông qua khả năng tối ưu chi phí và đáp ứng các đơn hàng giá trị gia tăng cao.

Cơ cấu sở hữu ban quản trị gắn chặt với cổ đông

Chủ tịch HĐQT Bùi Đức Thịnh cùng hai người con — Tổng giám đốc Bùi Việt Quang và thành viên HĐQT Bùi Thu Hà — cộng lại nắm giữ khoảng 43% vốn điều lệ. Tỷ lệ sở hữu chi phối này cho thấy lợi ích của ban lãnh đạo gắn chặt với lợi ích cổ đông, giải thích phần nào cam kết trả cổ tức tiền mặt cao và nhất quán qua nhiều năm của công ty. Chứng khoán FPT là cổ đông tổ chức lớn tiêu biểu, sở hữu khoảng 11%-13% cổ phần.

Biểu đồ 4. Cơ cấu cổ đông của MSH

Nguồn: MSH

Bảng 5. Cơ cấu công ty con/ liên kết của doanh nghiệp

Hầu hết các nhà máy đều được MSH sở hữu 100%. Công ty nắm giữ 51% hai nhà máy mới nhất là SH 11 và SH 10. Lượng cổ phần còn lại của hai nhà máy được nắm giữ bởi ban lãnh đạo, đối tác chiến lược và cán bộ công ty, nhằm gia tăng sự cam kết gắn bó với doanh nghiệp.

Công ty con	Vốn điều lệ	Tỷ lệ (%)
CTCP May Sông Hồng - Xuân Trường (Sông Hồng 11)	300.0 tỷ	51
CTCP May Sông Hồng - Nghĩa Hưng (Sông Hồng 10)	250.0 tỷ	51
CTCP Sông Hồng BSS Logistics	8.0 tỷ	51
Công ty liên kết	Vốn điều lệ	Tỷ lệ (%)
CTCP Phụ liệu May Sông Hồng		45

Nguồn: MSH

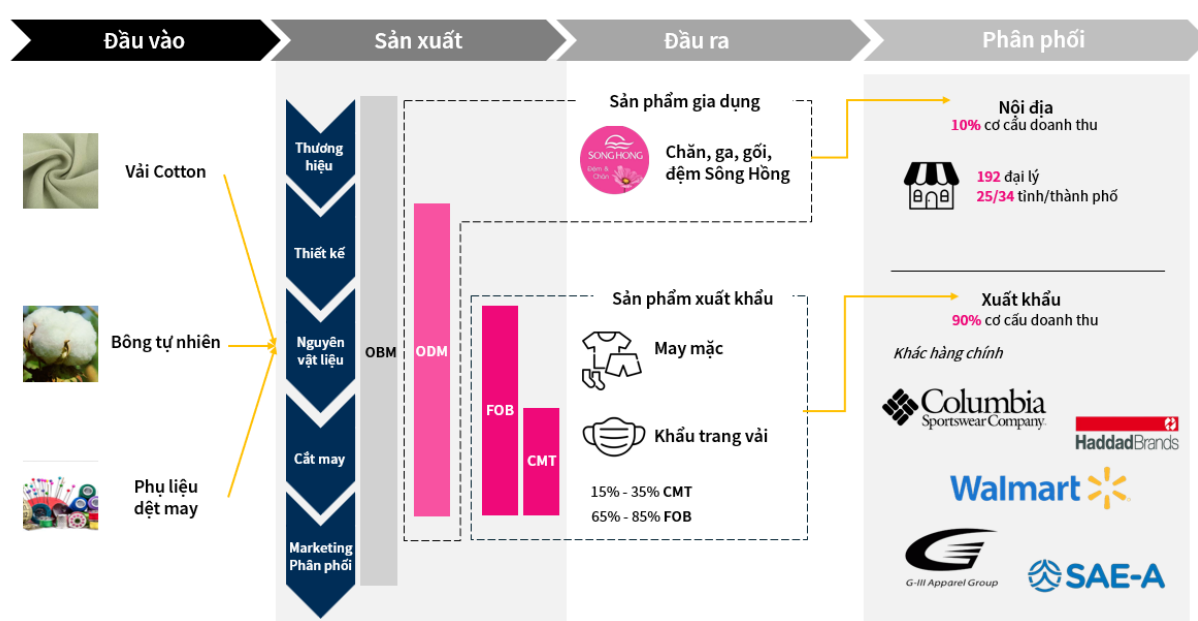
Hoạt động kinh doanh

Chuỗi giá trị dệt may khép kín

May Sông Hồng sở hữu 8 nhà máy chính, bao gồm 26 xưởng và khoảng 255 chuyên may, sử dụng khoảng 12–15 nghìn lao động mỗi năm. Hàng năm, MSH cung cấp khoảng 10-12 triệu sản phẩm phục vụ cho đa dạng nhu cầu. Đặc biệt, các dòng sản phẩm của công ty tập trung nhiều vào áo khoác và đồ thể thao, vốn yêu cầu trình độ dệt may cao, đem lại biên lợi nhuận cao hơn trung bình. Các dòng sản phẩm được sản xuất theo hai phương thức:

- **FOB:** Phương thức này chủ yếu cung cấp sản phẩm cho các tập đoàn thời trang hàng đầu thế giới như **Columbia Sport, Haddad Brand (Nike, Converse, Levi's), G-III (Calvin Klein, Tommy Hilfiger)**.
- **Gia công (CMT):** MSH chủ yếu gia công cho **SAE-A** và **Luen Thai** – hai nhà dệt may đến từ Hàn Quốc và Hồng Kong.

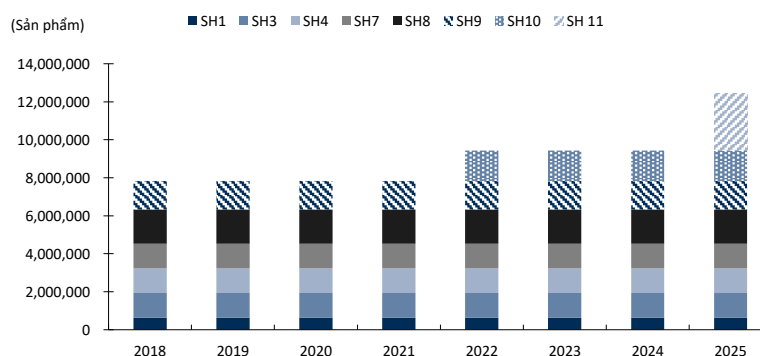
Bảng 6. Mô hình kinh doanh của MSH



Nguồn: MSH, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 7. Công suất thiết kế các nhà máy của MSH

Nhà máy mới nhất của MSH là Sông Hồng 11 (SH 11) đã đi vào hoạt động trong 2025.

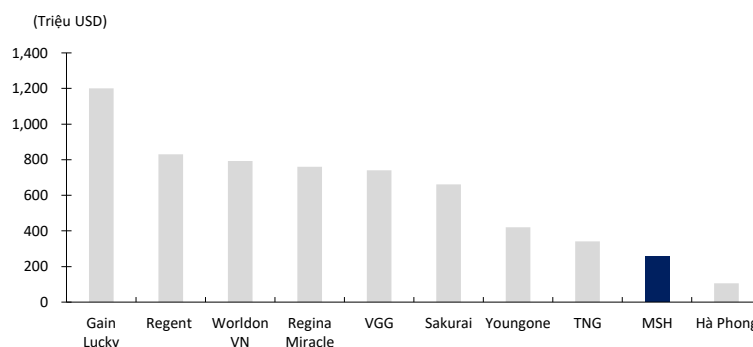


Nguồn: MSH, KBSV tổng hợp

MSH nằm trong top 10 doanh nghiệp dệt may lớn nhất cả nước

Theo thống kê, MSH nằm trong top 9-10 doanh nghiệp dệt may lớn nhất về doanh thu xuất khẩu tại Việt Nam, đem lại khoảng 250 triệu USD hàng năm. So với các doanh nghiệp niêm yết, MSH đứng thứ 3 về quy mô doanh thu.

Biểu đồ 8. Top 10 doanh số xuất khẩu dệt may Việt Nam trong 2025

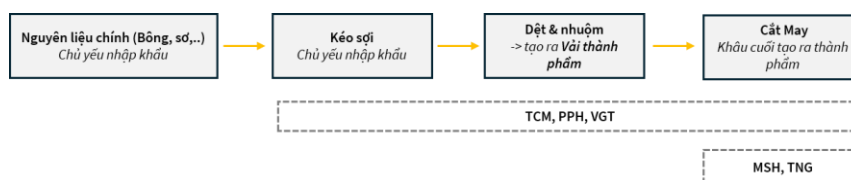


Nguồn: KBSV thu thập và ước tính

Biên lợi nhuận của MSH cao hơn ngành trong giai đoạn trước

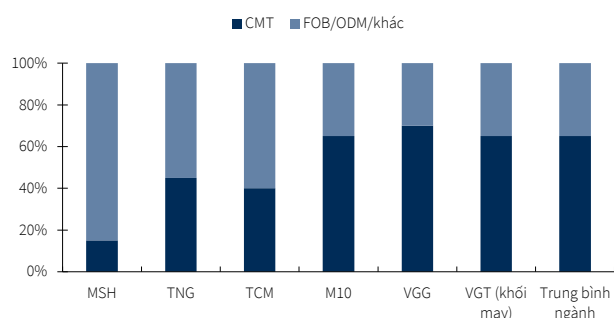
So với các doanh nghiệp nội địa, chuỗi giá trị của MSH tập trung thuần vào *dịch vụ gia công* sản phẩm cuối cùng theo hai phương thức CMT và FOB. Trong khi đó, các doanh nghiệp nội địa khác như TCM, PPH, VGT tham gia đầu tư vào khâu mắt xích thượng nguồn sản xuất vải (kéo sợi và dệt nhuộm từ bông và sơ thượng nguồn), giúp tối ưu và duy trì biên gộp tương đối ổn định. Biên lợi nhuận của MSH biến động nhiều hơn, giảm mạnh khi giá nguyên vật liệu bước vào chu kỳ tăng giá trong 2021-2023, nhưng lại phục hồi đáng kể trong 2025 nhờ tận dụng tốt nhu cầu nhập hàng trước để né thuế (front-loading). Việc tập trung vào mắt xích gia công giúp MSH có mức độ chuyên biệt hóa cao, đáp ứng được các yêu cầu về kỹ thuật và chất lượng sản phẩm của các đối tác.

Biểu đồ 9. Chuỗi giá trị dệt may



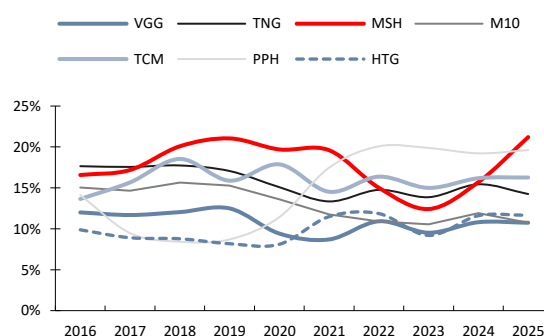
Nguồn: KBSV thu thập

Biểu đồ 10. MSH có tỉ trọng FOB cao nhất ngành



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

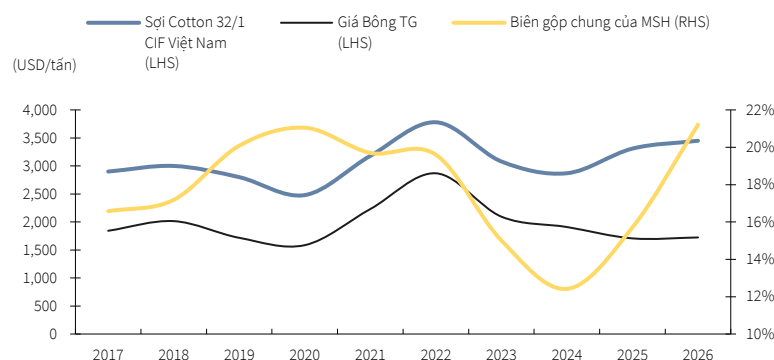
Biểu đồ 11. Biên gộp của các công ty dệt may tiêu biểu



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 12. Giá nguyên liệu đầu vào của chuỗi dệt may

Trong 2021-2023, đứt gãy chuỗi cung ứng và tác động của covid - 19 đã ảnh hưởng đến nguồn cung sợi và vải toàn cầu, khiến **biên lợi nhuận gia công của MSH** suy giảm.

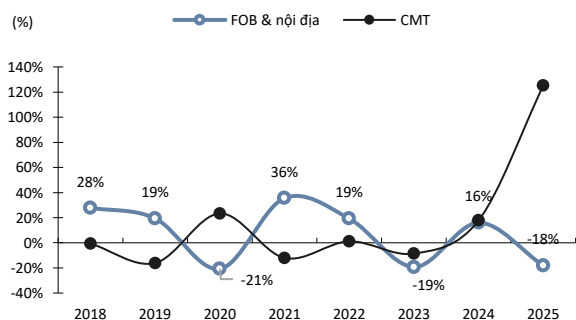


Nguồn: KBSV thu thập và ước tính

Doanh thu 2025 tăng trưởng 5% YoY bất chấp thuế đối ứng

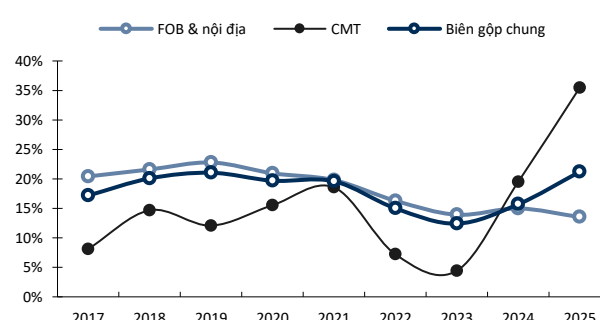
Trong 2025, **thuế quan được công bố tại thị trường Mỹ** đã khiến các nhà dệt may phải tăng tốc sản xuất, đáp ứng các đơn hàng trước thời hạn thuế đối ứng có hiệu lực. Nhờ đó, MSH tận dụng nhu cầu gia công (CMT) gấp của đối tác dệt may, giúp đạt biên gộp CMT cao kỉ lục ở mức 35%. Trong 2026, chúng tôi cho rằng mức biên lợi nhuận cao sẽ quay trở lại bình thường, đồng thời MSH sẽ **chuyển các hợp đồng CMT thành FOB**, giúp lấp đầy công suất hiện hữu và ghi nhận biên lợi nhuận ổn định.

Biểu đồ 13. Tăng trưởng doanh thu các mảng



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 14. Hiệu quả tiếp thị đang có dấu hiệu cải thiện



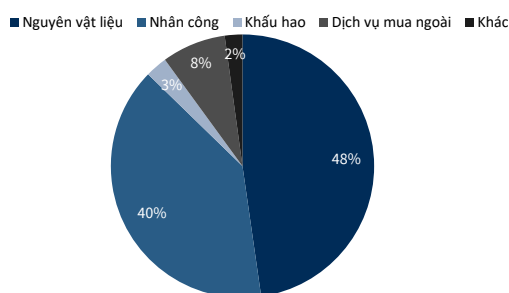
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

Nhân công là mắt xích quan trọng nhất trong chuỗi dệt may

Ngành may mặc có mức độ thâm dụng lao động cao do hầu hết công đoạn cắt may vẫn chưa thể cơ giới hóa hoàn toàn. Trong đó, chi phí nhân công ước chiếm 40% tổng chi phí hàng năm và dự báo tiếp tục tăng ít nhất 4-5%/năm theo đà lạm phát. Khoảng 90% lực lượng lao động là nữ giới, và các nhà máy may phải cạnh tranh gay gắt với ngành sản xuất lắp ráp điện tử để thu hút nhân công địa phương.

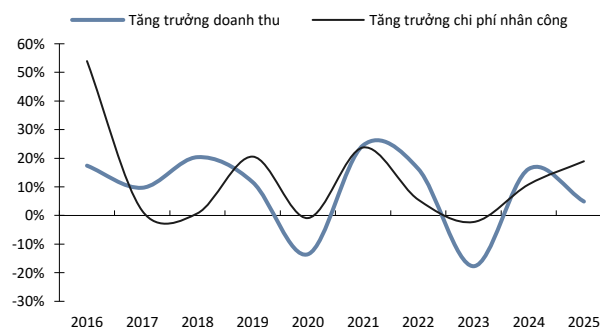
So sánh với các khu vực dệt may trong điểm khác, chi phí nhân công Việt Nam đạt ~300 USD/người/tháng — cao hơn đáng kể so với Bangladesh (~95 USD), Ấn Độ (~145 USD) và Cambodia (~190 USD), nhưng vẫn cạnh tranh tốt so với Trung Quốc (~450-600 USD). Điểm bù đắp quan trọng là tay nghề cao, khả năng sản xuất đa dạng sản phẩm kỹ thuật phức tạp (áo jacket kỹ thuật, đồ thể thao hiệu năng cao) — một lợi thế mà Bangladesh hay Cambodia khó cạnh tranh trực tiếp. Thêm vào đó, vị trí địa lý liền kề với Trung Quốc, Đài Loan và Hàn Quốc, chiếm nguồn cung ~60% nguyên liệu đầu vào — tạo ra lợi thế chi phí logistics.

Biểu đồ 15. Cơ cấu chi phí của MSH



Nguồn: MSH, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 16. Tương quan tăng trưởng doanh thu và chi phí



Nguồn: MSH, KBSV tổng hợp và ước tính

Bảng 17. So sánh lợi thế cạnh tranh của các quốc gia trong chuỗi giá trị dệt may

Yếu tố cạnh tranh	Việt Nam	Trung Quốc	Bangladesh	Xếp hạng
Đa dạng sản phẩm – Chỉ số PDI (Product Diversification index)	Chỉ số sản phẩm tập trung PDI là 2.88 (càng thấp càng tốt -> càng đa dạng sản phẩm)	PDI 2.09 (Đa dạng nhất)	PDI 7.86 (kém đa dạng)	Trung Quốc > Việt Nam > Bangladesh
Chất lượng & phân khúc cao	Cao (áo vest, áo khoác, đồ thể thao)	Cao (toàn bộ sản phẩm)	Thấp-Trung, chủ yếu đồ len đơn giản	Trung Quốc ~ Việt Nam > Bangladesh
Quy mô sản xuất	2.5 triệu lao động	Vượt trội	4.4 triệu lao động	Trung Quốc > Bangladesh > Việt Nam
Chi phí lao động	300 USD/tháng	450-650 USD/tháng	95-113 USD/tháng	Bangladesh > Việt Nam > Trung Quốc
Năng suất lao động	Tăng 2 lần trong 10 năm	Cao nhất	Trung bình	Trung Quốc > Việt Nam > Bangladesh
Độ tuổi LĐ & kỹ năng	Trên 55% là lao động dưới 35 tuổi. Tỷ lệ trung cấp cao	Già hóa. Tỷ lệ trung cấp cao	Trẻ, trình độ thấp (tiểu học)	Việt Nam ~ Trung Quốc > Bangladesh
Ổn định chính trị	Cao	Cao (nhưng chịu tác động từ xu hướng TQ+1)	Thấp (khủng hoảng 2024-2026)	Việt Nam ~ Trung Quốc > Bangladesh
Rủi ro thương mại Mỹ	Thấp	Trung bình	Thấp	Việt Nam ~ Bangladesh > Trung Quốc
Logistics nhập NVL	Tốt (gần Trung Quốc, Đài Loan và Hàn Quốc)	Tự cung trên 80%	Trung bình (xa TQ)	Trung Quốc > Việt Nam > Bangladesh
Mạng lưới FTA	Tốt nhất (16 FTA)	Trung bình	Yếu	Việt Nam > Trung Quốc >>

Nguồn: USFIA, KBSV tổng hợp

Bất chấp chi phí nhân công không còn là lợi thế, Việt Nam vẫn duy trì lợi thế cạnh về khả năng ***cung ứng đa dạng loại sản phẩm, tình hình chính trị ổn định và vị trí địa lý thuận lợi nhất*** cho chuỗi “dịch vụ gia công dệt may”. Chúng tôi kỳ vọng lợi thế cạnh tranh này sẽ là điểm tựa trong trung và dài hạn, giúp MSH và các doanh nghiệp nội địa chiếm thêm thị phần đơn hàng dệt may toàn cầu.

Dệt may sẽ chịu mức thuế thấp tại thị trường Mỹ

Cơ quan Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) đã đề xuất mức thuế bổ sung từ 10% đến 12.5% đối với hàng hóa từ 60 nền kinh tế (trong đó có Việt Nam) liên quan đến cuộc điều tra Mục 301 về lao động cưỡng bức. Riêng với dệt may, USTR đã đề xuất thêm một "cơ chế thuế đặc thù", cho phép nhập khẩu có hạn ngạch sản lượng nhất định với mức thuế thấp hơn. Do đặc thù ngành về thâm dụng lao động, ngành dệt may sẽ chịu rào cản thuế khá thấp do Mỹ không ưu tiên đầu tư và sản xuất nội địa, giúp các doanh nghiệp Việt Nam tiếp tục duy trì được thị phần. Mặt khác, theo tìm hiểu của chúng tôi, các doanh nghiệp dệt may sẽ không phải chia sẻ thuế bổ sung với khách hàng, kì vọng giúp duy trì biên lợi nhuận tương đối ổn định.

Thoái vốn mảng kinh doanh tại Ai Cập

Năm 2024, MSH đầu tư vào Ai Cập, liên doanh với Giza For Upper Egypt Development (sở hữu 50% vốn, vốn đầu tư ban đầu ~41 tỷ đồng), nhằm tận dụng lợi thế sẵn có của Ai Cập bao gồm:

- *Chi phí nhân công Ai Cập thấp hơn đáng kể so với Việt Nam*
- *Hiệp định thương mại tự do Ai Cập – Israel cho phép xuất hàng vào Mỹ với thuế suất 0%*
- *Vị trí địa lý thuận lợi, rút ngắn thời gian vận chuyển sang EU và Mỹ*

Tuy nhiên, tháng 1/2026, HĐQT MSH thông qua kế hoạch **thoái vốn khỏi liên doanh Ai Cập** và tập trung nguồn lực vào sản xuất nội địa. Theo khảo sát của chúng tôi với 1 số doanh nghiệp dệt may trong ngành, dù quốc gia này có chi phí nhân sự thấp, nhưng trình độ và hành vi lao động lại kém xa Việt Nam, khiến việc phát triển ngành dệt may gặp nhiều khó khăn, đặc biệt trong công tác tuyển dụng lao động. Điều này có thể là lý do khiến MSH tạm ngừng kế hoạch mở rộng tại khu vực này.

Đầu tư vào khâu phụ liệu giúp tối ưu chi phí sản xuất

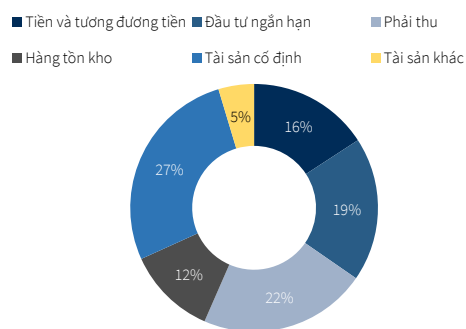
Nhằm mở rộng chuỗi giá trị, MSH đã thực hiện đầu tư vào CTCP Phụ Liệu Sông Hồng, sở hữu 49% và liên danh với đối tác trong ngành. Theo đó, công ty sẽ đầu tư 1 xưởng sản xuất trong khâu in ấn, dây dệt và nhãn mác, với kỳ vọng tăng tỉ lệ tự chủ trong các khâu sản xuất và tối ưu chi phí. Hiện chúng tôi chưa đưa các giả định về mảng kinh doanh này do chưa rõ ràng về triển vọng và hiệu quả kinh doanh.

Cơ cấu tài chính lành mạnh là điểm tựa

Về cơ cấu tài sản, tài sản ngắn hạn của MSH chiếm tỉ trọng chủ đạo (~73%), trong đó phải thu (~19%) và hàng tồn kho (~22%) là hai khoản mục lớn nhất — phản ánh đặc thù ngành may xuất khẩu với chu kỳ thu tiền theo thư tín dụng (L/C) và nhu cầu dự trữ nguyên liệu đầu vào. Tài sản cố định chiếm ~27%, tương ứng với hệ thống 8 nhà máy và 26 xưởng sản xuất hiện hữu.

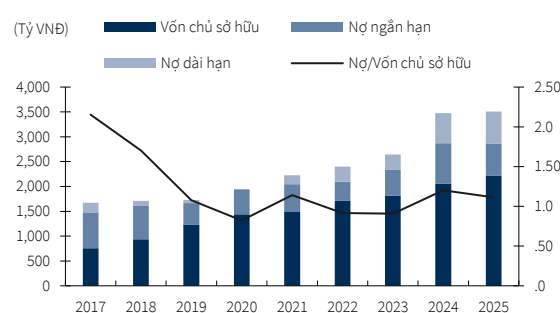
Về cơ cấu nguồn vốn, MSH có xu hướng giảm dần bẫy tài chính rõ rệt trong giai đoạn 2017–2025, với tỉ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu giảm từ ~2.5x xuống còn ~1.0x. Vốn chủ sở hữu tăng trưởng đều đặn nhờ lợi nhuận giữ lại, trong khi nợ vay được kiểm soát chủ yếu ở dạng nợ ngắn hạn phục vụ vốn lưu động. Cơ cấu này giúp MSH duy trì tính linh hoạt tài chính và khả năng chi trả cổ tức tiền mặt cao (~10% tỷ suất cổ tức) trong nhiều năm liên tiếp. Nhìn chung, tình hình tài chính của MSH ở ngưỡng tương đối an toàn và không cho thấy quá nhiều rủi ro tiềm tàng.

Biểu đồ 18. Cơ cấu tài sản



Nguồn: MSH, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 19. Cơ cấu nguồn vốn và xu hướng đòn bẩy tài chính



Nguồn: MSH, KBSV tổng hợp

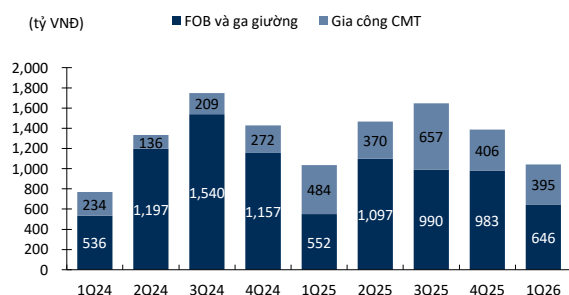
Cập nhật KQKD 1Q2026

Bảng 20. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	4Q2025	1Q2025	1Q2026	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Doanh thu	1,388	1,036	1,041	0%	-25%	
FOB và ga giường	983	552	646	17%	-34%	Nhu cầu các đơn hàng dịch chuyển dần về FOB. Cùng kì, MSH gia tăng gia công (CMT) nhằm đáp ứng các đơn hàng nhanh của khách hàng, trong bối cảnh thuế đối ứng được công bố
Gia công CMT	406	484	395	-18%	-3%	Nhu cầu gia công quay về mức bình thường
Lợi nhuận gộp	325	191	212	11%	-35%	Biên lợi nhuận phục hồi nhờ cơ cấu dịch chuyển về FOB
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>23.4%</i>	<i>18.4%</i>	<i>20.3%</i>	<i>191bps</i>	<i>-307bps</i>	Biên gộp phục hồi chủ yếu nhờ biên FOB đạt 17.5%, tăng 180 bps. Cơ cấu doanh thu cũng dịch chuyển về FOB trong khi CMT quay lại mức bình thường.
Thu nhập tài chính	68	43	31	-29%	-54%	Số dư tiền mặt đầu tư thấp hơn và tỉ giá USD/VND giảm
Chi phí tài chính	(24)	(22)	(21)	-1%	-10%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-	-	-	0%	#DIV/0!	
SG&A	(109)	(97)	(112)	14%	2%	
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>-7.9%</i>	<i>-9.4%</i>	<i>-10.7%</i>	<i>-131bps</i>	<i>-283bps</i>	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	260	115	110	-5%	-58%	
Thu nhập khác	1	0	0	-78%	-96%	
Lợi nhuận trước thuế	260	115	110	-5%	-58%	
Lợi nhuận sau thuế	208	87	81	-7%	-61%	
LNST công ty mẹ	187	84	82	-3%	-56%	
<i>Biên LNST</i>	<i>13.5%</i>	<i>8.1%</i>	<i>7.8%</i>	<i>-31bps</i>	<i>-565bps</i>	

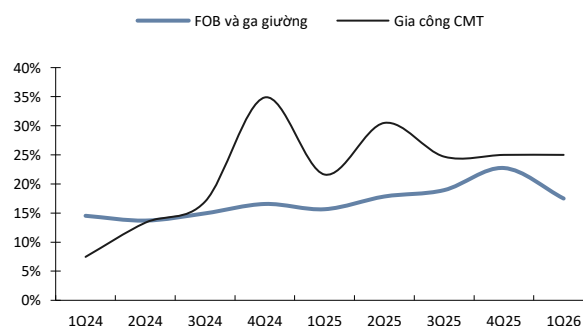
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 21. Cơ cấu doanh thu của MSH



Nguồn: Truyền thông doanh nghiệp

Biểu đồ 22. Biên lợi nhuận các mảng kinh doanh



Nguồn: Truyền thông doanh nghiệp

Điểm nhấn đầu tư

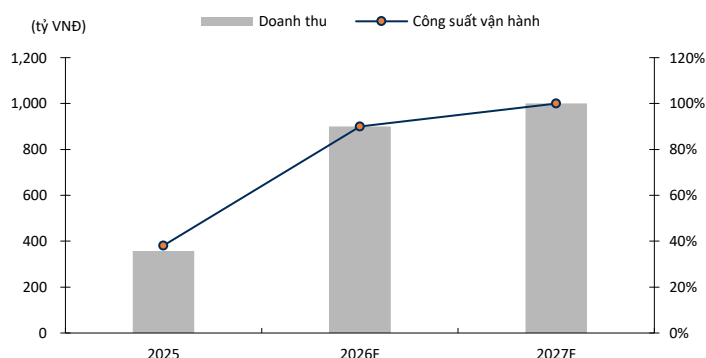
1. Nhà máy Sông Hồng 11 dự kiến thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn tới

Sông Hồng 11 đã đi vào vận hành từ 2025

Nhà máy SH 11 Đây là nhà máy xanh, đáp ứng tiêu chuẩn LEED và yêu cầu ESG ngày càng cao của khách hàng quốc tế với tổng mức đầu tư đạt khoảng 700 tỷ. Khi hoạt động tối đa công suất, nhà máy cung cấp 3 triệu sản phẩm áo khoác mỗi năm và giá bình quân đạt ~12–15 USD/sản phẩm, đóng góp ~900–1,100 tỷ đồng/năm. Trong 2025, nhà máy đã đi vào hoạt động và đem lại 357 tỷ VNĐ doanh thu. Chúng tôi kì vọng với nhu cầu tăng cao trong thời gian tới, nhà máy sẽ hoạt động tối đa công suất từ 2026-2027.

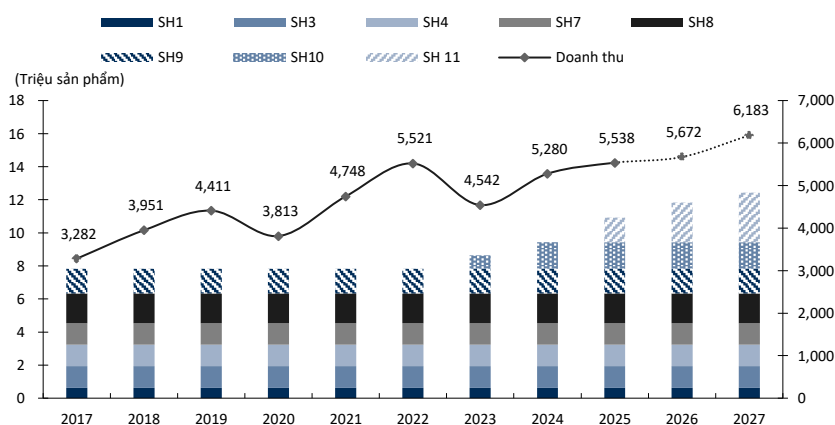
Chúng tôi dự báo SH 11 sẽ hoạt động 90% công suất trong 2026 và 100% trong 2027.

Biểu đồ 23. Quy mô doanh thu hiện tại của SH11



Nguồn: KBSV ước tính và dự phóng

Biểu đồ 24. Sản lượng các nhà máy và doanh thu ước tính



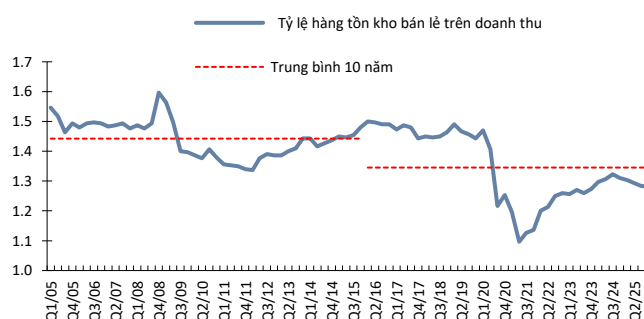
Nguồn: KBSV ước tính và dự phóng

2. Nhu cầu dự kiến suy yếu, được hỗ trợ bởi tồn kho thấp giúp duy trì đơn hàng trong 2026

Tồn kho ở các thương hiệu lớn vẫn thấp so với doanh thu

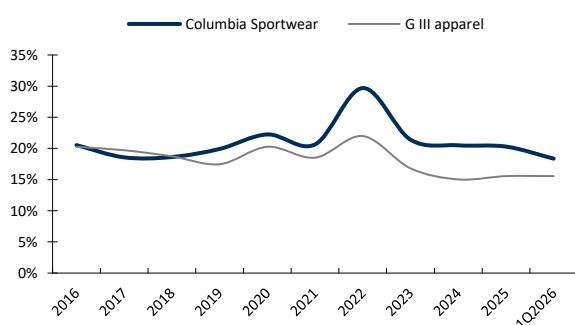
Doanh số bán lẻ quần áo tại Hoa Kỳ trong 2025 ước đạt 327 tỷ USD, tăng 4% YoY bất chấp tác động của kinh tế tăng trưởng thấp và lạm phát có dấu hiệu quay lại. Điều này khiến tỉ lệ hàng tồn kho/doanh thu của các khách hàng lớn của MSH duy trì ở mức thấp, để ngỏ nhiều dư địa tăng mức tồn kho, giúp duy trì đơn hàng cho các nhà dệt may trong 2026.

Biểu đồ 25. Tỉ lệ tồn kho toàn ngành bán lẻ ở mức tương tối lành mạnh



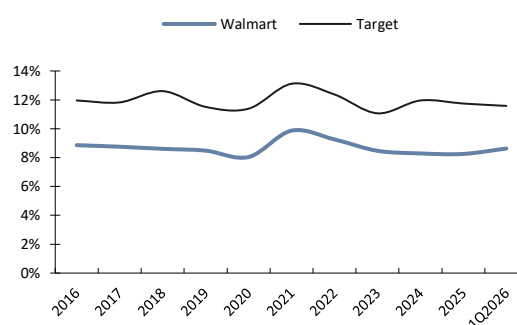
Nguồn: FRED

Biểu đồ 26. Tỉ lệ tồn kho /doanh thu nhóm thương hiệu thời trang



Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

Biểu đồ 27. Tỉ lệ tồn kho trên doanh thu nhóm bán lẻ và thương hiệu riêng



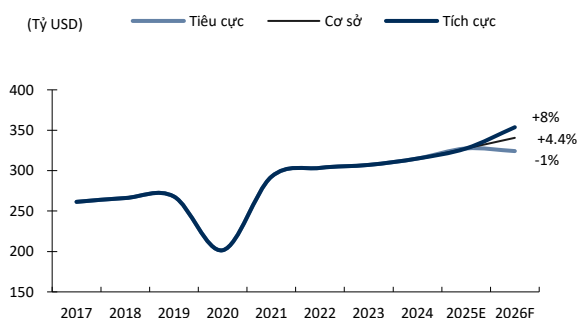
Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

Trong Q1-2026, tỉ lệ tồn kho/doanh thu của Columbia và G III đều xuống mức thấp nhất trong 10 năm qua, lần lượt là 16% và 18%, cho thấy tình trạng tồn kho do front-loading không đáng lo ngại. Điều này kì vọng hỗ trợ nhu cầu nhập hàng trong 2026.

Tiêu dùng cho hàng may mặc khó bứt phá trong 2026-2027

Mặt khác, về phía nhu cầu cuối, tiêu dùng cho trang phục quần áo dường như khó có thể bứt phá trong 2026. Cuộc xung đột địa chính trị tại Trung Đông, đẩy lạm phát CPI và cốt lõi (loại bỏ lương thực và năng lượng) lên lần lượt 4.2% và 2.9%, vượt xa mức mục tiêu cơ bản 2% của Cục dự trữ Liên Bang Mỹ (FED). Vì vậy, nhu cầu tiêu dùng cho các mặt hàng lâu bền như quần áo dường như thiếu đi động lực tăng trưởng cao. Một số dự báo cho tăng trưởng tiêu dùng bán lẻ quần áo và thời trang tại Hoa Kỳ từ Mckinsey và NRF trong các kịch bản là từ -1% đến 4.4% YoY, phản ánh sự mong manh trong tăng trưởng nhu cầu cuối.

Biểu đồ 28. Doanh số bán lẻ quần áo và dự phóng 2026 từ các tổ chức lớn



Nguồn: FRED, NRF, Mckinsey

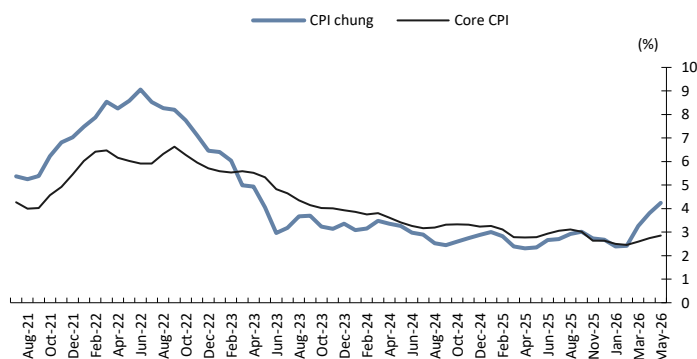
Biểu đồ 29. Tâm lý tiêu dùng tại Mỹ vẫn tương đối thận trọng, phần nào khiến các nhà nhập khẩu chưa thể tăng tồn kho cao



Nguồn: FRED

Tình hình lạm phát sẽ là vấn đề đáng lo ngại nhất tại thị trường Mỹ. Nếu như vấn đề địa chính trị không thể giải quyết sớm trong 2026, tác động đến chi phí sản xuất và sinh hoạt có thể gia tăng, khiến nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm tiêu dùng tùy ý sụt giảm trong năm sau đó (2027).

Biểu đồ 30. Chỉ số lạm phát CPI cho thấy dấu hiệu tăng nhanh trở lại



Nguồn: FRED

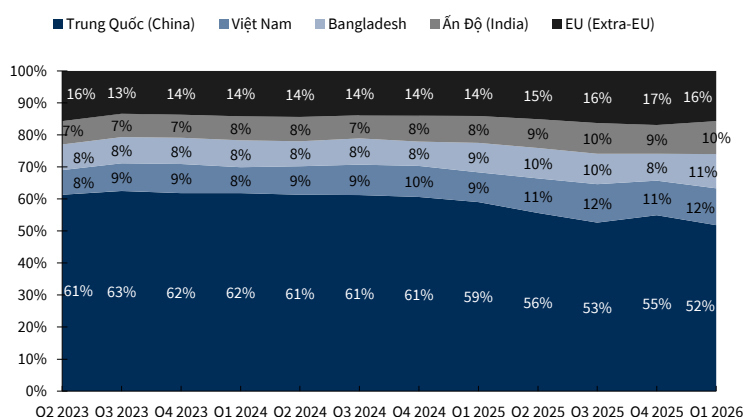
3. Xu hướng chuyển dịch Trung Quốc +1 tiếp tục diễn ra giữa bối cảnh rủi ro xung đột địa chính trị, tạo chất xúc tác cho nhu cầu đơn hàng dệt may Việt Nam

Việt Nam tiếp tục hưởng lợi nhờ nhu cầu sản xuất tiếp tục dịch chuyển khỏi Trung Quốc

Thị phần sản xuất và xuất khẩu toàn cầu tiếp tục có sự phân hóa khi làn sóng đơn hàng chạy khỏi Trung Quốc tiếp tục gia tăng, với sự dịch chuyển sang 3 khu vực chính: Châu Âu, Ấn Độ, Bangladesh và Việt Nam.

Cuộc chiến tranh thương mại với Mỹ và xung đột với Nhật Bản (thị trường tiêu thụ lớn thứ 3 toàn cầu), tiếp tục đẩy mạnh nhu cầu đơn hàng ra khỏi Trung Quốc, với Việt Nam là nguồn cung cấp thay thế lý tưởng. Trong 2017 - 2022, Việt Nam đã bù đắp gần một nửa thị phần Trung Quốc bị mất trên thị trường nhập khẩu Mỹ. Khi Mỹ áp thuế Section 301 lên hàng Trung Quốc năm 2018, xuất khẩu dệt may Việt Nam sang Mỹ tăng liên tục — tổng giá trị xuất khẩu dệt may toàn ngành tăng từ ~24.5 tỷ USD năm 2018 lên ~40.3 tỷ USD năm 2023. Đến 2024, con số đã đạt 44 tỷ USD (+11.3% YoY).

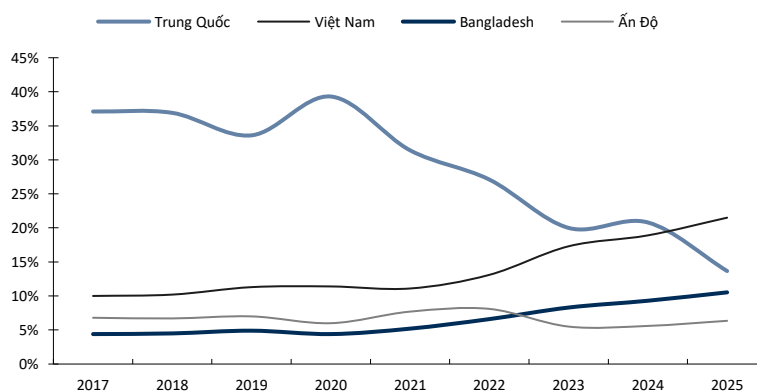
Biểu đồ 31. Thị phần xuất khẩu toàn cầu theo quý



Nguồn: Dữ liệu Hải Quan, China Customs, VITAS/GSO, BGMEA/BB, India MoT/AEPC, EURATEX

Thị phần của Việt Nam lần đầu vượt Trung Quốc trong 2025, chiếm 21% giá trị nhập khẩu dệt may tại Mỹ

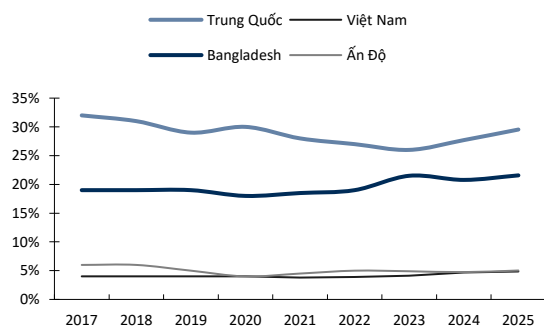
Biểu đồ 32. Thị phần xuất khẩu dệt may tại Mỹ



Nguồn: Dữ liệu Hải Quan, China Customs, VITAS/GSO, BGMEA/BB, India MoT/AEPC, EURATEX

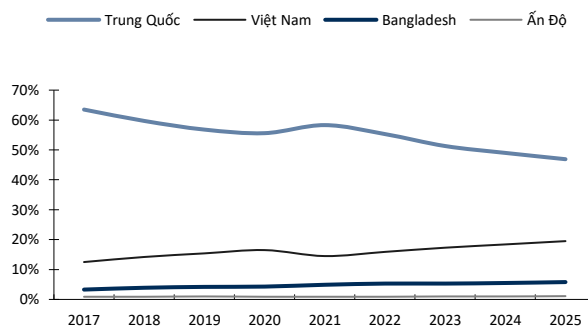
Xu thế này tiếp tục được gia tăng với các khách hàng/ thương hiệu tại Mỹ/Châu Âu/Nhật Bản – 3 thị trường lớn nhất của ngành dệt may toàn cầu.

Biểu đồ 33. Thị phần xuất khẩu dệt may tại EU



Nguồn: Dữ liệu Hải Quan, China Customs, VITAS/GSO, BGMEA/BB, India MoT/AEPC, EURATEX

Biểu đồ 34. Thị phần xuất khẩu dệt may tại Nhật Bản



Nguồn: Dữ liệu Hải Quan, China Customs, VITAS/GSO, BGMEA/BB, India MoT/AEPC, EURATEX

Chúng tôi kì vọng MSH sẽ tận dụng tốt xu thế này và chiếm thêm đơn hàng xuất khẩu, giúp doanh thu tăng trưởng bền vững trong 2026/27, đồng thời duy trì được xu hướng biên lợi nhuận ổn định.

Dự phóng KQKD 2026-2027

Bảng 35. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	5,538	5,717	3%	6,289	10%	
FOB và ga giữ ở	3,622	4,177	15%	4,595	10%	Chúng tôi dự báo MSH sẽ giữ chân được các đơn hàng CMT và đàm phán chuyển thành đơn hàng FOB với biên lợi nhuận cao.
Gia công CMT	1,916	1,540	-20%	1,694	10%	
Lợi nhuận gộp	1,174	1,132	-4%	1,233	9%	Biên gộp giảm nhẹ sau khi đã tăng mạnh trong 2025 do làn sóng Front-loading. Chúng tôi kì vọng MSH duy trì đơn giá thấp để nhà máy hoạt động tối đa công suất, khiến biên gộp giảm nhẹ trong 2026-2027
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>21.2%</i>	<i>19.8%</i>	<i>-141bps</i>	<i>19.6%</i>	<i>-19bps</i>	
Thu nhập tài chính	240	210	-13%	220	5%	Số dư tiền mặt cải thiện nhưng nền lãi suất thấp trong 2026. Đồng thời, tỉ giá USD/VND biến động thấp
Chi phí tài chính	(92)	(114)	24%	(96)	-15%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-	-	0%	-	NA	
SG&A	(467)	(492)	5%	(541)	10%	
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>8.4%</i>	<i>8.6%</i>	<i>17bps</i>	<i>8.6%</i>	<i>0bps</i>	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	855	736	-14%	816	11%	
Thu nhập khác	(15)	-	-100%	-	NA	
Lợi nhuận trước thuế	841	736	-12%	816	11%	
Lợi nhuận sau thuế	676	607	-10%	673	11%	
LNST công ty mẹ	614	546	-11%	605	11%	
<i>Biên LNST</i>	<i>11.1%</i>	<i>9.6%</i>	<i>-153bps</i>	<i>9.6%</i>	<i>7bps</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Định giá

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu
40,500 VNĐ/cổ phiếu**

Do đặc thù chu kỳ và mô hình kinh doanh thâm dụng vốn lưu động của ngành dệt may xuất khẩu, chúng tôi sử dụng phương pháp ROE-PB 1 năm tới để định giá cổ phiếu MSH. Phương pháp này phù hợp hơn so với PE trong bối cảnh lợi nhuận năm 2025 có yếu tố đột biến từ làn sóng nhập trước (front-loading), khiến lợi nhuận của doanh nghiệp phản ánh chu kỳ rõ ràng. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 0% — mức bảo thủ phản ánh rủi ro cấu trúc. Với ROE dự phóng 28.4% trong 2026 và chi phí vốn chủ là 12%, PB mục tiêu hợp lý của MSH được xác định ở mức 2.3x giá trị sổ sách. Chúng tôi xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu MSH là 40,500 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá 20%.

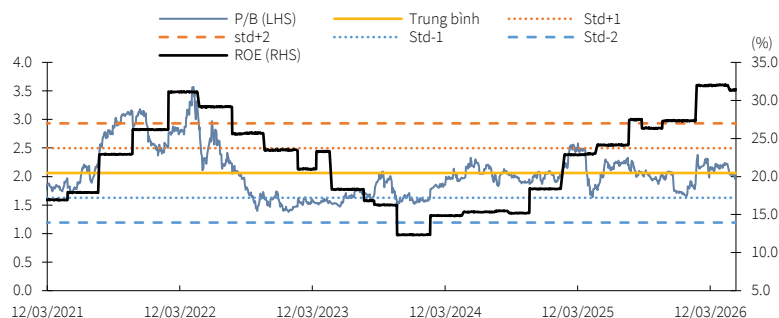
Bảng 36. Định giá PB dựa trên ROE/ chi phí vốn chủ

	Toàn doanh nghiệp	Cổ phiếu
ROE 2026 (Kịch bản cơ sở)		28.4%
Chi phí vốn chủ		12%
Tăng trưởng cuối cùng		0%
PB mục tiêu		2.3
Giá trị sổ sách 2025	1,918 tỷ VNĐ	17,045VNĐ/ cổ phiếu
Giá trị vốn chủ hợp lý	4,553 tỷ VNĐ	40,469 VNĐ/cổ phiếu

Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 37. Định giá PB và tương quan lợi nhuận trên vốn chủ (ROE) của MSH

Trong quá khứ, MSH thường được định giá PB ở mức 1.5 - 2.0 nhờ duy trì được mức ROE quanh 15%-25%



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Rủi ro

Suy thoái kinh tế ảnh hưởng đến thị trường trọng điểm

Các mặt hàng tiêu dùng may mặc là mặt hàng lâu bền và dễ dàng cắt giảm trong bối cảnh kinh tế suy yếu, tạo nên tính chu kỳ cao trong ngắn hạn (1 năm đổ lại). Các thị trường chính của MSH có tăng trưởng tiêu dùng bán lẻ thấp (dưới 2%) và đã bão hòa. Vì vậy, bất cứ tác động tiêu cực nào đến thu nhập khả dụng của người tiêu dùng, nhu cầu may mặc sẽ có xu hướng sụt giảm, tác động lên doanh thu của MSH.

MSH phụ thuộc đáng kể vào một nhóm khách hàng cốt lõi

Các khách hàng lớn như Columbia Sportswear đóng góp ước tính ~60 triệu USD/năm, tương đương ~23–25% tổng doanh thu xuất khẩu. Mặc dù mối quan hệ này đã được duy trì bền chặt qua nhiều năm, mức độ tập trung cao này tạo ra rủi ro tiềm ẩn nếu đối tác điều chỉnh chiến lược chuỗi cung ứng, cắt giảm quy mô đơn hàng, hoặc gặp khó khăn tài chính — tương tự trường hợp New York & Company năm 2020.. Trong bối cảnh đại dịch COVID-19 bùng phát, khách hàng New York & Company đã nộp đơn phá sản. Sự kiện này khiến MSH phải trích lập dự phòng nợ xấu lên tới 161,8 tỷ đồng trong năm 2020, dựa trên tổng khoản nợ phải thu trị giá hơn 218 tỷ đồng từ đối tác này. Trong bối cảnh thị trường bão hòa và cạnh tranh cao, rủi ro các đối tác không thể thanh toán cũng sẽ hiện hữu, đặc biệt trong bối cảnh nếu thị trường tiêu dùng suy yếu.

Rủi ro biến động nguyên liệu đầu vào

MSH hoạt động thuần về dịch vụ gia công và không đầu tư trực tiếp vào các mảng nguyên liệu thượng nguồn như bông, sợi hay vải. Điều này khiến công ty phụ thuộc nhiều vào các nhà cung cấp, chủ yếu đến từ Trung Quốc, Đài Loan và Hàn Quốc. Vì vậy, các biến động về cung/cầu của các nguyên liệu đầu vào có tác động lớn đến chi phí của MSH. Việc chuyển giá bán cho khách hàng sẽ phụ thuộc vào tình hình kinh doanh và cạnh tranh trong ngành, sẽ tạo áp lực lên biên lợi nhuận trong bối cảnh nền kinh tế và tiêu dùng được đánh giá chưa khả quan trong giai đoạn tới.

PHỤ LỤC

MSH – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2027

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)

(Báo cáo chuẩn)

	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần	5,280	5,538	5,717	6,289
Giá vốn hàng bán	4,451	4,364	4,585	5,056
Lãi gộp	830	1,174	1,132	1,233
Thu nhập tài chính	211	240	210	220
Chi phí tài chính	-92	-114	-96	-82
Trong đó: Chi phí lãi vay	-64	-85	-65	-50
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	137	157	162	178
Chi phí quản lý doanh nghiệp	252	310	330	362
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	743	1,061	946	994
Thu nhập khác	2	2	0	3
Chi phí khác	-1	-2	-4	-9
Thu nhập khác, ròng	1	1	-3	-7
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-19	-7	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	550	841	736	816
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-101	-147	-129	-143
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	442	676	607	673
Lợi ích của cổ đông thiểu số	30	62	61	67
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	413	614	546	605

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(VNĐ)

	2024	2025	2026F	2027F
Lãi trước thuế	550	841	736	816
Khấu hao TSCĐ	127	125	123	125
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-109	-132	-210	-220
Chi phí lãi vay	57	22	114	96
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	626	855	763	817
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-441	-24	-15	-104
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-136	102	-80	-64
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	216	-67	9	19
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	21	-34	-15	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế	-115	-192	-289	-242
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản	170	640	373	425
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài	-539	-215	-50	-50
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-1,292	-1,985	0	-260
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành c	1,609	1,758	42	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-41	-9	0	0
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các d	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	117	151	210	220
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-145	-300	202	-91
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	66	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	4,115	3,343	1,181	1,099
Tiền trả các khoản đi vay	-3,506	-3,337	-1,296	-1,181
Cổ tức đã trả	-263	-474	-394	-338
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	412	-469	-508	-420
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	437	-129	66	-86
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	455	886	740	806
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	893	757	806	720

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)

(Báo cáo chuẩn)

	2024	2025	2026F	2027F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	4,523	4,678	4,724	4,992
Tài sản ngắn hạn	3,250	3,275	3,394	3,737
Tiền và tương đương tiền	886	740	806	720
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	653	880	838	1,098
Các khoản phải thu	992	1,026	1,041	1,146
Hàng tồn kho, ròng	645	546	626	690
Tài sản dài hạn	1,274	1,403	1,330	1,255
Phải thu dài hạn	40	39	39	39
Tài sản cố định	700	1,276	1,203	1,128
Tài sản dở dang dài hạn	473	13	13	13
Đầu tư dài hạn	34	18	18	18
Lợi thế thương mại	26	57	57	57
NỢ PHẢI TRẢ	2,468	2,465	2,352	2,346
Nợ ngắn hạn	1,860	1,817	1,871	2,015
Phải trả người bán	193	175	183	202
Người mua trả tiền trước	15	21	21	21
Vay ngắn hạn	813	648	700	768
Nợ dài hạn	608	648	481	331
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Vay dài hạn	608	648	481	331
VỐN CHỦ SỞ HỮU	2,056	2,213	2,372	2,646
Vốn góp	750	1,125	1,125	1,125
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	852	599	697	905
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	186	186	186	186
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	259	295	356	423

Chỉ số chính

(x, %, VNĐ)

Chỉ số định giá				
P/E	9.2	6.2	6.9	6.3
P/E pha loãng	9.2	6.2	6.9	6.3
P/B	2.1	2.0	1.9	1.7
P/S	0.7	0.7	0.7	0.6
P/Tangible Book	1.9	1.8	1.6	1.5
P/Cash Flow	8.7	-29.4	57.2	-44.2
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	9.2	6.1	6.5	6.0
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	11.8	7.2	7.8	7.1
Hiệu quả quản lý				
ROE%	25%	34%	28%	30%
ROA%	10%	13%	12%	12%
ROIC%	14%	19%	17%	19%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.5	0.4	0.4	0.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	0.9	0.9	0.9
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.7	1.8	1.8	1.9
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.3	0.3	0.2	0.1
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.9	0.8	0.8	0.8
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1	0.1	0.2
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.9	0.8	0.8	0.8
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.5	0.5	0.5	0.5
Tổng công nợ/Vốn CSH	1.2	1.1	1.0	0.9
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.5	0.5	0.5	0.5
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	7	5	5	5
Hệ số quay vòng HTK	8	7	7	7
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	25	25	25	25

Nguồn: MSH, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1&2, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Phường Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.