

CÔNG TY CỔ PHẦN MAY SÔNG HỒNG (MSH – HOSE)

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện nhờ mở rộng công suất

MUA

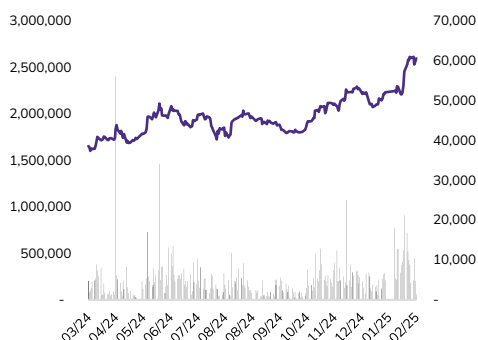
Bùi Minh Anh

Email: anh.buiminh@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Hàng May mặc
Ngày báo cáo	: 11/03/2025
Giá hiện tại (VND/CP)	: 58.600
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 70.700
Tỷ lệ tăng (%)	: +20,6%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 4.350
SLCPLH (CP)	: 75.014.100

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: Fireant, ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	Q4/2023	Q4/2024
Tăng trưởng DTT (%)	1.3%	23.5%
Tăng trưởng LNST (%)	48.3%	109.4%
Biên LNG (%)	13.9%	20.1%
Biên LNST (%)	7.0%	11.9%
ROA (%)	7.25%	10.28%
ROE (%)	15.07%	23.83%
Nợ vay/VCSH (lần)	0.46	0.69
EPS (VND/CP)	1,084	2,271
BVPS (VND/CP)	21,948	23,908

Nguồn: FiinPro, ABS Research

Luận điểm đầu tư

- Lợi nhuận Q4/2024 chạm mức kỉ lục** với doanh thu thuần đạt 1.428 tỷ đồng (+23,5% svck), LNST cổ đồng công ty mẹ đạt 170 tỷ đồng (+109,4% svck). Lũy kế cả năm 2024, KQKD tăng trưởng tốt so với mức nền thấp 2023 nhờ thị trường xuất khẩu chủ lực hồi phục với các đơn hàng kí mới, doanh thu thuần và LNTT lần lượt đạt 5.280 tỷ đồng (+16,3% svck) và 541 tỷ đồng (+76,5% svck). Như vậy công ty lần lượt thực hiện được 101,5% kế hoạch doanh thu và 146,2% kế hoạch LNTT năm 2024.
- Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025 nổi tiếp đà tăng trưởng nhờ các yếu tố sau:**
 - Biên lợi nhuận gộp dự kiến tiếp tục cải thiện khi nhà máy Xuân Trường được đưa vào hoạt động trong năm 2025 (tổng vốn đầu tư hơn 700 tỷ đồng với quy mô 50 chuyên may, công suất năm đầu tiên là 50% và sẽ đạt 100% từ năm thứ 3). Chúng tôi dự tính khi MSH đưa nhà máy vào hoạt động sẽ nâng tổng công suất trong năm đầu tiên thêm 12,2% và sẽ tăng thêm 10,8% vào năm 2027;
 - Thị trường Mỹ với nhiều cơ hội: (i) Thị phần hàng dệt may của Việt Nam tại Mỹ đang xếp thứ 2 (chỉ sau Trung Quốc) với trị giá nhập khẩu hàng dệt may tại Mỹ liên tục tăng trưởng; (ii) Làn sóng dịch chuyển đơn hàng khi Mỹ áp thuế nhập khẩu bổ sung 20% lên Trung Quốc; (iii) Doanh thu bán lẻ quần áo tại Mỹ trong xu hướng tăng trong khi hàng tồn kho trở lại chu kỳ giảm.
 - Tận dụng chi phí nhân công rẻ và hàng miễn thuế 100% sang Mỹ khi đầu tư tại Ai Cập với công ty liên doanh Golden Avenue.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST-MI của MSH năm 2025 lần lượt đạt 5.805 tỷ đồng (+9,9% svck) và 435 tỷ đồng (+6% svck).** EPS và BVPS 2025F lần lượt là 5.804 đồng/cp và 26.864 đồng/cp.
- Trong năm 2026, ước tính 6.423 tỷ đồng doanh thu thuần (+10,6% svck) và 491 tỷ đồng LNST-MI (+12,8% svck).** EPS và BVPS 2026F lần lượt là 6.552 đ/cp và 30.523 đ/cp.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 70.700 đ/cp.** Với tiềm năng tăng giá là **+20,6%** so với giá hiện tại, chúng tôi nâng khuyến nghị từ **KHẢ QUAN** lên **MUA** đối với cổ phiếu MSH.
- Rủi ro**
 - Đơn hàng chính của MSH không hồi phục như kỳ vọng do nhu cầu suy yếu, lạm phát tại Mỹ tăng trở lại.
 - Nguồn cung nguyên phụ liệu phụ thuộc lớn vào Trung Quốc (chiếm hơn 50% trị giá nhập khẩu).
 - Chi phí nhân công tăng cao làm ảnh hưởng đến lợi nhuận.
 - Tỷ giá USD/VND tăng mạnh, ảnh hưởng lớn đến các khoản vay bằng đồng USD của MSH.
- Cơ hội**
 - Nhà máy Xuân Trường đạt công suất tối đa sớm hơn so với kế hoạch đề ra.
 - Các đơn hàng dồi dào nhờ nhu cầu tăng cao do làn sóng dịch chuyển từ Mỹ.
 - Doanh nghiệp tìm được các đơn hàng mới nhờ hiệp định thương mại FTA, CPTPP.
 - Tỷ giá ổn định giảm thiểu rủi ro về chi phí lãi vay.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của MSH

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	4,542	5,280	5,805	6,423
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-17.7%	16.3%	9.9%	10.6%
Lợi nhuận gộp	564	830	917	1,032
Biên lợi nhuận gộp (%)	12.4%	15.7%	15.8%	16.1%
Doanh thu tài chính	191	211	215	238
Chi phí tài chính	(73)	(85)	(101)	(116)
Chi phí bán hàng	(148)	(137)	(145)	(157)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(230)	(252)	(293)	(328)
Lợi nhuận từ HĐKD	305	557	593	670
Lãi/lỗ khác	1.5	(16)	(13)	(14)
Lợi nhuận trước thuế	307	541	581	655
LNST của Công ty mẹ	245	410	435	491
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	5.4%	7.8%	7.5%	7.7%
EPS (đồng/cp)	3,260	5,465	5,804	6,552
BVPS (đồng/cp)	21,948	23,908	26,864	30,523

Nguồn: MSH, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

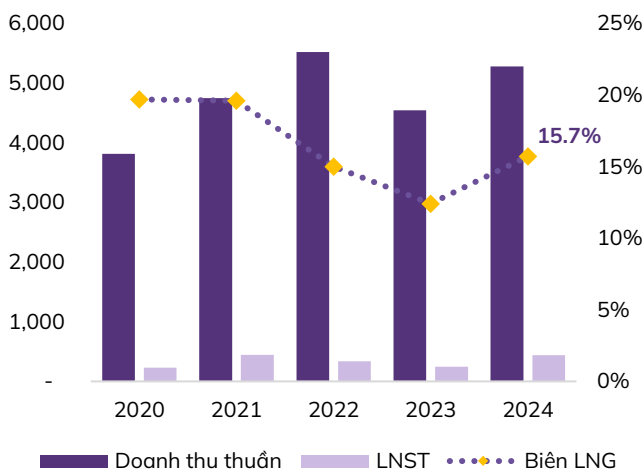
KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4/2024 VÀ CẢ NĂM 2024

Chỉ tiêu	Q4/2023	Q4/2024	%YoY	2023	2024	%YoY
Doanh thu thuần	1,157	1,428	23.5%	4,542	5,280	16.3%
Lợi nhuận gộp	161	286	78.3%	564	830	47.1%
Biên LN gộp (%)	13.9%	20.1%		12.4%	15.7%	
Chi phí BH & QLDN	(117)	(108)	-7.9%	(377)	(389)	3.1%
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT (%)	10.1%	7.5%		8.3%	7.4%	
Doanh thu tài chính	69	63	-8.5%	191	211	10.1%
Chi phí tài chính	(12)	(22)	81.5%	(73)	(85)	16.2%
Chi phí lãi vay	(11)	(14)	23.6%	(45)	(53)	19.7%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	101	216	113.8%	305	557	82.7%
Lợi nhuận trước thuế	101	208	105.5%	307	541	76.5%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	81	170	109.4%	245	410	67.6%
Biên LN ròng (%)	7.0%	11.9%		5.4%	7.8%	

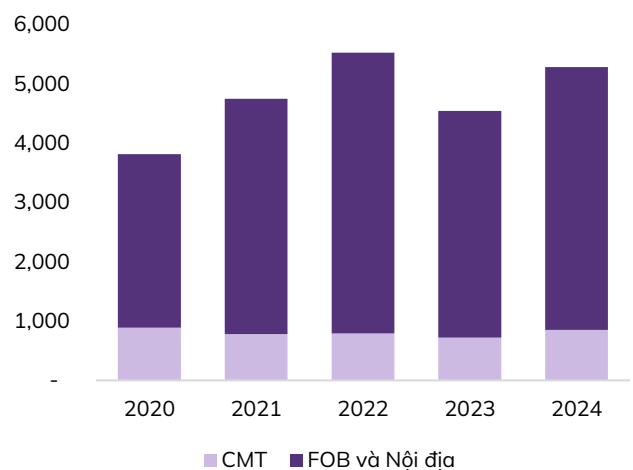
Nguồn: MSH, ABS Research

- KQKD quý 4/2024 tăng trưởng nhờ doanh thu mảng FOB đem lại.** Cụ thể, doanh thu thuần của MSH đạt 1.428 tỷ đồng, tăng +23,5% so với cùng kỳ, LNST cổ đông công ty mẹ đạt 170 tỷ đồng (+109,4% svck). Nối tiếp mức tăng trưởng ba chữ số của Q3/2024, MSH ghi nhận quý thứ 3 liên tiếp có mức LNST-MI tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ, kết quả này đến từ các yếu tố:
 - Doanh thu hai mảng FOB và CMT đều tăng trưởng 2 chữ số trong quý 4** nhờ công ty ký được nhiều đơn hàng với giá tốt, chủ yếu tập trung ở khách hàng tại thị trường Mỹ như Columbia Sportswear, Walmart, Target, GII,... Mảng FOB (chiếm 81% DTT) đạt 1.156,8 tỷ đồng (+20,7% svck), biên LN gộp đạt 16,5% tăng 1,1 điểm phần trăm svck. Mảng CMT đạt 271,5 tỷ đồng (+36,6% svck), biên LN gộp tăng mạnh từ mức 6,4% lên 34,8%;
 - Trong kỳ, MSH tiết giảm được chi phí bán hàng & QLDN, đạt 108 tỷ đồng (-7,9% svck), trong đó chi phí bán hàng giảm mạnh nhất -11,9%, đạt 33,3 tỷ đồng.
- Cả hai yếu tố này cùng với yếu tố mức nền thấp của Q4/2023 đã giúp lợi nhuận thuần từ HĐKD của MSH tăng mạnh +113,8% svck. Ngoài ra, LNST cổ đông công ty mẹ của Q4/2024 cũng đạt mức kỷ lục so với các quý trước đó kể từ khi công ty đi vào hoạt động.

KQKD của MSH giai đoạn 2020 – 2024 (Tỷ đồng)



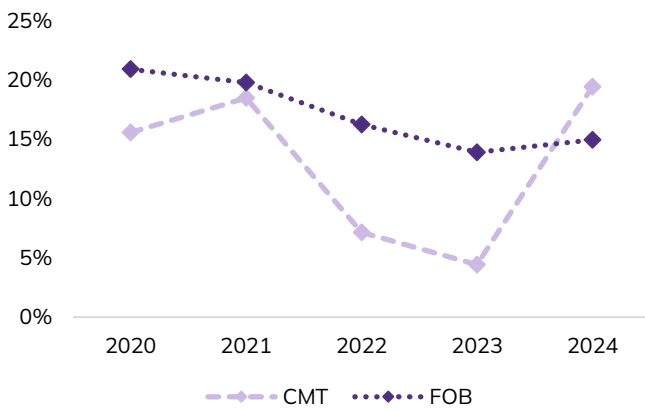
Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh (Tỷ đồng)



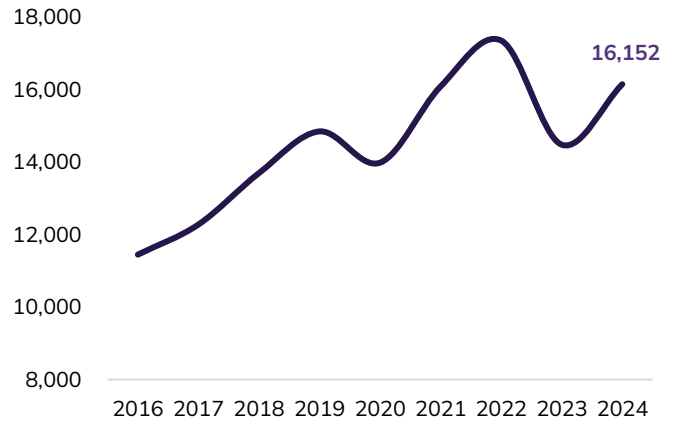
Nguồn: MSH, ABS Research

- Lũy kế cả năm 2024, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 5.280 tỷ đồng (+16,3% svck), LNTT đạt 541 tỷ đồng (+76,5% svck). Biên LN gộp của MSH tăng trưởng đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành với mức tăng đứng thứ 2 (đứng sau GIL do mức tăng của GIL chủ yếu do nền thấp năm 2023) là +3,3 điểm phần trăm, đạt 15,7%. Mặc dù trong năm 2024, công ty ghi nhận các khoản chi phí bán hàng & QLDN, chi phí tài chính tăng lần lượt +3,1% và +16,2% svck tuy nhiên hoạt động kinh doanh cốt lõi của MSH tăng vững mạnh khiến doanh nghiệp đem về LNST cổ đông công ty mẹ tăng +67,6% svck, đạt 410 tỷ đồng. **Với kết quả đạt được, MSH đã thực hiện được 101,5% kế hoạch doanh thu và 146,2% kế hoạch LNTT năm 2024.**
- Về cơ cấu doanh thu**, mảng FOB ghi nhận tăng +16% svck, đạt 4.430 tỷ đồng, biên LN gộp tăng trở lại sau 4 năm giảm điểm liên tiếp kể từ 2019, đạt 15%, tăng 1,1 điểm phần trăm svck. Mảng CMT đạt 851 tỷ đồng (+17,8% svck), biên LN gộp tăng mạnh 15,1 điểm phần trăm lên mức 19,5%. Năm 2024 ghi nhận năm hồi phục của ngành dệt may nói chung và của doanh nghiệp may mặc nói riêng, trong đó doanh thu MSH tăng trở lại đường đua nhờ: (i) Quý 3 và quý 4 là hai quý bán hàng chạy nhất trong chu kỳ do nhu cầu mua sắm cuối năm tăng cao nhằm chuẩn bị cho các dịp lễ, theo đó công ty ký được nhiều đơn hàng từ các nhãn hàng lớn với lợi thế tay nghề cao; (ii) Mỹ (thị trường xuất khẩu chủ lực của MSH chiếm khoảng 90% doanh thu) ghi nhận sự hồi phục đáng kể trong năm 2024 khi kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam tại thị trường này đạt 16,1 tỷ USD (+11,7% svck); (iii) MSH được hưởng lợi nhờ tiếp nhận đơn hàng dịch chuyển từ Trung Quốc khi Mỹ áp thuế nhập khẩu bổ sung 10% đối với thị trường này.

Biên LN gộp hai mảng FOB và CMT cải thiện svck



Trị giá xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam ở Mỹ (Triệu USD)

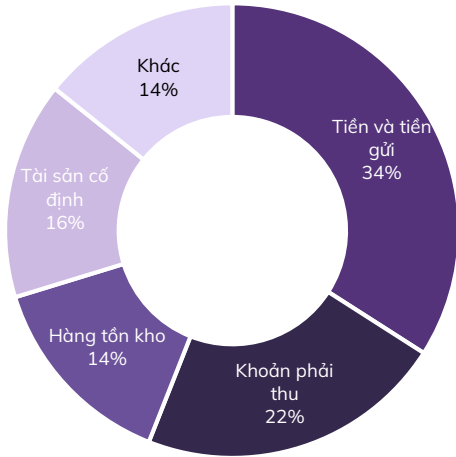


Nguồn: MSH, GSO, ABS Research

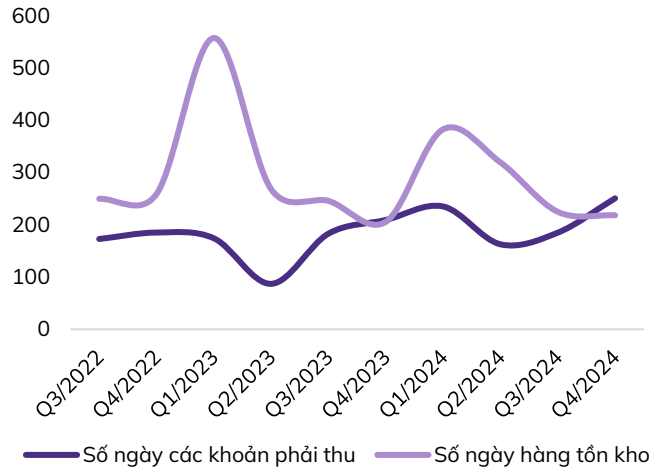
- Sức khỏe tài chính ổn định với khoản tiền và tiền gửi lớn, các khoản phải thu tăng cao do hậu bán hàng mùa cao điểm, nợ vay tăng cao nhằm mở rộng đầu tư sản xuất tuy nhiên rủi ro cao khi tỷ giá biến động mạnh.**
 - Tại ngày 31/12/2024, tổng tài sản của MSH là 4.520,6 tỷ đồng (+30,9% so với đầu năm), trong đó lượng tiền và tương đương tiền cũng như đầu tư tài chính ngắn hạn tăng +8% so với đầu năm lên mức 1.539 tỷ đồng (chiếm 34% cơ cấu TTS). Tuy nhiên đa phần khoản mục này lại là trái phiếu, trị giá 1.293 tỷ đồng (chiếm 28,6% cơ cấu TTS).
 - Sau mùa bán hàng cao điểm, các khoản phải thu ngắn hạn có xu hướng tăng ở quý 3 và quý 4, đạt 991,6 tỷ đồng (+65,7% so với đầu năm, chiếm 21,9% TTS), trong đó 975,7 tỷ đồng chủ yếu đến từ khoản phải thu của khách hàng là các đối tác lớn như Columbia Sportswear (470,6 tỷ đồng), Walmart (134,5 tỷ đồng), Tập đoàn Target (111,8 tỷ đồng),... Hiện tại công ty đã trích lập dự phòng các khoản phải thu khó đòi là 41,8 tỷ đồng (+6,3% so với đầu năm). Số ngày các khoản phải thu tăng 42 ngày svck lên mức 251 ngày. Dòng tiền CFO năm 2024 dương trở lại đạt 163,6 tỷ đồng so với mức âm -7,6 tỷ của năm 2023.
 - Khoản mục tài sản dở dang dài hạn gây chú ý khi tăng +696% so với đầu năm, đạt 473,2 tỷ đồng do công ty chủ yếu tập trung vào Dự án nhà máy Xuân Trường (tổng vốn đầu tư hơn 700 tỷ đồng, dự kiến công suất đạt 50% trong năm đầu và 100% trong năm thứ 3 với 50 chuyên may, 3 triệu sản phẩm jacket/năm) với giá trị là 472,3 tỷ đồng.

- Nợ vay của MSH tính đến 31/12/2024 tăng mạnh lên mức 1.420,2 tỷ đồng (+70% so với đầu năm, chiếm 31,4% tổng nguồn vốn) trong đó cả hai khoản vay ngắn và dài hạn đều tăng mạnh, lần lượt đạt 812,6 tỷ đồng (+54,2% so với đầu năm) và 607,5 tỷ đồng (+97,3% so với đầu năm) với mục đích xây dựng nhà máy, mở rộng quy mô hoạt động, phục vụ sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý cả hai khoản vay ngắn và dài hạn này đều giải ngân bằng VNĐ và USD sẽ khiến doanh nghiệp chịu áp lực nợ vay lớn khi tỷ giá USD biến động mạnh. Tỷ lệ D/E ở năm 2024 tăng 0,23 lần lên 0,69 lần nhưng vẫn đang nằm trong mức an toàn.

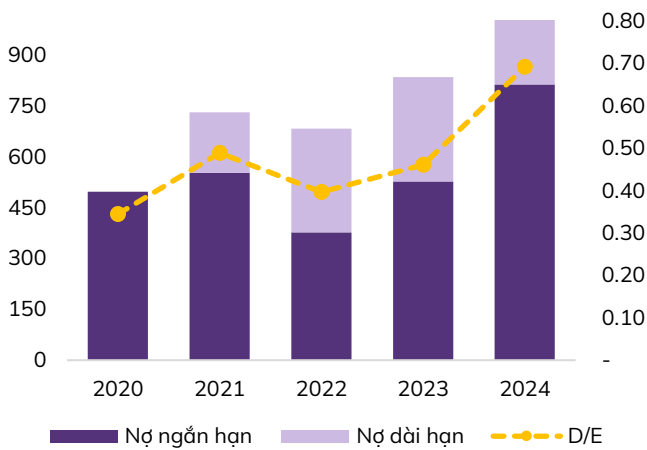
Cơ cấu tài sản của MSH ngày 31/12/2024



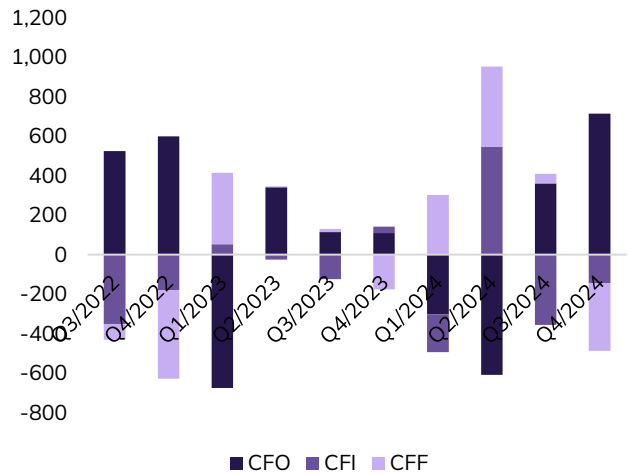
Số ngày các khoản phải thu và hàng tồn kho (Ngày)



Nợ vay tăng nhằm đầu tư mở rộng sản xuất



Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)



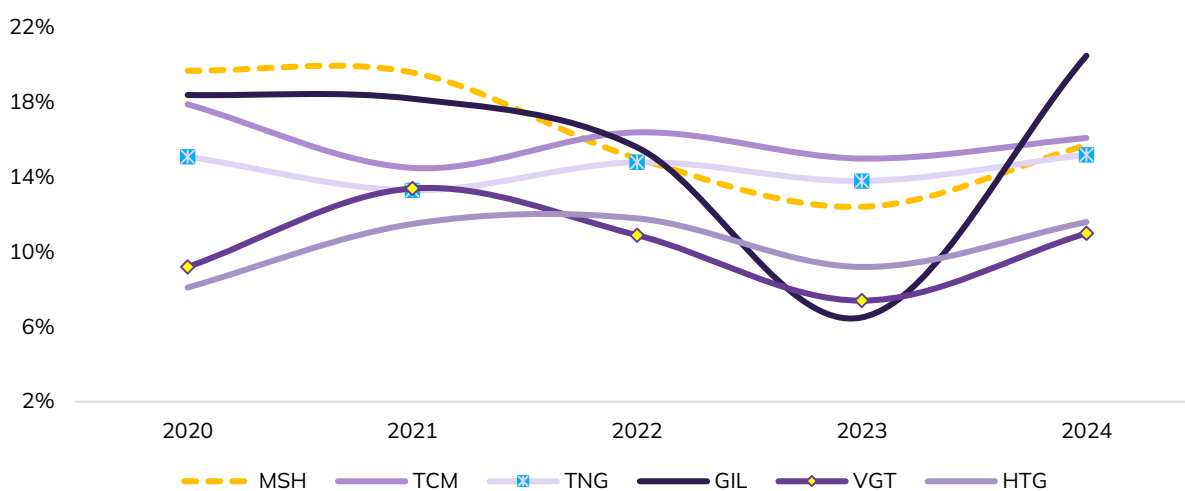
Nguồn: FiinPro, ABS Research

Triển vọng kinh doanh

- **Biên lợi nhuận gộp dự kiến tiếp tục cải thiện nhờ mở rộng công suất từ nhà máy Xuân Trường.**

- Chúng tôi kỳ vọng hai mảng kinh doanh của MSH, đặc biệt là mảng FOB (chiếm phần lớn cơ cấu doanh thu) tăng trưởng hai chữ số khi Dự án nhà máy Xuân Trường được đưa vào hoạt động (dự kiến đầu năm 2025) góp phần tăng công suất khiến biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện. Theo đó, nhà máy Xuân Trường với công suất 50 chuyên may, sẽ đạt 50% công suất vào năm đầu tiên và 100% công suất vào năm 2027, chúng tôi dự tính công suất MSH sẽ tăng 12,2% trong năm đầu hoạt động và tăng thêm 10,8% khi nhà máy hoạt động hết công suất.
- Nhà máy Xuân Trường được trang bị theo tiêu chuẩn nhà máy xanh, đáp ứng nhu cầu cao của thị trường quốc tế khi hầu hết các doanh nghiệp đều hướng tới mục tiêu ESG. Ngoài ra, công ty có thể mạnh là doanh nghiệp có năng lực sản xuất tốt, tiếp cận những đơn hàng khó với những tệp khách hàng là những hãng thương hiệu lớn như Columbia Sportswear, Walmart, Haddad Brands (Nike, Converse, Levi's), GIII,... Điều này giúp doanh nghiệp luôn có đơn hàng, dẫn hướng tới tham gia phương thức sản xuất bậc cao hơn như ODM, OBM.

Biên LN gộp của các doanh nghiệp dệt may trong ngành



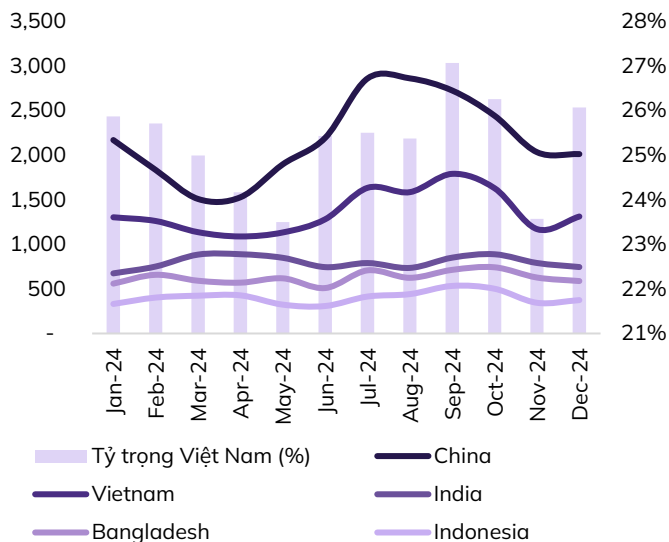
Nguồn: FiinPro, ABS Research

- **Cơ hội từ thị trường Mỹ đem lại.**

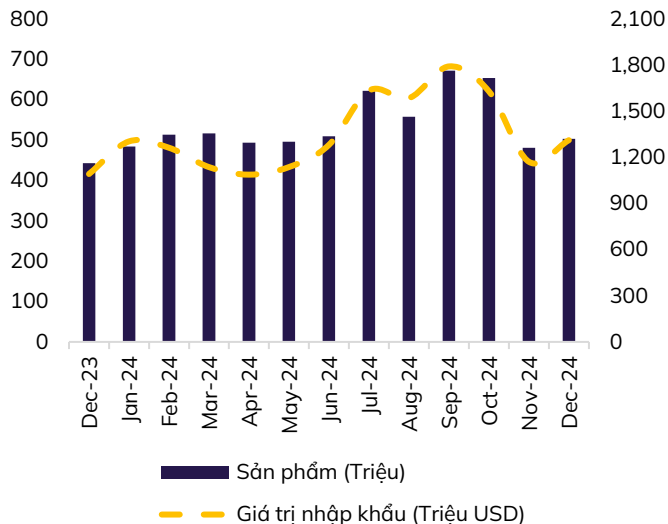
- Theo dữ liệu từ OTEXA, giá trị nhập khẩu hàng dệt may của Việt Nam tại Mỹ trong năm 2024 đạt 16.328 triệu USD (+6,7% svck) với thị phần đứng thứ 2 (tỷ trọng nhập khẩu luôn đạt trên 20%) chỉ xếp sau Trung Quốc là 26.072 triệu USD.
- Dự báo của Bộ công thương về tình hình xuất khẩu hàng dệt may sang Mỹ năm 2025 là khá khả quan khi Việt Nam đã vượt Ấn Độ và Bangladesh – các quốc gia có nhiều lợi thế về chi phí nhân công, đầu vào nguyên vật liệu tự chủ,... để vươn lên vị trí này. Nguyên nhân là do:
 - (i) **Thị trường Mỹ khá ưa chuộng các sản phẩm của Việt Nam**, đặc biệt nhờ sự đa dạng trong may mặc. Điều này càng củng cố thêm kỳ vọng tăng trưởng hàng dệt may của Việt Nam tại thị trường chủ lực này;
 - (ii) **Mỹ đánh thuế nhập khẩu bổ sung 10% lên thị trường Trung Quốc** cũng là cơ hội cho Việt Nam khi buộc Mỹ phải đi tìm nguồn hàng bổ sung và thay thế, trong đó Việt Nam có những lợi thế về thị phần, lợi thế cạnh tranh với các quốc gia khác khi thuộc khối các hiệp định thương mại tự do CPTPP, FTA,..., đặc biệt MSH cũng đang hướng đến xu hướng tăng trưởng bền vững, mục tiêu ESG với nhà máy Xuân Trường mới đưa vào hoạt động;
 - (iii) **Doanh thu bán lẻ quần áo tại Mỹ lập kỷ lục trong khi lượng hàng tồn kho giảm do yếu tố mùa vụ.** Dữ liệu từ FRED cho thấy doanh thu bán lẻ quần áo tại Mỹ trong tháng 12/2024 đạt 26,6 nghìn tỷ USD (+1,97% svck) mặc dù mức tăng không nhiều tuy nhiên đây cũng là con số cao kỷ lục từ trước đến nay tại thị trường này. Điều này phản ánh nhu cầu của

người tiêu dùng tăng nhờ vào lạm phát được hạ nhiệt, giúp kích cầu tiêu thụ của người dân. Tuy nhiên chúng tôi lo ngại về các rủi ro như thuế, căng thẳng địa chính trị tại Mỹ,... sẽ làm cản trở FED hạ lãi suất. Ngoài ra, **tỷ lệ hàng tồn kho bán lẻ quần áo tại Mỹ cũng đang suy giảm** sau mùa vụ tích trữ lớn phục vụ nhu cầu mua sắm ở cuối năm 2024, như vậy dư địa nhập hàng mới phục vụ cho mùa mua sắm năm 2025 sẽ còn khá lớn.

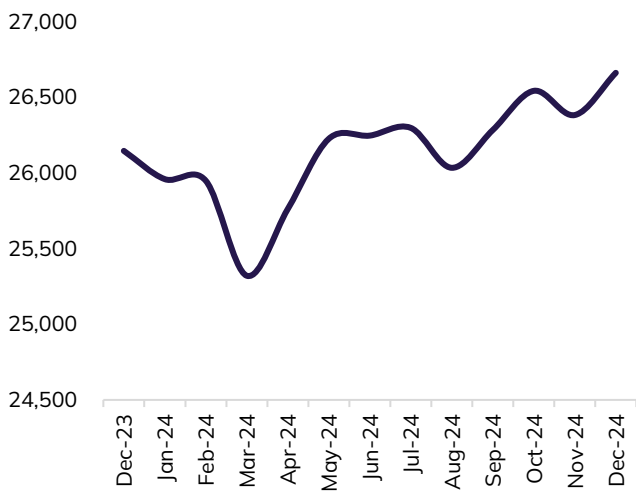
Giá trị nhập khẩu hàng dệt may tại Mỹ (Triệu USD)



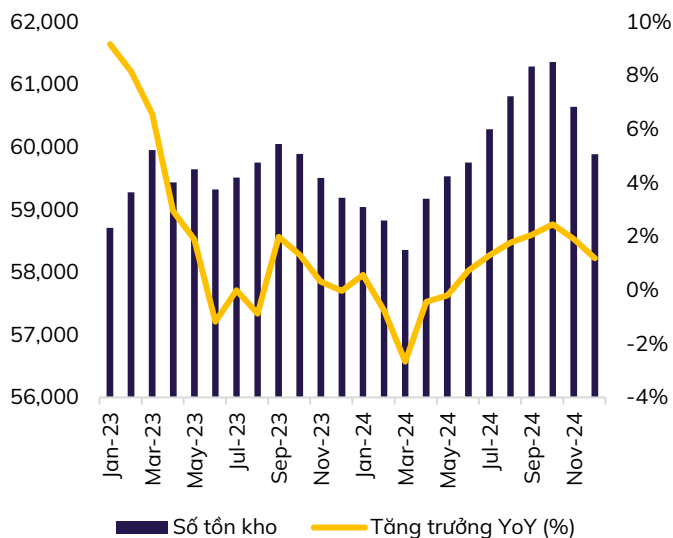
Mỹ nhập khẩu hàng dệt may tại Việt Nam (Triệu USD)



Doanh thu bán lẻ quần áo tại Mỹ (Tỷ USD)



Tồn kho bán lẻ quần áo tại Mỹ (Tỷ USD)



Nguồn: OTEXA, FRED, ABS Research

- Tận dụng chi phí nhân công rẻ và hàng miễn thuế 100% sang Mỹ khi đầu tư tại Ai Cập với công ty liên doanh Golden Avenue.** Hiện tại, May Sông Hồng là công ty thứ 2 của Việt Nam và là công ty đầu tiên trong ngành Dệt may Việt Nam đầu tư sang thị trường Ai Cập. Vào tháng 7/2024, Công ty Sản xuất Trang phục Golden Avenue đã được đưa vào hoạt động với 50% vốn điều lệ do MSH sở hữu (khoảng 41 tỷ đồng). Chúng tôi kỳ vọng các lợi thế mà thị trường Ai Cập đem lại sẽ giúp MSH mở rộng quy mô hoạt động, giảm thiểu các khoản chi phí cần thiết để tối ưu hóa lợi nhuận, bao gồm: (i) Chi phí nhân công rẻ hơn ở Việt Nam (đây là yếu tố quan trọng thứ 2 đứng sau yếu tố nguyên vật liệu đầu vào); (ii) Hiệp định tự do Ai Cập ký với Israel theo đó miễn thuế 100% hàng xuất từ Ai Cập đi Mỹ; (iii) Chi phí vận chuyển giảm thiểu khi thời gian vận chuyển đường biển sang Châu Âu và Mỹ ngắn hơn.

Dự phóng kết quả kinh doanh

- Dựa trên một số giả định chính:**

- Nhà máy Xuân Trường dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2025 nâng công suất trong năm đầu tiên tăng thêm 12,2% svck và sẽ tăng thêm 10,8% khi nhà máy hoạt động hết công suất. Chúng tôi giả định doanh thu mảng FOB sẽ tăng trưởng +10,5% trong năm 2025 và +11,5% trong năm tiếp theo.
- Mảng FOB tiếp tục kỳ vọng đem lại nguồn thu chính (chiếm trên 80% doanh thu thuần) chủ yếu do thị trường xuất khẩu chính là Mỹ tiếp tục hồi phục nhờ những lợi thế cạnh tranh đang có như **(i)** Việt Nam đang có thị phần đứng thứ 2 tại thị trường hàng dệt may của Mỹ, **(ii)** Mỹ đánh thuế nhập khẩu bổ sung 10% lên hàng hóa của Trung Quốc và **(iii)** doanh thu bán lẻ tại Mỹ duy trì tăng trưởng tốt.

- Trên các cơ sở nội dung trên, chúng tôi dự phóng mức doanh thu thuần và LNST-MI năm 2025 của MSH lần lượt là 5.805 tỷ đồng (+9,9% svck) và 435 tỷ đồng (+6% svck). EPS và BVPS 2025F lần lượt là 5.804 đồng/cp và 26.864 đồng/cp. Đến năm 2026, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng, đạt 6.423 tỷ đồng doanh thu thuần (+10,6% svck) và 491 tỷ đồng LNST (+12,8% svck).

Bảng: Dự phóng doanh thu, lợi nhuận theo mảng kinh doanh

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận theo mảng kinh doanh	2022	2023	2024	2025F	2026F
ĐVT: tỷ đồng					
1. Mảng FOB và Nội địa					
Doanh thu	4,733	3,820	4,430	4,895	5,458
<i>% YOY</i>	<i>19.3%</i>	<i>-19.3%</i>	<i>16.0%</i>	<i>10.5%</i>	<i>11.5%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>85.7%</i>	<i>84.1%</i>	<i>83.9%</i>	<i>84.3%</i>	<i>85.0%</i>
Giá vốn hàng bán	(3,963)	(3,288)	(3,766)	(4,116)	(4,573)
Lợi nhuận gộp	771	532	664	778	884
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>16.3%</i>	<i>13.9%</i>	<i>15.0%</i>	<i>15.9%</i>	<i>16.2%</i>
2. Mảng CMT					
Doanh thu	790	722	851	910	965
<i>% YOY</i>	<i>1.1%</i>	<i>-8.6%</i>	<i>17.8%</i>	<i>7.0%</i>	<i>6.0%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>14.3%</i>	<i>15.9%</i>	<i>16.1%</i>	<i>15.7%</i>	<i>15.0%</i>
Giá vốn hàng bán	(733)	(690)	(685)	(772)	(817)
Lợi nhuận gộp	56	32	166	138	148
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>7.1%</i>	<i>4.4%</i>	<i>19.5%</i>	<i>15.2%</i>	<i>15.3%</i>
Tổng doanh thu thuần	5,521	4,542	5,280	5,805	6,423
<i>% YOY</i>	<i>16.3%</i>	<i>-17.7%</i>	<i>16.3%</i>	<i>9.9%</i>	<i>10.6%</i>
Tổng giá vốn hàng bán	(4,692)	(3,978)	(4,451)	(4,888)	(5,391)
Tổng lợi nhuận gộp	829	564	830	917	1,032

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu MSH theo 2 phương pháp

- Phương pháp so sánh P/E
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Dựa trên một số giả định chính

- Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- MSH trả cổ tức năm 2025 là 25% vốn điều lệ.

Phương pháp so sánh P/E

- EPS 2025F là 5.804 đồng/cp;
- P/E 2025F được xác định ở mức 10,9x – dựa trên mức P/E trung bình 3 năm của các doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết;
- ⇒ Theo phương pháp P/E, giá cổ phiếu MSH được xác định là **63.614 đồng/cp**.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 3,1%. Phần bù rủi ro thị trường là 8,4% (theo Damodaran tháng 2/2024). Beta là 0,92 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 9,08%.
- Giá theo phương pháp FCFF là **77.791 đồng/cp**.

Lãi suất phi rủi ro	3,1%
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Beta	0,92
WACC	9,08%
Tăng trưởng dài hạn	1%

Kết quả định giá

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
P/E	63.614	50%
FCFF	77.791	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		70.702

Nguồn: ABS Research

- ⇒ Như vậy, giá cổ phiếu MSH hợp lý ở mức **70.700 đồng/cp** tương ứng tiềm năng tăng **+20,6%** so với giá hiện tại. Do đó chúng tôi nâng khuyến nghị từ **KHẢ QUAN** lên **MUA** đối với MSH.

Rủi ro giảm giá

- Đơn hàng chính của MSH không hồi phục như kỳ vọng do nhu cầu suy yếu, lạm phát tại Mỹ tăng trở lại.
- Nguồn cung nguyên phụ liệu phụ thuộc lớn vào Trung Quốc (chiếm hơn 50% trị giá nhập khẩu).
- Chi phí nhân công tăng cao làm ảnh hưởng đến lợi nhuận.
- Tỷ giá USD/VND tăng mạnh, ảnh hưởng lớn đến các khoản vay bằng đồng USD của MSH.

Cơ hội tăng giá

- Nhà máy Xuân Trường đạt công suất tối đa sớm hơn so với kế hoạch đề ra.
- Các đơn hàng dồi dào nhờ nhu cầu tăng cao do làn sóng dịch chuyển từ Mỹ.
- Doanh nghiệp tìm được các đơn hàng mới nhờ hiệp định thương mại CPTPP, FTA,....
- Tỷ giá ổn định giảm thiểu rủi ro về chi phí lãi vay.

PHỤ LỤC – MỘT SỐ CHỈ SỐ CHÍNH CỦA MSH

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	4,542	5,280	5,805	6,423
Giá vốn hàng bán	-3,978	-4,451	-4,888	-5,391
Lợi nhuận gộp	564	830	917	1,032
Doanh thu tài chính	191	211	215	238
Chi phí tài chính	-73	-85	-101	-116
Chi phí bán hàng	-148	-137	-145	-157
Chi phí QLDN	-230	-252	-293	-328
Lợi nhuận từ HĐKD	305	557	593	670
Lãi/Lỗ khác	1	-16	-13	-14
Lợi nhuận trước thuế	307	541	581	655
Lợi nhuận sau thuế	245	440	467	528
LNST cổ đông Công ty mẹ	245	410	435	491

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
LCT thuần từ HĐKD	-8	164	885	594
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-82	-145	-300	-300
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	121	412	-244	-47
LCT thuần trong kỳ	32	431	341	246
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	424	455	886	1,228
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	455	886	1,228	1,474

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1.91	1.75	1.71	1.75
Khả năng thanh toán nhanh	1.52	1.36	1.31	1.34
Khả năng thanh toán tiền mặt	1.07	0.83	0.87	0.91
Khả năng thanh toán lãi vay	7.88	11.14	10.06	9.72
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0.52	0.45	0.48	0.49
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.48	0.55	0.52	0.51
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0.46	0.69	0.59	0.57

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2023	2024	2025F	2026F
Số ngày phải thu	47.3	67.4	57.1	50.4
Số ngày phải trả	11.3	15.8	15.1	15.1
Số ngày tồn kho	46.5	52.9	52.0	53.3

Khả năng sinh lời	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12.4%	15.7%	15.8%	16.1%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	5.1%	9.3%	9.3%	9.5%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	5.4%	8.3%	8.1%	8.2%
ROE	14%	23%	21%	21%
ROA	7%	11%	10.0%	10.3%
ROIC	11%	16%	14.5%	15.1%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	455	886	1,228	1,474
+ Đầu tư ngắn hạn	971	653	500	500
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	598	992	859	951
+ Hàng tồn kho	507	645	749	825
+ Tài sản ngắn hạn khác	22	73	46	51
Tài sản ngắn hạn	2,553	3,250	3,381	3,801
+ Các khoản phải thu dài hạn	21	40	44	49
+ Tài sản cố định	774	700	1,260	1,472
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dở dang dài hạn	59	473	73	3
+ Đầu tư dài hạn	0	32	32	32
+ Tài sản dài hạn khác	46	26	29	32
Tài sản dài hạn	900	1,271	1,438	1,587
Tổng Tài sản	3,453	4,521	4,819	5,388
+ Vay ngắn hạn	527	813	826	911
+ Phải trả người bán	123	193	211	233
+ Nợ ngắn hạn khác	685	855	937	1,033
Nợ ngắn hạn	1,335	1,860	1,975	2,178
+ Vay dài hạn	308	608	538	593
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	308	608	538	593
Tổng nợ phải trả	1,643	2,468	2,512	2,771
+ Vốn cổ phần	750	750	750	750
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	710	850	1,072	1,346
+ Quỹ khác	349	453	485	521
Vốn chủ sở hữu	1,810	2,053	2,307	2,617
Tổng Nguồn vốn	3,453	4,521	4,819	5,388

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	-17.7%	16.3%	9.9%	10.6%
Tăng trưởng LNST	-34.8%	67.6%	6.2%	12.9%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	-34.8%	67.6%	6.2%	12.9%
Tăng trưởng EPS	-34.8%	67.6%	6.2%	12.9%
Tăng trưởng VCSH	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng Tổng tài sản	4.8%	30.9%	6.6%	11.8%

Định giá (lần)	2023	2024	2025F	2026F
P/E	11.1	9.5	10.1	8.9
P/B	1.7	2.2	2.2	1.9
EV/EBITDA	8.8	5.9	5.5	4.8
EV/Sales	0.9	0.8	0.7	0.7
EPS (đồng/cp)	3,260	5,465	5,804	6,552
BVPS (đồng /cp)	21,948	23,908	26,864	30,523

Nguồn: MSH, ABS Research

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Dầu khí, Điện, Hóa chất

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Nguyễn Xuân Hải - Chuyên viên

Email: hai.nguyensexuan@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng và Dịch vụ công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: duyen.nguyenthiky@abs.vn

Hàng xuất khẩu, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminh@abs.vn

Hàng tiêu dùng, Bán lẻ

Kiều Thị Thanh Thư - Chuyên viên

Email: thu.kieuthithanh@abs.vn



Tự hào
**NHẬN CÚ ĐÚP
GIẢI THƯỞNG**



**BEST NEW STOCK TRADING APP
ABS INVEST - VIET NAM 2024**

ỨNG DỤNG GIAO DỊCH CỔ PHIẾU MỚI
TỐT NHẤT VIỆT NAM



**BEST SECURITIES HOUSE FOR RESEARCH
IN VIET NAM 2024**

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT
VIỆT NAM VỀ PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG



Trải nghiệm ngay
ABS Invest tại đây