Báo cáo cổ phiếu: MSH

Biên gộp ~22% nhờ đơn gia công; quý 4 khó đạt kế hoạch nhưng P/E ~6x và cổ tức ~11% đủ bù rủi ro thuế Mỹ

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH) · may mặc xuất khẩu (jacket, đồ ngoài trời), chăn ga gối đệm · BCTC hợp nhất đến Q3/2026, dự báo Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 35,5 nghìn đ (06/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNTT 2026F	LNST MẸ 2027F	P/E 2026F	TỶ TRỌNG GIA CÔNG (CMT)
35,5 nghìn đ · 06/11/2026	40,4 nghìn đ · +14%	807 tỷ đ · 90% kế hoạch	661 tỷ đ · 2026F: 612	6,5x trung vị từ 2018: 9,5x	35% DT 9T/2026 · 51% LN gộp

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

TÍCH LŨY TỪNG PHẦN

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG GIẢM TỶ TRỌNG	CỔ TỨC TIỀN
35,5 nghìn đ	40,4 nghìn đ (+14%)	32,6–40,8 nghìn đ	48,9–59,8 nghìn đ	11% /năm

Hành động: mua từng phần, tối đa 1/3 vị thế ở giá hiện tại; phần còn lại chờ kết luận điều tra 301 sở hữu trí tuệ của Mỹ (dự kiến 29/11/2026) và BCTC quý 4/2026. **Nâng lên MUA** nếu Việt Nam được đưa về mức thuế 10% khi giá cổ phiếu còn dưới 35 nghìn. **Hạ về THEO DÕI** nếu tổng thuế bổ sung của Mỹ với dệt may Việt Nam vượt 20% hoặc LNTT quý 4/2026 dưới 150 tỷ.

KẾT LUẬN

MSH nâng biên gộp từ ~12% (2023) lên ~22% (9T/2026) nhờ tăng đơn gia công CMT và nhà máy Xuân Trường II. 9T/2026 doanh thu 4.329 tỷ (+4%) nhưng LNTT +1% vì lãi tiền gửi giảm. AAS dự báo LNTT quý 4/2026 ~230 tỷ, cả năm ~807 tỷ (90% kế hoạch 900 tỷ); LNST mẹ 2026 ~612 tỷ, 2027 ~661 tỷ.

Giá 35,5 nghìn đ tương ứng P/E 2026F 6,5x, thấp hơn trung vị lịch sử 9,5x, kèm cổ tức tiền ~11%/năm. Giá trị hợp lý 40,4 nghìn đ. Rủi ro chính là thuế Mỹ (~80% kim ngạch) và đơn hàng quý 4 chưa rõ.

FOB (TỰ MUA NGUYÊN LIỆU)

2.834 tỷ DT 9T/2026

- Biên gộp 16,1% (2025: 13,5%)
- Cần vốn lưu động, tồn kho 990 tỷ
- Định hướng dài hạn của công ty

CMT (GIA CÔNG)

1.495 tỷ DT 9T/2026, biên gộp 32,1%

- 51% LN gộp chỉ với 35% doanh thu
- Khách Trung Quốc, Hàn Quốc tăng đơn
- Biên cao nhưng doanh thu nhỏ

TÀI CHÍNH

1.437 tỷ tiền + tiền gửi 30/09/2026

- Nợ vay 1.360 tỷ
- DT tài chính 9T 108 tỷ (–37%)
- Thiểu số ghi theo nửa năm

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **9T/2026:** doanh thu 4.329 tỷ (+4%), LNTT 577 tỷ (+1%), LNST mẹ 442 tỷ (0%); biên gộp 21,6% (cùng kỳ 20,5%).
2. **Gia công là động lực:** CMT 35% doanh thu nhưng 51% LN gộp (biên 32%); FOB biên 16%.
3. **Dự báo cơ sở:** LNST mẹ quý 4/2026 170 tỷ (110 đến 281), đã trừ thiểu số cả nửa cuối năm; năm 2026 LNTT 807 tỷ (90% kế hoạch), LNST mẹ 612 tỷ; 2027 661 tỷ.
4. **Tiền ròng 77 tỷ**, cổ tức tiền 50% năm 2025, kế hoạch 2026 40–50%.
5. **TÍCH LŨY TỪNG PHẦN**, giá trị hợp lý 40,4 nghìn đ (+14%); tích lũy 32,6–40,8 nghìn, mua mạnh dưới 32,6 nghìn, giảm tỷ trọng 48,9–59,8 nghìn.

1 Mô hình kinh doanh: may jacket, đồ ngoài trời xuất khẩu Mỹ; lợi nhuận đến từ giá gia công và cơ cấu FOB/CMT, không đến từ giá nguyên liệu

- **Hai cách nhận đơn:** MSH may áo jacket, quần áo ngoài trời, thể thao theo đơn của các nhãn Mỹ, EU, Hàn Quốc. Đơn FOB (tự mua vải, phụ liệu) cho doanh thu lớn, biên gộp ~13–17%; đơn CMT (khách giao vải, MSH lấy tiền công) doanh thu nhỏ nhưng biên gộp ~32–36%. Năm 2025 CMT chiếm 35% doanh thu và 58% lợi nhuận gộp.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) sản lượng đơn hàng theo mùa (quý 1 thấp nhất, quý 3 cao nhất); (2) tỷ trọng CMT trong doanh thu; (3) giá gia công trên mỗi phút may so với lương công nhân; (4) lãi tiền gửi trên 1.437 tỷ tiền và tiền gửi; (5) phần lợi nhuận của cổ đông thiểu số ở công ty con.
- **Vốn chạy trong chuỗi:** tồn kho 990 tỷ (sản phẩm dở dang 462, thành phẩm 418) + phải thu 858 tỷ − phải trả 169 tỷ; vay ngắn hạn tài trợ mùa cao điểm quý 2–3 rồi trả khi thu tiền quý 3–4.

ĐẦU VÀO: VẢI, PHỤ LIỆU, NHÂN CÔNG

Vải, bông, phụ liệu (đơn FOB tự mua)
32% chi phí theo yếu tố 9T/2026
phần lớn nhập khẩu, giá USD; đơn gia công khách giao nguyên liệu · Trên BCTC: chi phí nguyên vật liệu, tồn kho nguyên liệu 110 tỷ

Nhân công may
52% chi phí theo yếu tố
lao động ở Nam Định cũ (nay Ninh Bình); lương bằng VND · Trên BCTC: chi phí nhân công 1.613 tỷ 9T/2026

→

SẢN XUẤT: CÁC NHÀ MÁY MAY

Jacket, quần áo ngoài trời, thể thao
Xuân Trường II: 50 chuyền, 3 triệu jacket/năm
vốn >700 tỷ, vận hành 2025, năm 1 chạy ~50% công suất · Trên BCTC: TSCĐ nguyên giá 2.979 tỷ, khấu hao ~35 tỷ/quý

Chăn ga gối đệm thương hiệu Sông Hồng
bán nội địa, hướng xuất Mỹ, Nhật
quy mô nhỏ so với may mặc xuất khẩu · Trên BCTC: gộp trong DT bán hàng

→

HAI CÁCH NHẬN ĐƠN

FOB: tự mua nguyên liệu, giao thành phẩm
2.834 tỷ DT 9T/2026, biên gộp 16,1%
doanh thu lớn, cần vốn lưu động · Trên BCTC: doanh thu bán thành phẩm

CMT: gia công, khách giao vải
1.495 tỷ DT 9T/2026, biên gộp 32,1%
doanh thu nhỏ nhưng gần như toàn bộ là tiền công · Trên BCTC: doanh thu cung cấp dịch vụ

→

100 ĐỒNG DOANH THU THUẦN 9T/2026

Giá vốn (gồm KH)	78,4
Chi phí bán hàng	2,5
Quản lý doanh nghiệp	6,2
Tài chính ròng, khác	0,6
Thuế	2,2
Thiểu số	0,9
= LNST mẹ	10,2

Khách chính: Columbia Sportswear (~60 triệu USD/năm), Haddad, G-III, SAE-A, Walmart, Target; Mỹ ~80% kim ngạch.

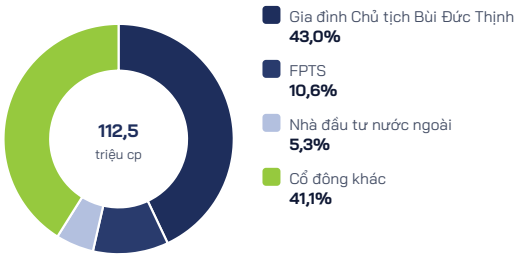
Nguồn: BCTC hợp nhất MSH (kho AAS; thuyết minh doanh thu, giá vốn, chi phí theo yếu tố quý 1–3/2026), tài liệu ĐHĐCĐ 2026; AAS tính.

Cổ đông: gia đình Chủ tịch nắm ~43%, FPTS thoái dần còn 10,6%, khối ngoại 5,3%

- **Doanh nghiệp gia đình, cổ tức tiền cao:** ông Bùi Đức Thịnh (Chủ tịch) 23,91%, ông Bùi Việt Quang (Tổng giám đốc) 11,35%, bà Bùi Thu Hà (thành viên HĐQT) 7,72% (30/09/2025). Cổ tức tiền 35% năm 2024, 50% năm 2025 (40% tạm ứng 12/2025 + 10% 06/2026); kế hoạch 2026 40–50%.
- **Nguồn cung cổ phiếu từ FPTS:** FPTS giảm sở hữu từ 12,8% (09/2025) xuống 10,6% (08/2026); khối ngoại còn trống 50,3 triệu cổ phiếu room.

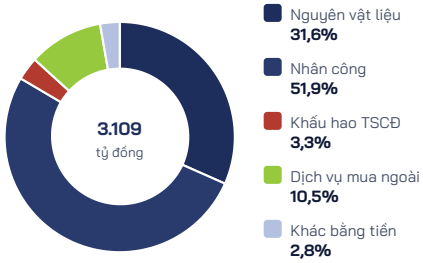
Cơ cấu cổ đông

% vốn



Chi phí sản xuất, kinh doanh theo yếu tố 9T/2026

% tổng

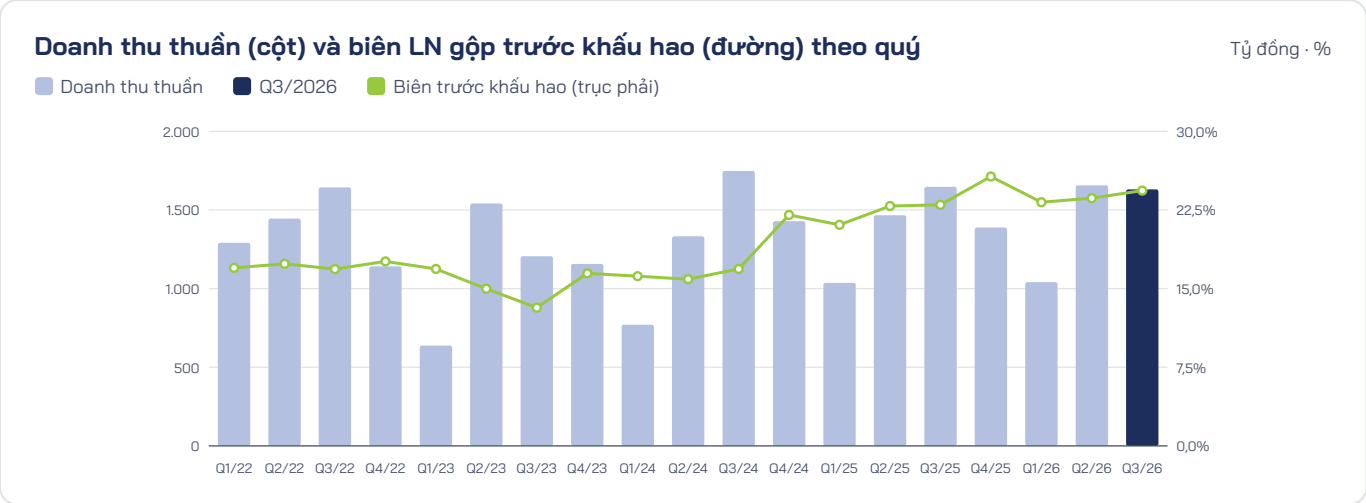


Nguồn: công bố thông tin sở hữu của cổ đông lớn (tỷ lệ tại 30/09/2025; FPTS tại 14/08/2026), kho AAS (room khối ngoại 06/11/2026), thuyết minh chi phí theo yếu tố BCTC quý 1–3/2026; chưa đối chiếu với BCTN 2025.

2 Kết quả kinh doanh: biên gộp lên ~22% nhờ tăng đơn gia công; 9T/2026 doanh thu +4%, LNTT +1%, lãi tiền gửi giảm

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	4.748	5.521	4.542	5.280	5.538	4.150	4.329	+4%
LN gộp trước khấu hao	1.053	948	688	946	1.289	933	1.030	+10%
Biên trước khấu hao	22,2%	17,2%	15,1%	17,9%	23,3%	22,5%	23,8%	+1,3 điểm
CPBH trừ khấu hao	−142	−170	−144	−134	−154	−114	−106	−7%
QLDN trừ khấu hao	−291	−288	−222	−245	−303	−237	−264	+11%
EBITDA	**620**	**490**	**321**	**567**	**832**	**582**	**660**	**+13%**
Khấu hao	−133	−134	−135	−127	−125	−91	−101	+12%
EBIT	487	356	187	440	707	492	559	+14%
Doanh thu tài chính	78	157	191	211	240	172	108	−37%
Chi phí tài chính	−19	−73	−73	−85	−92	−68	−81	+20%
LNTT	543	434	307	544	823	572	577	+1%
LNST	442	338	245	442	676	468	481	+3%
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	37	−1	−30	−62	−25	−39	+55%
LNST cổ đông mẹ	**442**	**375**	**245**	**413**	**614**	**443**	**442**	**0%**
Biên gộp báo cáo (sau KH)	19,6%	14,9%	12,4%	15,7%	21,2%	20,5%	21,6%	+1,2 điểm

Nguồn: BCTC hợp nhất MSH (kho AAS); AAS tính. Khấu hao theo yếu tố từ thuyết minh quý; khấu hao trong CPBH, QLDN chưa có thuyết minh nên giả định 8%.



Nguồn: BCTC hợp nhất MSH; AAS tính.

- **Biên gộp tăng bậc từ 2025:** biên gộp báo cáo 12,4% (2023) → 15,7% (2024) → 21,2% (2025) → 21,6% (9T/2026). Nguyên nhân chính là tăng tỷ trọng đơn CMT (khách Trung Quốc, Hàn Quốc đặt gia công) và Xuân Trường II chạy thêm công suất.
- **Quý 3/2026:** doanh thu 1.630 tỷ (–1%), LN gộp 364 tỷ (+4%), nhưng LNTT 235 tỷ (–4%) vì doanh thu tài chính giảm 33% (tiền gửi ít hơn sau khi chi cổ tức, lãi tỷ giá nhỏ hơn) và chi phí lãi vay tăng lên 21,4 tỷ.
- **Mùa vụ rõ:** 2016–2025 quý 1 có LNST thấp nhất 7/10 năm; tỷ trọng doanh thu trung vị Q1 20%, Q2 25%, Q3 29%, Q4 26%.
- **Khấu hao ổn định ~35 tỷ/quý:** Xuân Trường II đã vào TSCĐ từ 2025, chi đầu tư 9T/2026 chỉ 163 tỷ.

Khấu hao: theo yếu tố – CPBH, QLDN = giá vốn

Khấu hao, tỷ đồng	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
Theo yếu tố (thuyết minh)	134,7	127,0	124,7	90,5	101,4
– Trong CPBH + QLDN (giả định 8%)	10,8	10,2	10,0	7,2	8,1
= Trong giá vốn	**124,0**	**116,8**	**114,8**	**83,3**	**93,3**
Chi đầu tư TSCĐ (LCTT)	170	539	215	140	163

Nguồn: thuyết minh chi phí theo yếu tố (quý 3/2026: 35,4 tỷ). BCTC quý không có thuyết minh CPBH, QLDN theo yếu tố; tỷ lệ 8% là giả định chờ đối chiếu BCTN 2025.

3 Theo mảng: CMT chiếm ~35% doanh thu nhưng ~50% lợi nhuận gộp; biên FOB cải thiện lên ~16%

Tỷ đồng	2025 (kiểm toán)	9T/2026	Q3/2026
FOB: doanh thu bán thành phẩm	3.622	2.834	1.094
LN gộp FOB	490	457	188
Biên gộp FOB	**13,5%**	**16,1%**	**17,1%**
CMT: doanh thu gia công	1.916	1.495	536
LN gộp CMT	684	480	177
Biên gộp CMT	**35,7%**	**32,1%**	**33,0%**
Tỷ trọng CMT trong doanh thu	35%	35%	33%
Tỷ trọng CMT trong LN gộp	**58%**	**51%**	**49%**

Nguồn: thuyết minh doanh thu và giá vốn theo loại (BCTC kiểm toán 2025, BCTC quý 1–3/2026); AAS tính. Các quý trước 2025 trong kho gộp sai giữa hai loại nên không dùng.

- **CMT là động lực biên:** 9T/2026 CMT 1.495 tỷ (35% doanh thu) đem lại 480 tỷ LN gộp (51%). Mỗi 10 điểm % doanh thu chuyển từ FOB sang CMT trên nền ~6.000 tỷ làm LN gộp thay đổi ~96 tỷ/năm nếu sản lượng giữ nguyên — nhưng thực tế khi chuyển sang CMT, doanh thu giảm vì không còn giá trị vải.
- **Biên FOB tăng từ 13,5% (2025) lên 16,1% (9T/2026):** giá vải, bông đầu vào ổn định, MSH chọn đơn FOB có giá tốt hơn; lãnh đạo nêu mục tiêu giữ biên gộp hợp nhất trên 20% bằng cách linh hoạt FOB/CMT.
- **Định hướng 2026–2027:** cơ cấu FOB/CMT "cân bằng hơn" năm 2025, dài hạn FOB vẫn là hướng chính; thêm khách mới đặt FOB. Vì vậy AAS không giả định tỷ trọng CMT tiếp tục tăng.

4 Chất lượng lợi nhuận: không có khoản một lần; nhưng LNST mẹ quý 3 chưa trừ phần thiểu số của nửa cuối năm

- **Lợi nhuận lõi, không có khoản bất thường:** 9T/2026 thu nhập khác ròng −0,8 tỷ, lỗ liên doanh nhỏ (quý 2 −2,1 tỷ, quý 3 −0,3 tỷ), không có hoàn nhập dự phòng hay lãi thanh lý.
- **Thiểu số chỉ ghi ở quý 2 và quý 4:** công ty con May Sông Hồng – Nghĩa Hưng (MSH đang tăng vốn) có cổ đông thiểu số; lợi ích thiểu số trên vốn chủ tăng từ 295 lên 384 tỷ trong 9 tháng. Tỷ lệ thiểu số/LNST nửa năm: 6T cuối 2024 10%, 6T đầu 2025 10%, 6T cuối 2025 9%, 6T đầu 2026 14%. Vì vậy LNST mẹ quý 3/2026 196 tỷ sẽ "trả lại" một phần ở quý 4.
- **Lãi tiền gửi là một phần đáng kể:** doanh thu tài chính 2025 240 tỷ = 29% LNTT; 9T/2026 108 tỷ (19%) sau khi chi cổ tức 40% và tiền gửi kỳ hạn giảm.

5 Sức khỏe tài chính: tiền ròng ~77 tỷ; dòng tiền theo mùa, quý 4 thu tiền và chi cổ tức tạm ứng

Tỷ đồng, cuối kỳ	12/2023	12/2024	12/2025	06/2026	09/2026
Nợ vay	835	1.420	1.296	1.744	1.360
Tiền + tiền gửi kỳ hạn	1.426	1.539	1.620	1.297	1.437
Tiền ròng (tiền − nợ vay)	**591**	**119**	**324**	**−447**	**77**
Vốn chủ sở hữu (gồm thiểu số)	1.810	2.056	2.213	2.379	2.575
Hàng tồn kho	518	654	551	1.007	990
Phải thu khách hàng	589	976	943	1.123	858

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	9T/2026
LNST	338	245	442	676	481
CFO	890	−8	164	623	−85
Chi đầu tư TSCĐ	−260	−187	−539	−215	−163
FCF (CFO + chi đầu tư)	**631**	**−195**	**−376**	**408**	**−248**
Cổ tức đã trả	−187	−187	−263	−474	−108

Nguồn: BCTC hợp nhất MSH; AAS tính.

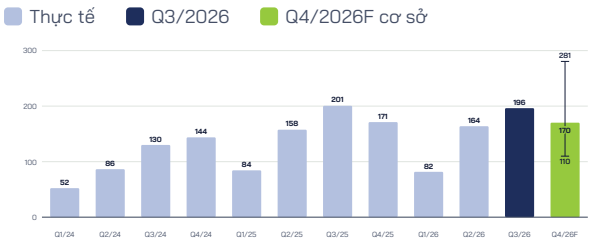
- **Bảng cân đối lành mạnh:** tiền và tiền gửi 1.437 tỷ so với nợ vay 1.360 tỷ (30/09/2026); nợ vay dài hạn 565 tỷ là khoản vay đầu tư Xuân Trường II.
- **Tồn kho cao gấp gần 2 lần đầu năm:** 990 tỷ (đầu năm 551 tỷ), chủ yếu sản phẩm dở dang và thành phẩm chờ giao. Lịch sử MSH cho thấy tồn kho cuối quý giữ cao thường đi trước giá vốn quý sau ở mức tương đương (mục 6) — tín hiệu đơn hàng quý 4 chưa yếu.
- **CFO theo mùa:** âm ở quý 1–2 khi mua nguyên liệu, dương quý 3–4; 9T/2026 CFO −85 tỷ. Quý 4 thường chi tạm ứng cổ tức (12/2025: 40% ≈ 450 tỷ), nên tiền gửi cuối năm sẽ giảm và lãi tiền gửi 2027 thấp hơn.

6 Dự báo: LNTT quý 4/2026 ~230 tỷ, cả năm ~807 tỷ (90% kế hoạch 900 tỷ); LNST mẹ 2026 ~612 tỷ, 2027 ~661 tỷ

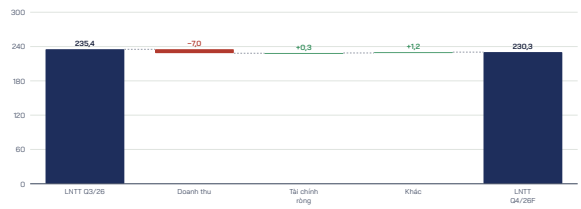
Q4/2026F, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Q3/2026	Q4/2025
Doanh thu thuần	1.423	1.602	1.666	1.630	1.388
LN gộp trước khấu hao	325	390	414	397	357
EBITDA	193	261	289	268	250
Khấu hao	−35	−35	−35	−35	−34
Tài chính ròng	−2	6	11	6	44
LNTT	154	230	263	235	251
Thuế TNDN	−26	−39	−45	−39	−43
Thiểu số (cả nửa cuối năm)	−42	−35	−21	0	−37
LNST cổ đông mẹ dự báo	**85**	**170**	**198**	**196**	**171**

Nguồn: AAS dự báo; Q3/2026, Q4/2025 thực tế.

LNST cổ đông mẹ theo quý, Q4/2026F có dải 80% — Tỷ đồng



Cầu nối LNTT quý 3 → quý 4/2026F (cơ sở) — Tỷ đồng



Nguồn: AAS tính. Cột Q1, Q3 chưa trừ phần thiểu số của nửa năm (ghi ở Q2, Q4).

Năm, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch / thực tế
Doanh thu 2026F	5.752	5.930	5.994	KH 6.000 (99%)
LNTT 2026F (9T 577 + Q4)	**731**	**807**	**840**	**KH 900 (90%); 2025: 823**
LNST mẹ 2026F	**527**	**612**	**639**	**2025: 614 (0%)**
Doanh thu 2027F	5.693	6.227	6.523	−4% / +5% / +10%
LNTT 2027F	620	823	945	biên trước KH −2 / −0,5 / +0,5 điểm so 2026F
LNST mẹ 2027F	**453**	**661**	**729**	
EPS 2027F (đồng, 112,5 triệu cp)	4.024	5.873	6.481	

Nguồn: AAS dự báo; kế hoạch ĐHĐCĐ 2026 (doanh thu 6.000 tỷ, LNTT 900 tỷ, cổ tức 40–50%).

- **Quý 4 khó đạt kế hoạch:** để đạt LNTT 900 tỷ, quý 4 cần 323 tỷ, cao hơn mọi quý trong lịch sử (cao nhất 251 tỷ). Tồn kho cuối quý 3 giữ ở 990 tỷ cho thấy doanh thu quý 4 có thể gần quý 3 (~1.602 tỷ), nhưng hai chỉ báo Hải quan nghiêng về thận trọng: xuất khẩu may mặc cả nước tháng 10/2026 chỉ 3,41 tỷ USD, thấp hơn ~10% bình quân tháng của quý 3; riêng MSH 8T/2026 xuất 258,1 triệu USD (+7,2%) nhưng tháng 8 chỉ 32,1 triệu USD (−20,5% so tháng 7, −15,3% so cùng kỳ). Kim ngạch Hải quan gồm cả giá trị vải của hàng gia công nên lớn hơn doanh thu; chỉ dùng để xem xu hướng.
- **Thiểu số làm LNST mẹ quý 4 thấp hơn LNST:** cơ sở trừ ~35 tỷ cho cả nửa cuối năm; nếu tỷ lệ như 6T đầu 2026 (14%), LNST mẹ quý 4 thấp hơn thêm ~19 tỷ.

- **2027:** cơ sở doanh thu +5% (Xuân Trường II tiếp tục nâng công suất, Columbia và khách mới), biên trước khấu hao giảm 0,5 điểm do thuế Mỹ cao hơn và áp lực giá gia công; lãi tiền gửi giảm vì chi cổ tức. Kịch bản thận trọng: doanh thu −4%, biên −2 điểm nếu điều tra 301 về sở hữu trí tuệ (dự kiến kết luận 29/11/2026) cộng thêm thuế.

7 Định giá: P/E 4 quý 6,5x, thấp hơn 81% số phiên từ 2018; giá trị hợp lý ~40,4 nghìn đ (+14%), cộng cổ tức ~11%/năm

Hiện tại (06/11/2026)	Giá trị	Phân vị từ 11/2018	z 3 năm	Trung vị từ 11/2018	Trung vị 3 năm
P/E 4 quý	6,5x	19%	−1,10	9,5x	9,5x
P/B	1,98x	42%	−0,02	2,05x	1,99x
P/E 2026F / 2027F	6,5x / 6,0x				
Tỷ suất cổ tức (4.000 đ/năm)	11,3%				

Nguồn: giá đóng cửa, BCTC MSH; AAS tính. Mẫu số chỉ dùng BCTC sau 45 ngày kể từ cuối quý (hiện là quý 2/2026); LNST mẹ 4 quý gồm quý 3/2025 chưa trừ thiểu số.

Phương pháp	Căn cứ	Giá trị (nghìn đ)
P/E 8,0x × EPS 2027F	EPS 2027F 5.873 đ (LNST mẹ cơ sở 661 tỷ); P/E mục tiêu nằm giữa phân vị 25 (7,1x) và trung vị (9,5x) từ 11/2018, chiết khấu rủi ro thuế Mỹ	47,0
P/B 2,0x × BVPS cuối 2026F	BVPS cổ đông mẹ 30/09/2026 19.477 đ + LNST mẹ quý 4 − tạm ứng cổ tức 4.000 đ (giả định như 12/2024, 12/2025) = 16.866 đ; P/B trung vị 3 năm 1,99x	33,7
Giá trị hợp lý (bình quân)	**Chưa gồm cổ tức tiền ~11%/năm**	**40,4 (+14%)**

Nguồn: AAS tính.

- **Rẻ so với lịch sử và có cổ tức cao:** P/E 2026F 6,5x, 2027F 6,0x; cổ tức tiền 2025 là 5.000 đ/cp, kế hoạch 2026 40–50% (4.000–5.000 đ), tương đương 11%–14% giá hiện tại.
- **Vì sao không dùng P/E trung vị đầy đủ:** trung vị lịch sử gồm các giai đoạn lợi nhuận đáy (2021, 2023, 2024) làm P/E cao giả; lợi nhuận hiện ở vùng đỉnh, nên AAS dùng P/E 8x và kiểm tra chéo bằng P/B.

P/E 4 quý	LS 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
≤ 6x	+90%	+79%	211
6–8x	+29%	+24%	228
8–10x	+17%	+4%	414
10–12x	−5%	−11%	433
12–15x	+35%	+27%	321
> 15x	−16%	−30%	120

z P/B (750 phiên)	LS 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
< −1,5	+40%	+20%	113
−1,5 … −0,5	+63%	+45%	640
−0,5 … 0,5	+14%	+15%	480
0,5 … 1,5	−20%	−26%	241
> 1,5	−10%	−10%	4

Nguồn: AAS tính; mỗi phiên từ 11/2018 xếp theo P/E hoặc z P/B, lợi suất 250 phiên tới theo giá điều chỉnh (gồm cổ tức). Các phiên chồng lấn nên số phiên không phải số lần độc lập.

Vùng giá (nghìn đ)	P/E 2026F	Căn cứ backtest	Hành động
< 32,6	< 6,0x	P/E ≤ 6x: LS 250 phiên TB +90% (n 211)	**Mua mạnh**
32,6 – 40,8	**6,0 – 7,5x**	**Gồm giá hiện tại 35,5 nghìn (P/E 2026F 6,5x); nhóm 6–8x: LS TB +29%**	**Tích lũy từng phần**
40,8 – 48,9	7,5 – 9,0x	Quanh và trên giá trị hợp lý 40,4 nghìn; nhóm 8–10x: LS TB +17%	**Nắm giữ**
48,9 – 59,8	9,0 – 11,0x	Nhóm 10–12x: LS TB –5%	**Giảm tỷ trọng**
> 59,8	> 11,0x	Trên trung vị lịch sử khá xa; chỉ đạt khi lợi nhuận tăng mạnh	**Chốt lời**

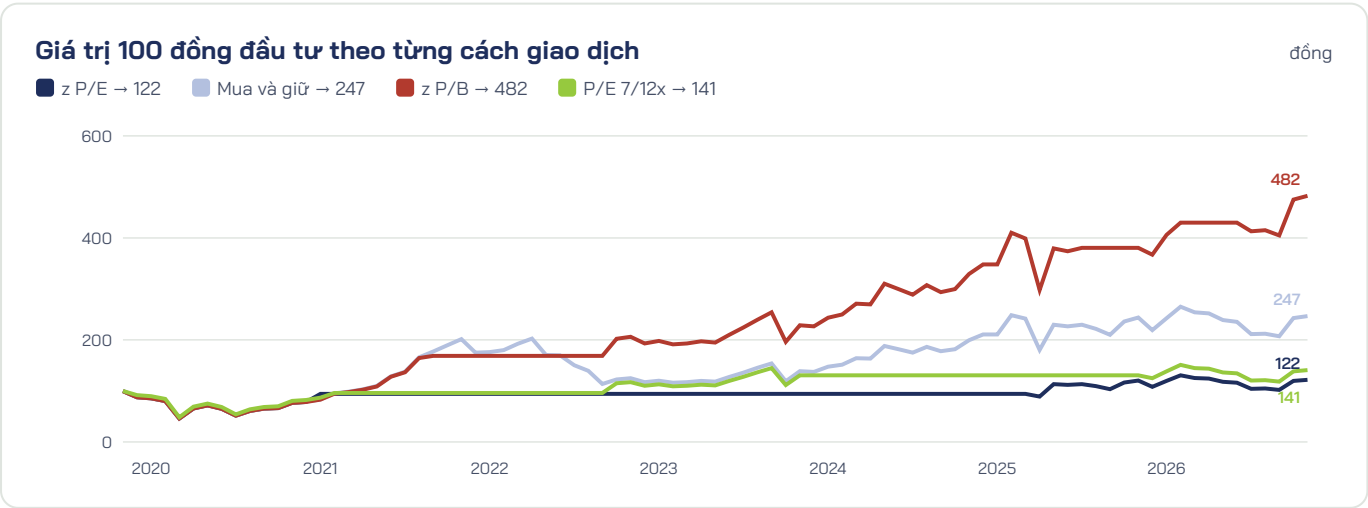
Nguồn: AAS tính trên EPS 2026F 5.439 đ.

8 Giao dịch: quy tắc z P/B thắng mua và giữ và đang giữ cổ phiếu; tích lũy từng phần dưới ~41 nghìn, nhận cổ tức trong lúc chờ

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < –1 là rẻ bất thường so với chính MSH. Hiện z P/E –1,10, z P/B –0,02.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc chạy lại từ 11/2019 (đủ 250 phiên để tính z) trên giá điều chỉnh (gồm cổ tức); lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý); lệnh khớp ở phiên sau tín hiệu; mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** quy tắc z P/B thắng rõ mua và giữ (+25,4% so với +13,9%/năm) với sụt giảm tối đa tương đương (–54%); quy tắc z P/E thua (+2,9%/năm) vì P/E MSH nhảy mạnh theo chu kỳ lợi nhuận. Ngưỡng P/E 7/12x (+5,0%/năm) đặt sau khi xem bảng nên chỉ dùng để chọn vùng giá.
- **Hạn chế:** chỉ 2–4 lệnh mỗi quy tắc trong 7 năm, kết quả phụ thuộc lần mua 10/2022 và bán 2021; cổ phiếu từng giảm –56% từ đỉnh.
- **Ý nghĩa hiện tại:** cả ba quy tắc đang giữ cổ phiếu (z P/B mua lại 17/07/2026 ở 31,5 nghìn; quy tắc P/E 7/12x mua 04/2025). Không có tín hiệu bán: P/E còn xa ngưỡng 12x, z P/B quanh 0,0.

Quy tắc (11/2019–11/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < –1 mua, > +1 bán (đặt trước)	122	+2,9%	–54%	2	Có
z P/B < –1 mua, > +1 bán (đặt trước)	**482**	**+25,4%**	**–54%**	**4**	**Có**
P/E < 7x mua, > 12x bán (đặt sau khi xem bảng P/E)	141	+5,0%	–52%	3	Có
Mua và giữ	247	+13,9%	–56%	1	Có

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 06/11/2026; phí 0,4% mỗi chiều.



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh (gồm cổ tức), đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

Yếu tố hỗ trợ

- **Định giá thấp, cổ tức cao:** P/E 2026F 6,5x, cổ tức tiền ~11%/năm.
- **Khách hàng gắn bó:** MSH là doanh nghiệp vốn Việt duy nhất trong 40 đối tác chiến lược của Columbia.
- **Tiền ròng dương, tồn kho đơn hàng cao** (990 tỷ) cho quý 4.

Rủi ro

- **Thuế Mỹ:** Mỹ ~80% kim ngạch; Section 301 lao động cưỡng bức 12,5% từ 24/07/2026, điều tra sở hữu trí tuệ và dư thừa công suất có thể cộng thêm.
- **Đơn hàng quý 4 chưa rõ** (lãnh đạo nói tại ĐHĐCĐ: đơn đến tháng 8–9), xuất khẩu may tháng 10 cả nước thấp hơn quý 3.
- **Thiểu số tăng, lãi tiền gửi giảm** làm LNST mẹ tăng chậm hơn LN gộp.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH MSH

- **Chưa có cổ phiếu:** chia 3 phần. Phần 1 ở 32,6–35,5 nghìn đ (gồm giá hiện tại, P/E 2026F 6–6,5x); phần 2 dưới 32,6 nghìn (P/E < 6x) hoặc sau kết luận điều tra 301 sở hữu trí tuệ (dự kiến 29/11/2026) nếu thuế cộng thêm ≤ 5 điểm %; phần 3 khi BCTC quý 4/2026 xác nhận LNTT ≥ 200 tỷ và MSH công bố tạm ứng cổ tức.
- **Đang nắm giữ:** giữ và nhận cổ tức; giá trị hợp lý 40,4 nghìn đ. Nắm giữ đến 48,9 nghìn (P/E 9x), giảm tỷ trọng 48,9–59,8 nghìn, chốt lời trên 59,8 nghìn.
- **Kỳ vọng thời gian:** 6–12 tháng; đợt tạm ứng cổ tức thường chốt quyền cuối tháng 11 – đầu tháng 12, giá điều chỉnh giảm tương ứng ngày giao dịch không hưởng quyền.
- **Đánh giá lại:** hạ về THEO DÕI nếu Mỹ áp thêm thuế với dệt may Việt Nam làm tổng thuế bổ sung vượt 20%, LNTT quý 4/2026 dưới 150 tỷ, hoặc Columbia/khách lớn giảm đơn; nâng lên MUA nếu Việt Nam được đưa về mức 10% (nhóm có hiệp định ART) trong khi giá còn dưới 35 nghìn.
- **Mốc theo dõi:** kết luận 301 sở hữu trí tuệ (29/11/2026); xuất khẩu may mặc tháng 11–12 (Hải quan); nghị quyết tạm ứng cổ tức 2026; BCTC quý 4/2026 (cuối 01/2027), kế hoạch 2027 (ĐHĐCĐ 04/2027).

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 07/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.