



# Cập nhật MSH – MUA

Ngày 24/05/2021

### Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 327  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

### Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

**MUA**

HSX: MSH

May mặc

Giá mục tiêu (VND) **69.422**

Giá hiện tại (VND) **52.000**

Tỷ lệ tăng giá 33,5%

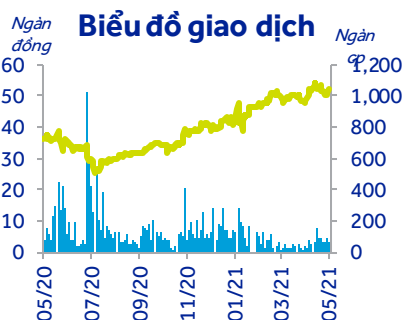
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 5,8%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **39,3%**

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	38,6	12,2	15,8	49,8
Tương đối	20,9	10,9	6,3	-1,6

Nguồn: Bloomberg



### Cơ cấu sở hữu

Ô. Bùi Đức Thịnh (CT HĐQT)	23,9%
Ô. Bùi Việt Quang (TV HĐQT kiêm CEO)	11,4%
CTCK FPT	13,0%
B. Phạm Thị Sông Ngân	7,4%

### Thông kê

Mã Bloomberg	24/5/21
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	MSH VN 25.400 – 54.400
SL lưu hành (triệu cp)	50
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.600
Vốn hóa (triệu USD)	112
Room khối ngoại còn lại (%)	42,8
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	46,1
KLGD TB 3 tháng (cp)	47.940
VND/USD	23.140
Index: VNIndex / HNX	1296,5/299,44

## CTCP MAY SÔNG HỒNG (MSH VN)

**Triển vọng tăng trưởng của công ty đang có tín hiệu khả quan hơn sau một năm khó khăn vì COVID-19. Khuyến nghị MUA.**

MSH đã trải qua một năm 2020 chật vật, như nhiều nhà sản xuất hàng may mặc khác bị ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19, với doanh thu thuần và LNTT lần lượt giảm 13,6% và 48,2% n/n, đạt 3.813 tỷ đồng và 283 tỷ đồng. Ngoài COVID-19, lợi nhuận của công ty còn bị ảnh hưởng bởi khoản dự phòng 154 tỷ đồng cho khoản phải thu từ New York & Co sau khi công ty này nộp đơn phá sản vào tháng 7/2020. MSH ghi nhận 218 tỷ đồng khoản phải thu từ New York & Co. tại thời điểm cuối năm 2020.

Kết thúc Q1/2021, MSH ghi nhận doanh thu thuần gần như không đổi. Tuy nhiên, LNTT tăng 46,6% n/n lên 116 tỷ đồng, nhờ biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần cải thiện, bất kể tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần tăng vọt (từ 5,4% trong Q1/2020 lên 9,3% trong Q1/2021) do trích dự phòng thêm 32 tỷ đồng cho New York & Co, nâng tổng mức dự phòng cho khách hàng này lên 186 tỷ đồng tính đến Q1/2021. Chúng tôi giả định công ty sẽ trích dự phòng toàn bộ cho khách hàng này trong 2021 vì cho tới hiện tại chưa có thông tin rõ ràng về khả năng thu hồi.

Mặc dù tăng trưởng doanh thu không ấn tượng trong Q1, MSH có thể kỳ vọng bức tranh tươi sáng hơn trong 2021 nhờ nhu cầu khách hàng phục hồi sau khi giảm mạnh trong 2020. MSH cho biết công ty đã nhận được đơn hàng đến Q2/2021. Nhà máy mới SH10 đã khởi công từ tháng 3/2021, dự kiến hoàn thành vào cuối năm nay, tăng công suất của công ty thêm gần 30% theo ước tính của chúng tôi. MSH ước tính nhà máy này sẽ chạy 50% công suất trong năm đầu tiên vận hành, chủ yếu phục vụ các đơn hàng FOB.

Chúng tôi dự phóng triển vọng khả quan cho công ty trong thời gian còn lại của năm 2021 vì một số quốc gia/khu vực (trong đó có Mỹ, EU - các thị trường chính của MSH) bắt đầu mở cửa kinh tế trở lại sau khi việc tiêm chủng được xúc tiến mạnh mẽ trong những tháng qua. Dự phóng doanh thu thuần của chúng tôi cho công ty trong 2021 là 4.237 tỷ đồng (+11,1% n/n), khá gần với kế hoạch của công ty. Trong đó, doanh thu hàng FOB dự phóng tăng 15% n/n, đóng góp khoảng 72% doanh thu chung.

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
DT thuần (tỷ đồng)	4.411	3.813	4.237	4.745	5.328
Tăng trưởng	11,7%	-13,6%	11,1%	12,0%	12,3%
EBITDA (tỷ đồng)	638	382	586	716	824
Biên EBITDA	14,5%	10,0%	13,8%	15,1%	15,5%
LN ròng (tỷ đồng)	450	232	402	472	539
Tăng trưởng LN	21,6%	-48,5%	73,5%	17,4%	14,2%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	8.672	4.353	7.638	8.537	9.748
Tăng trưởng	17,6%	-49,8%	75,5%	11,8%	14,2%
ROE	42,9%	18,3%	28,3%	28,8%	26,9%
ROA	17,6%	8,9%	14,0%	15,0%	16,5%
ROIC	46,8%	24,2%	32,5%	31,5%	33,1%
Nợ ròng / EBITDA (x)	(0,6)	(1,2)	(0,1)	(0,5)	(0,7)
EV/EBITDA (x)	3,3	5,6	3,6	3,0	2,6
P/E (x)	6,0	11,9	6,8	6,1	5,3
P/B (x)	2,2	1,9	1,8	1,5	1,2
Cổ tức (đồng)	4.500	3.000	3.000	3.000	3.000
Suất sinh lợi cổ tức	8,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%

Dự phóng này dựa trên giả định rằng tình trạng số ca nhiễm mới tăng vọt gần đây tại một số tỉnh phía Bắc, đặc biệt là một số nhà máy/khu công nghiệp tại Bắc Giang và Bắc Ninh, sẽ được kiểm soát trong phạm vi hiện tại và không ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất ở các địa bàn còn lại. Về lợi nhuận, chúng tôi dự phóng LNTT của công ty tăng 73,5% n/n trong 2021, đạt 491 tỷ đồng, chủ yếu do không phải trích dự phòng lớn cho New York & Co như năm trước.

Mức cổ tức tiền mặt cho 2020 được thông qua là 3.000đ/cp và dự kiến 2021 là 3.000-4.500đ/cp, tương ứng suất sinh lợi cổ tức khá tốt là 5,8%-8,7%. Kết hợp phương pháp DCF và P/E, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu là 69k đồng/cổ phiếu.

<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ MSH</b>	<b>Giá hiện tại (đồng):</b>	<b>52.000</b>	<b>Giá mục tiêu (đồng):</b>	<b>69.422</b>	<b>Vốn hóa (tỷ đồng):</b>	<b>2.600</b>
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.411</b>	<b>3.813</b>	<b>4.237</b>	<b>4.745</b>	<b>5.328</b>	
<i>Tăng trưởng</i>	<i>11,7%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>11,1%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,3%</i>	
GVHB trừ khấu hao	3.365	2.931	3.220	3.612	4.036	
Chi phí bán hàng	180	137	152	178	200	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	235	376	291	253	284	
Doanh thu tài chính	13	15	16	18	20	
Chi phí tài chính	6	3	3	4	4	
<b>EBITDA</b>	<b>638</b>	<b>382</b>	<b>586</b>	<b>716</b>	<b>824</b>	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>14,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>13,8%</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,5%</i>	
Khấu hao	118	132	135	172	205	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>520</b>	<b>250</b>	<b>451</b>	<b>544</b>	<b>618</b>	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>11,8%</i>	<i>6,5%</i>	<i>10,6%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,6%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	1	1	-	-	-	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	
Chi phí lãi vay ròng	(26)	(33)	(40)	(33)	(40)	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>19,7%</i>	<i>7,9%</i>	<i>14,3%</i>	<i>14,6%</i>	<i>8,6%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>-20,1</i>	<i>-7,6</i>	<i>-11,2</i>	<i>-16,5</i>	<i>-15,3</i>	
Thuế	97	52	89	105	120	
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,2%</i>	
Lợi ích CĐTS	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>450</b>	<b>232</b>	<b>402</b>	<b>472</b>	<b>539</b>	
Tiền mặt đạt được	568	364	537	644	744	
Tổng số lượng cổ phiếu	50.009.400	50.009.400	50.009.400	52.509.870	52.509.870	
<b>EPS (VND)</b>	<b>8.672</b>	<b>4.353</b>	<b>7.638</b>	<b>8.537</b>	<b>9.748</b>	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>8.672</b>	<b>4.353</b>	<b>7.638</b>	<b>8.537</b>	<b>9.748</b>	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>17,6%</i>	<i>-49,8%</i>	<i>75,5%</i>	<i>11,8%</i>	<i>10,0%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Thay đổi vốn lưu động	-123	82	67	94	176
Capex	75	102	508	88	150
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-23	-51	-51	-51	-51
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>594</b>	<b>129</b>	<b>-88</b>	<b>411</b>	<b>368</b>
Phát hành cp	97	0	-	25	-
Cổ tức đã trả	240	9	300	158	158
Thay đổi nợ ròng	-451	-120	388	-278	-210
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>-356</b>	<b>-476</b>	<b>-88</b>	<b>-366</b>	<b>-576</b>
<b>Vốn CSH</b>	<b>1.162</b>	<b>1.369</b>	<b>1.471</b>	<b>1.810</b>	<b>2.191</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	23.711	27.370	29.410	34.472	41.733
Nợ ròng / VCSH	-30,6%	-34,8%	-6,0%	-20,2%	-26,3%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0,6	-1,2	-0,1	-0,5	-0,7
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.566</b>	<b>2.628</b>	<b>3.118</b>	<b>3.179</b>	<b>3.350</b>

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2019	2020	2021F	2022F	2023F
ROE	42,9%	18,3%	28,3%	28,8%	26,9%
ROA	17,6%	8,9%	14,0%	15,0%	16,5%
ROIC	46,8%	24,2%	32,5%	31,5%	33,1%
WACC	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
EVA	32,9%	10,3%	18,6%	17,6%	19,2%
P/E (x)	6,0	11,9	6,8	6,1	5,3
EV/EBITDA (x)	3,3	5,6	3,6	3,0	2,6
EV/FCF (x)	3,6	16,5	-24,0	5,2	5,8
P/B (x)	2,2	1,9	1,8	1,5	1,2
P/S (x)	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/sales (x)	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4
PEG	0,4	1,0	0,2	0,6	0,5
Suất sinh lợi cổ tức	8,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%

### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM  
Tel: (+84 28) 3823 4159  
Fax: (+84 28) 3823 5060

#### PHÒNG PHÂN TÍCH

##### Phó phòng Phân tích Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)  
[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

##### CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

##### CVPT – Công nghiệp Huỳnh Anh Huy

(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)  
[huyha@acbs.com.vn](mailto:huyha@acbs.com.vn)

##### NVPT – Khối khách hàng cá nhân

Trịnh Viết Hoàng Minh  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)  
[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

##### CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

##### CVPT – Tài chính Cao Việt Hùng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)  
[huyha@acbs.com.vn](mailto:huyha@acbs.com.vn)

##### NVPT – Kỹ thuật Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (x250)  
[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

### KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung  
(+84 28) 38 234 876  
[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

#### Trưởng bộ phận - GDKHĐC

Chu Thị Kim Hương  
(+84 28) 3824 6679  
[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh  
(+84 28) 3824 7677  
[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên GDKHĐC

Chu Thị Minh Phương  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 357)  
[phuongctm@acbs.com.vn](mailto:phuongctm@acbs.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3942 9395  
Fax: (+84 4) 3942 9407

#### Trưởng bộ phận

Phạm Thái Thanh Trúc  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

#### CVPT – Dấu khí Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### NVPT – Công nghiệp Trần Trí An Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)  
[phuctta@acbs.com.vn](mailto:phuctta@acbs.com.vn)

#### NV Quan hệ doanh nghiệp

Lê Thị Mai Như  
(+84 28) 3823 3834  
[nhultm@acbs.com.vn](mailto:nhultm@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

#### NV Hỗ trợ khách hàng

Lê Nguyễn Tiến Thành  
(+84 28) 3823 4798  
[thanhln@acbs.com.vn](mailto:thanhln@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Phương Nhi  
(+84 28) 3823 4159  
(ext: 315)  
[nhinp@acbs.com.vn](mailto:nhinp@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán của các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2021). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.