

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Tập trung phát triển mảng tiêu dùng & bán lẻ

19/03/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
quannd@kbsec.com.vn
(+84) 34-565-0008

KQKD 4Q2024 tích cực nhờ tăng trưởng tiêu dùng cuối năm và thoái vốn mảng không cốt lõi

Trong 4Q, doanh thu đạt 22,702 tỷ VNĐ (+5.7%YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 691 tỷ VNĐ (+1,279%) chủ yếu nhờ mảng tiêu dùng tăng trưởng so với mức nền thấp và lợi nhuận từ thoái vốn công ty con mảng hạ nguồn Vonfram. Kết thúc năm, doanh thu và lợi nhuận của MSN đạt 83,178 tỷ VNĐ (+6%YoY) và 1,999 tỷ VNĐ (+378%YoY).

Mảng tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ chiến lược cao cấp hóa và phát triển sản phẩm, kết hợp với WCM

Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) của mảng tiêu dùng cải thiện rõ rệt, đặc biệt lần đầu dương đối với WCM và MML. Chúng tôi kỳ vọng mảng tiêu dùng thực phẩm thương hiệu và bán lẻ hiện đại sẽ tiếp tục tăng trưởng từ 8-10%/năm nhờ MCH tiếp tục ra mắt sản phẩm mới, cao cấp hóa với giá bán cao hơn, mở rộng WCM và khai thác chương trình hội viên WIN để tăng sức cạnh tranh.

Thoái vốn HCS sẽ giúp cải thiện lợi nhuận mảng Vonfram từ 2025

Mảng Vonfram của MSR sẽ hoạt động hiệu quả hơn sau khi thoái vốn HCS (mảng kinh doanh hạ nguồn của doanh nghiệp tại Đức, Trung Quốc). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của MSR sẽ được cải thiện đáng kể từ mức lỗ 1,665 tỷ VNĐ xuống còn lỗ 757 tỷ VNĐ trong 2025.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 87,500 VND/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu MSN với giá mục tiêu là 87,500 VND dựa trên phương pháp tổng các thành phần (SOTP) với tiềm năng tăng giá là 28%. Tăng trưởng ngành bán lẻ và ảnh hưởng từ mảng không cốt lõi là yếu tố cần theo dõi trong 2025.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 87,500
Tăng/giảm (%)	28%
Giá hiện tại (19/03/2025)	VND 68,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 99,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/tỷ USD)	98.5/3.9

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	78,252	83,178	81,766	88,545
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,350	6,761	8,539	10,765
Lợi nhuận CD công ty mẹ (tỷ VNĐ)	419	1,999	3,973	4,928
EPS (VNĐ)	293	1,321	2,626	3,257
Tăng trưởng EPS (%)	-88	352	99	24
P/E (x)	235	49	25	20
P/B (x)	3.7	3.3	2.9	2.5
ROE (%)	2	7	12	13
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	0.2	1.7	0	0

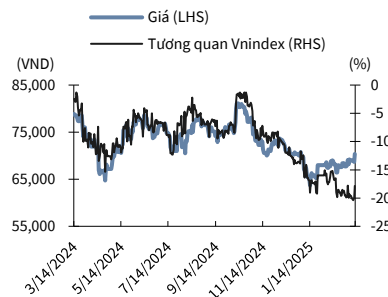
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	50%
GDTB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	14/7.7
Sở hữu nước ngoài	25.4%
Cổ đông lớn	CTCP Masan (31%)

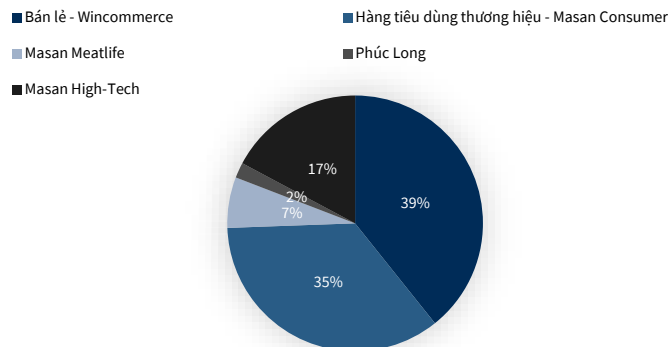
Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3.4	-1.0	-5.1	-10.8
Tương đối	-0.6	-6.0	-11.1	-15.7



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

MSN được thành lập từ năm 2004, lĩnh vực kinh doanh chủ yếu là hàng tiêu dùng và khai khoáng. Đến năm 2019, công ty chính thức tham gia lĩnh vực bán lẻ sau khi mua lại chuỗi Vinmart từ Vingroup. Trải qua 20 năm đầu tư và phát triển, theo nghiên cứu tại Việt Nam có hơn 98% hộ gia đình sử dụng ít nhất 1 sản phẩm của Masan.

Điểm nhấn đầu tư

WCM có lần đầu có lãi, mở ra chu kỳ tăng trưởng mới. Doanh số cải thiện mạnh mẽ trong 1H2024 giúp WCM có lãi trong cả năm 2024. Kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong 2025 nhờ mở rộng mạnh mẽ và kiểm soát chi phí chặt chẽ

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Các sản phẩm có thương hiệu của MCH và MML tiếp tục đà tăng trưởng cao. Tiếp tục phát triển sản phẩm mới và cao cấp hóa với giá bán và biên lợi nhuận cao hơn, kết hợp với Wincommerce để gia tăng giá trị cho người tiêu dùng.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Thoái vốn công ty con mảng hạ nguồn Vonfram và giảm ảnh hưởng của MSR trong tương lai. MSN định hướng sẽ tập trung vào mảng tiêu dùng hơn và sẽ thoái giảm sở hữu mảng Vonfram nếu có cơ hội

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	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	81,766	88,545	na	na	88,934	99,125	-8%	-11%
EBIT	8,016	9,342	na	na	8,101	10,039	-1%	-7%
LNST công ty mẹ	3,973	4,928	na	na	3,921	5,383	1%	-8%

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	90,800 VNĐ (Nhu cầu tiêu dùng tích cực)	Kịch bản cơ sở: 1) Doanh thu MCH/WCM/MML tăng trưởng 10%/8%/7.6% 2) Biên gộp đạt 32% Kịch bản tích cực: 1) Doanh thu MCH/WCM/MML tăng trưởng 12%/10%/11% 2) Biên gộp đạt 32.4% Kịch bản tiêu cực: 1) Doanh thu MCH/WCM/MML tăng trưởng 7.4%/4.7%/5% 2) Biên gộp đạt 31.8%
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	87,500 VNĐ	
Kịch bản tiêu cực	85,000 VNĐ (Nhu cầu tiêu dùng phục hồi chậm)	
Giá hiện tại	68,500 VNĐ	

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Một năm biến động, tái cấu trúc để tăng trưởng tốt hơn

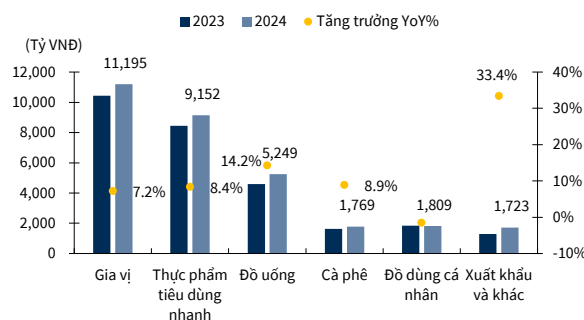
Masan hoàn thành bán HC Starck (công ty con của MSR) trong 4Q2024 và ghi nhận lợi nhuận 1 lần từ thương vụ này, đồng thời giảm khoảng 500 tỷ VND nợ vay. Mảng tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng hơn 10%YoY trong 4Q2024 khi WCM tăng tốc mở thêm cửa hàng, MCH duy trì được đà tăng trưởng dù cho đã chậm lại và doanh thu của MML tăng trưởng mạnh 24% YoY nhờ chiến lược bán hàng hợp lý và giá bán thịt heo ở mức cao.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q4/2023	Q4/2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	15,619	15,477	-0.90%	78,252	83,178	6.3%	
MCH	8,493	8,942	5.3%	28,241	30,897	9.4%	Doanh thu 4Q2024 tăng trưởng thấp 5.3% trong 4Q do tiêu dùng chậm lại, MCH rời ngày ra mắt các sản phẩm mới
WCM	7,653	8,557	11.8%	29,894	32,712	9.4%	Động lực từ tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng đạt 9.3% và mở rộng 95 cửa hàng trong 4Q2024. Cả năm WCM mở rộng 192 cửa hàng (tăng 5.4% YoY)
MML	1,778	2,204	24.0%	6,984	7,650	9.5%	Thịt chế biến (xúc xích Ponnies và Heo cao bồi) và thịt lợn thương hiệu (Meatdeli) tăng lần lượt 15% và 22% YoY trong cả năm 2024
MSR	3,188	3,868	21.3%	14,093	14,336	1.7%	Chủ yếu nhờ hợp đồng mới với đối tác thực hiện có sự cải thiện cả về giá bán và sản lượng
Lợi nhuận gộp	5,768	7,063	22.4%	22,121	24,656	11.5%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	36.9%	45.6%	870bps	28.3%	29.6%	137bps	
<i>MCH</i>	47.3%	46.7%	-59bps	45.9%	46.6%	68bps	
<i>WCM</i>	25.5%	26.5%	100bps	24.1%	24.7%	60bps	Kiểm soát chặt chẽ chi phí và phát triển mô hình cửa hàng với vốn đầu tư thấp hơn
<i>MML</i>	17.9%	27.9%	1005bps	12.1%	25.6%	1346bps	Giá lợn duy trì ở mức cao khiến giá bán các sản phẩm có thương hiệu đều cao hơn
<i>MSR</i>	-12.1%	9.8%	2191bps	5.6%	6.2%	66bps	Cải thiện sản lượng và giá bán các sản phẩm trong khi chi phí khai thác giảm 10%
Thu nhập tài chính	644	1,968	205.4%	2,405	4,044	68.1%	Lãi tăng mạnh do tăng đầu tư tài chính và ghi nhận khoản lợi nhuận bán công ty con HCS
Chi phí tài chính	1,615	1,917	18.7%	8,130	7,900	-2.8%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	945.9	763.7	-19.3%	3,896	4,444	14.1%	
SG&A	4,851	4,510	-7.0%	17,942	18,482	3.0%	
Biên SG&A	31.1%	29.1%	-191bps	22.9%	22.2%	-71bps	SG&A/doanh thu giảm nhờ kiểm soát chi phí chặt chẽ, tăng trưởng doanh thu ở mức cao hơn và thoái vốn HCS trong 4Q2024
Lãi/lỗ từ HĐKD	893	3,367	276.9%	2,350	6,761	187.6%	
Thu nhập khác	54.8	-709.9	-1395%	213	-736	-446.2%	Lỗ quý 4 chủ yếu đến từ thanh lý tài sản cố định và dài hạn khác
Lợi nhuận trước thuế	948	2,657	180.3%	2,563	6,025	135.1%	
Lợi nhuận sau thuế	517	1,547	199.3%	1,870	4,272	128.5%	
LNST công ty mẹ	50	691	1279.4%	419	1,999	377.5%	
<i>Biên LNST</i>	3.0%	5.5%	254bps	0.5%	2.4%	187bps	

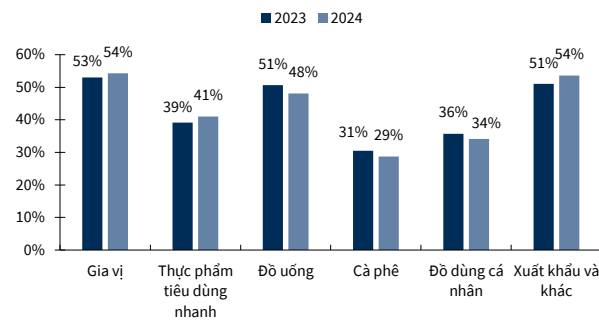
Nguồn: Báo cáo công ty

Biểu đồ 2. Doanh thu các mảng của Masan Consumer



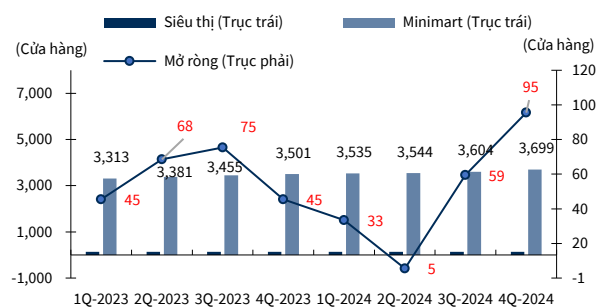
Nguồn: MSN

Biểu đồ 3: Biên lợi nhuận gộp các mảng của Masan Consumer



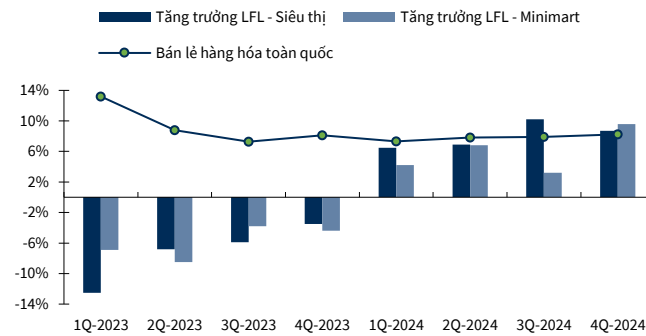
Nguồn: MSN

Biểu đồ 4. Số lượng cửa hàng của Wincommerce



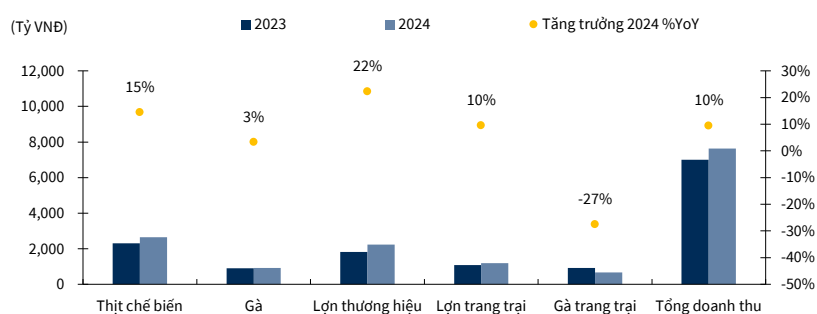
Nguồn: MSN

Biểu đồ 5: Tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng (LFL) và bán lẻ hàng hóa toàn quốc (%YoY)



Nguồn: MSN, Tổng cục thống kê

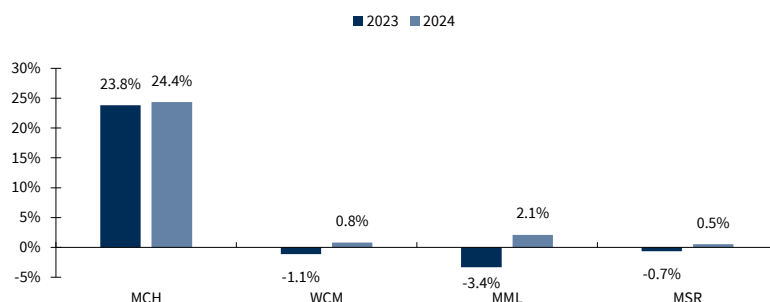
Biểu đồ 6. Doanh thu các mảng của Masan Meatlife



Nguồn: MSN

Biểu đồ 7. Biên lợi nhuận hoạt động EBIT riêng lẻ các mảng

Nhu cầu tiêu dùng hồi phục mạnh mẽ trong khi chi phí được kiểm soát chặt chẽ giúp WCM, MML và MSR quay trở lại mức EBIT dương trong 2024, cải thiện đáng kể so với 2023. Chúng tôi kì vọng tình hình kinh doanh sẽ tiếp tục được cải thiện trong 2025.



Nguồn: MSN

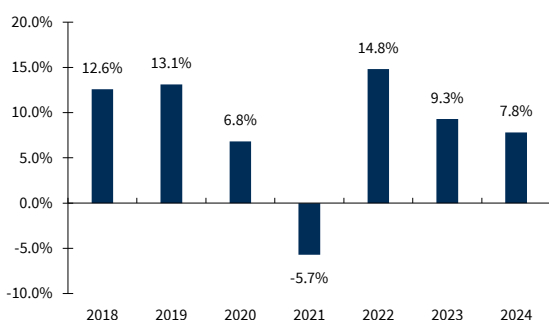
Wincommerce lần đầu có lãi, dự kiến đẩy mạnh mở rộng với mô hình cửa hàng tối ưu hơn

Trong 2024, WCM đánh dấu mốc lần đầu có lãi khi NPAT-Pre Mi (LNST trước cổ đông thiểu số) đạt lần lượt 209 tỷ VND trong 4Q2024 và 109 VND tỷ cho cả năm 2024 nhờ nhu cầu tiêu dùng cải thiện trong 2H2024, bù đắp lợi nhuận âm trong 1H2024. KBSV kì vọng kết quả kinh doanh của WCM trong 2025 sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ:

- (1) Dự kiến mở mới 400-700 cửa hàng Minimart với mô hình cửa hàng tối ưu hơn tại các vùng lân cận;
- (2) Xu hướng tiêu dùng hiện đại và đô thị hóa tiếp tục diễn ra;
- (3) Tỷ lệ thâm nhập thấp với dư địa tăng trưởng còn nhiều.

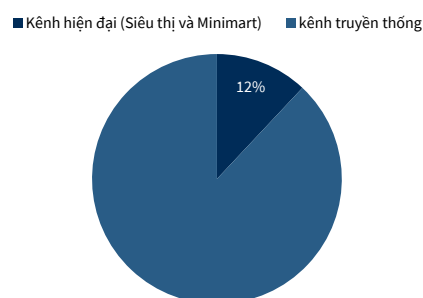
Chúng tôi cho rằng nhu cầu chuyển dịch sang mua sắm tại các cửa hàng bán lẻ hiện đại sẽ ngành càng gia tăng do tính tiện lợi, linh hoạt về thời gian. Mô hình chợ dân sinh truyền thống vốn kém vệ sinh, không rõ nguồn gốc và không linh hoạt về thời gian (chủ yếu hoạt động vào sáng sớm). Trong khi đó, các cửa hàng tạp hóa thông thường lại không đáp ứng được yêu cầu về thịt tươi sống đảm bảo chất lượng hàng ngày. Quy mô hộ gia đình liên tục giảm, từ 4.5 người/hộ năm 1990 xuống 3.5 người/hộ trong 2024 (GSO, Mckinsey) khiến thay đổi thói quen mua hàng từ sáng sớm tại chợ truyền thống dần chuyển sang các cửa hàng bán lẻ hiện đại như siêu thị và tạp hóa hiện đại. Vì vậy, chúng tôi đánh giá cao hiệu quả của kế hoạch mở mới năm 2025, phù hợp với nhu cầu ngày càng tăng cho việc mua sắm tại các cửa hàng bán lẻ hiện đại.

Biểu đồ 8. Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa toàn quốc

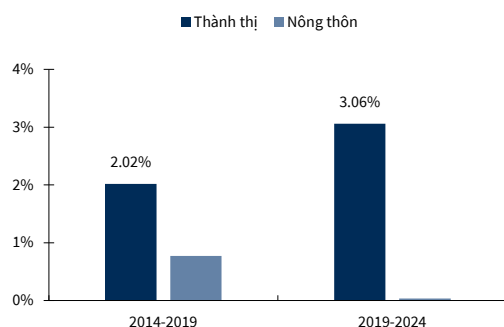


Nguồn: GSO

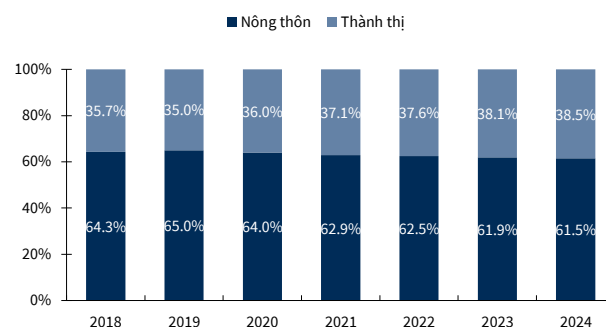
Biểu đồ 9. Thị phần kênh bán lẻ



Nguồn: Euromonitor

Biểu đồ 10. Tăng trưởng dân số trung bình giai đoạn 2014-2019

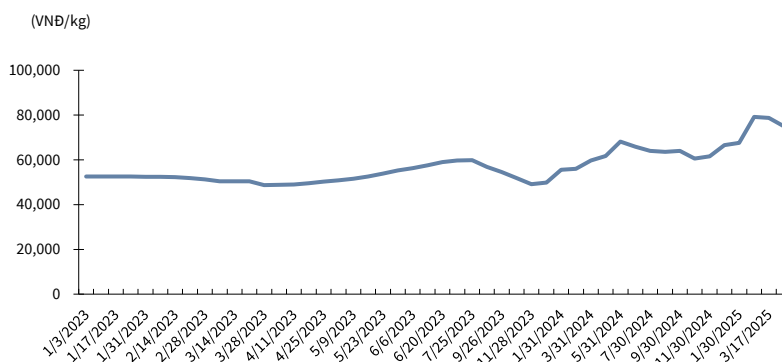
Nguồn: GSO, Điều tra dân số 2024

Biểu đồ 11. Cơ cấu dân số tại nông thôn và thành thị

Nguồn: GSO

Masan Meatlife kì vọng tiếp tục tăng năng suất trên mỗi con heo đầu vào và cải thiện doanh số qua WCM

Theo ban lãnh đạo, MML sẽ tiếp tục đẩy mạnh 2 mặt hàng là thịt lợn tươi Meatdeli và thịt qua chế biến (chủ yếu là heo cao bồi và xúc xích Ponnie) thông qua tăng năng suất trên mỗi con heo thịt và đẩy mạnh bán hàng qua WCM. Trong giai đoạn cuối 2024 và đầu 2025, giá thịt heo đã có xu hướng tăng mạnh (đạt 66,000 đồng/ kg cuối năm 2024, +33% YoY) giúp biên lợi nhuận trang trại của MML đạt trên 40%, và chỉ ảnh hưởng nhẹ đến sản phẩm đầu ra (MML tự chủ 80% nguồn cung). MML sẽ tiếp tục tái cấu trúc mảng trang trại giảm quy mô chăn nuôi gà và không tăng đàn lợn, tập trung hơn phát triển theo chiều dọc với các sản phẩm hạ nguồn có thương hiệu với giá trị gia tăng và biên lợi nhuận cao hơn. Thịt chế biến và thịt lợn tươi đã tăng trưởng lần lượt 17%/15% và 13%/22% trong 2023/2024 nhờ sản phẩm chất lượng và chiến lược giá hợp lý khi kết hợp với Winmart. Trong năm 2024, mảng thịt lợn tươi ghi nhận doanh số bán hàng hằng ngày trên mỗi cửa hàng WCM tăng 26% YoY. Trong khi đó, theo Frost & Sullivan, thịt chế biến chiếm 25% tổng lượng tiêu thụ thịt heo tại Trung Quốc, và đang tăng nhanh gấp đôi so với thịt tươi. Doanh nghiệp kỳ vọng xu thế này ở Việt Nam sẽ tương tự, cùng với xu hướng chuyển đổi nhu cầu từ thịt nóng (ở chợ truyền thống) sang thịt mát ở cửa hàng hiện đại.

Biểu đồ 12. Diễn biến giá thịt heo

Nguồn: Wichart

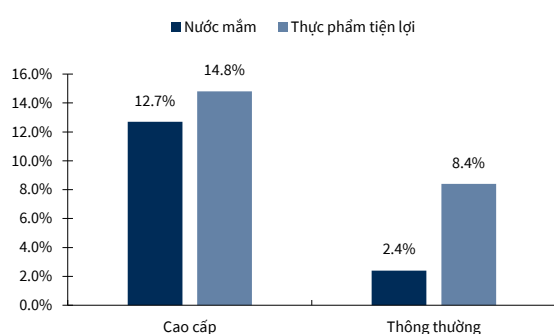
MCH tiếp tục phát triển các sản phẩm mới và cao cấp hóa ngành hàng nhằm giữ biên lợi nhuận cao

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu MCH sẽ tiếp tục tăng trưởng 9% YoY trong 2025 nhờ 3 ngành hàng lớn là gia vị/ thực phẩm tiện lợi/đồ uống tăng trưởng 10%/9%/10% YoY sau khi chậm lại 1 phần trong 4Q2024 với động lực từ: (1) doanh số từ các sản phẩm cao cấp hóa cao hơn; (2) Đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi và quảng cáo cho các sản phẩm mới ra trong 2024-2025; (3) WCM tiếp tục tăng tốc 400 cửa hàng (như đã nhận định ở trên)

Trong 2024, đóng góp của **phân khúc cao cấp** trên doanh thu các ngành hàng của MCH đã tăng từ 16.1% lên 17.7% đối với nước tương, từ 44.8% lên 46.6% đối với Omachi và vượt mức 50% đối với toàn ngành thực phẩm tiện lợi. MCH đạt mục tiêu tiếp tục cao cấp hóa sẽ tiếp tục diễn ra trong 2025 nhờ những nỗ lực trong phát triển sản phẩm và thương hiệu đã chiếm được niềm tin người tiêu dùng. Phát triển các sản phẩm “ready meal” như lẩu tự sôi, cơm tự chín hay Omachi lẩu cầm tay dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng dù đóng góp còn nhỏ trong doanh thu. Chúng tôi kỳ vọng điều này tiếp tục giúp MCH giữ mức giá bán trung bình và biên lợi nhuận cao ở 2 ngành hàng này.

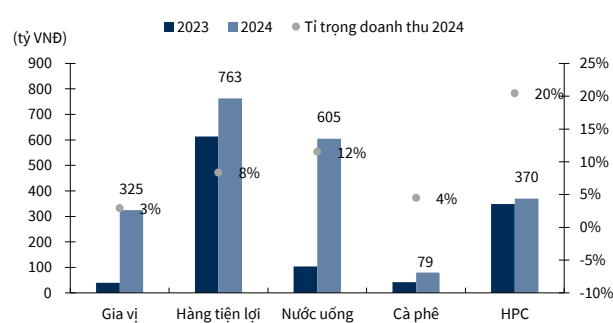
Phát triển và cải tiến sản phẩm mới đang là động lực chính cho ngành hàng đồ uống và chăm sóc cá nhân, lần lượt đóng góp 12% và 20% doanh thu mỗi ngành hàng. Doanh số Trà búp non 365 đã tăng 14 lần trong cả năm 2024. Trong khi đó, bột giặt chante cũng ghi nhận doanh thu 535 tỷ trong 2024, +50.3%YoY nhờ mở rộng kênh phân phối lên 63,000 điểm với tỉ lệ mua lại (trong 1 tháng) trên 80% ở các một số điểm bán. Chúng tôi kỳ vọng 2 ngành hàng này tiếp tục tăng trưởng 1 con số cao nhờ đẩy mạnh các kênh phân phối hiện đại, cải tiến sản phẩm trà và bột giặt chante cũng như tận dụng lợi thế trưng bày của WCM.

Biểu đồ 13. Tăng trưởng phân khúc cao cấp và thông thường (%YOY) trong 2024



Nguồn: MSN, MCH

Biểu đồ 14. Doanh thu sản phẩm mới trong 2023-2024



Nguồn: MSN, MCH

Biểu đồ 15. Các sản phẩm mới trong 2024



Nguồn: MCH

Giảm quy mô hoạt động của mảng khai khoáng và công nghiệp
Vonfram giúp cải thiện tình hình tài chính

Masan đã hoàn thành thương vụ bán HC Stark, Công ty con của MSR cho đối tác lâu năm là Mitsubishi với giá 134 triệu USD, ghi nhận lãi 1,403 tỷ VNĐ và thu về 2,762 tỷ VNĐ cho khoản thoái vốn. Chúng tôi kì vọng MSR/MSN sẽ giảm lỗ khoảng 500 tỷ VNĐ/năm (ước tính đến từ HCS) và có khả năng giảm quy mô nợ vay trong thời gian tới.

Giảm sở hữu MCH từ 67% xuống 51% sau khi chuyển sà

Trong 1Q2025, MCH chào bán bán hơn 326,8 triệu cổ phiếu với giá chào bán 10.000 đồng/cổ phiếu, tỷ lệ thực hiện quyền là 45,1% và dự kiến thu về hơn 3.268 tỷ đồng. MasanConsumerHoldings (công ty con MSN sở hữu 72.8%) đã thực hiện mua 69.2 triệu/ 302.7 triệu cổ, dự kiến giảm tỉ lệ sở hữu của Masan Consumer Holdings và MSN xuống lần lượt còn 70.4% và 51%. Theo thông tin từ doanh nghiệp, việc giảm sở hữu nhằm phù hợp quy định chuyển sà của HOSE với yêu cầu phải có tối thiểu 20% số cổ phần có quyền biểu quyết được nắm giữ bởi ít nhất 300 cổ đông không phải là cổ đông lớn.

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 16. Dự phóng KQKD 2025-2026

(tỷ VND)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	83,178	81,766	-2%	88,545	4.50%	Doanh thu giảm do thoái mạng kinh doanh của HCS
MCH	30,897	33,887	9.7%	36,134	6.6%	Tăng trưởng các ngành hàng gia vị/ thực phẩm tiện lợi/Đồ uống/HPC/ cá phê lần lượt 10%/9%/10%/7%/7% trong 2025. Xuất khẩu tăng trưởng 15%
WCM	32,712	35,396	8.2%	39,877	12.7%	Tăng trưởng LFL 8%, mở mới 400 cửa hàng và bị ảnh hưởng bởi những cửa hàng đóng trong 2024-2025
MML	7,650	8,232	7.6%	8,641	5.0%	Tăng trưởng thấp hơn do giá lợn đang ở mức cao ảnh hưởng đến sức mua tiêu dùng của người dân
MSR	14,336	6,487	-54.8%	6,487	0.0%	Tăng trưởng LFL ổn định, giảm do thoái vốn mạng HCS
Lợi nhuận gộp	24,656	26,340	6.8%	28,734	9.1%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	29.6%	32.2%	257bps	32.5%	24bps	
MCH	46.6%	46.7%	8bps	46.8%	6bps	Ổn định do kì vọng cao cấp hóa sản phẩm giúp duy trì biên lợi nhuận cao
WCM	24.5%	24.6%	5bps	24.7%	13bps	Cải thiện nhẹ ở các cửa hàng cũ và biên lợi nhuận thấp hơn ở các cửa hàng mới mở
MML	25.6%	24.7%	-87bps	24.8%	5bps	Giảm nhẹ do giá lợn kì vọng hạ nhiệt, ổn định hơn từ 2026 do đẩy mạnh phát triển sản phẩm theo hàng dọc
MSR	6.2%	10.0%	377bps	10.0%	0bps	Cải thiện nhờ mạng kinh doanh khai khoáng ổn định hơn và không ghi nhận mạng kinh doanh có hiệu quả kém như HCS
Thu nhập tài chính	4,044	2,689	-33.5%	3,258	21.1%	
Chi phí tài chính	7,900	7,374	-6.7%	7,043	-4.5%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	4,444	5,208	17.2%	5,208	0.0%	
SG&A	18,482	18,325	-0.9%	19,391	5.8%	Giảm do tác động thoái vốn và kiểm soát chặt chẽ chi phí
Lợi nhuận trước thuế	6,025	8,278	37.4%	10,267	24.0%	
<i>Biên LNTT</i>	7.2%	10.1%	288bps	11.6%	147bps	
Lợi nhuận sau thuế	4,272	6,622	55.0%	8,213	24.0%	
LN sau thuế công ty mẹ	1,999	3,973	98.8%	4,928	24.0%	Tiếp tục cải thiện nhờ biên lợi nhuận cao hơn ở hầu hết các mạng
<i>Biên LNST</i>	2.4%	4.9%	246bps	5.6%	71bps	

Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 87,500VND/cổ phiếu

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu MSN với phương pháp tổng các thành phần (Sum of the part) để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu MSN. Chúng tôi tiến hành định giá các công ty con đóng góp tỷ trọng doanh thu lớn bao gồm WCM, MCH, MML, MHT, TCB, PLH. Sau khi định giá giá trị cổ phần chúng tôi tiến hành chiết khấu 10% do đây là mô hình tập đoàn.

(1) Với MCH, chúng tôi sử dụng phương pháp P/E với P/E dự phóng ở mức 19 lần, tương đương mức trung bình 2 năm gần đây

(2) Với WCM, chúng tôi sử dụng phương pháp P/S với P/S dự phóng 1.0 lần, thấp hơn định giá của một số chuỗi bán lẻ bách hoá trong khu vực (Bách Hoá Xanh, Alfamart) do mức tăng trưởng cùng cửa hàng thấp hơn.

(3) Với MML, chúng tôi sử dụng mức P/B trung bình 2 năm là 1.8 lần, phản ánh tính chu kì của ngành.

(4) Với PLH, chúng tôi sử dụng giá trị thương vụ MSN mua lại PLH với chiết khấu 20% do triển vọng cạnh tranh gay gắt của ngành.

(5) Với MSR, chúng tôi sử dụng PB mục tiêu là 0.8 do MSR vẫn kì vọng lỗ trong

thời gian tới.

(6) Với TCB, chúng tôi sử dụng định giá của KBSV cập nhật ngày 4/3/2025.

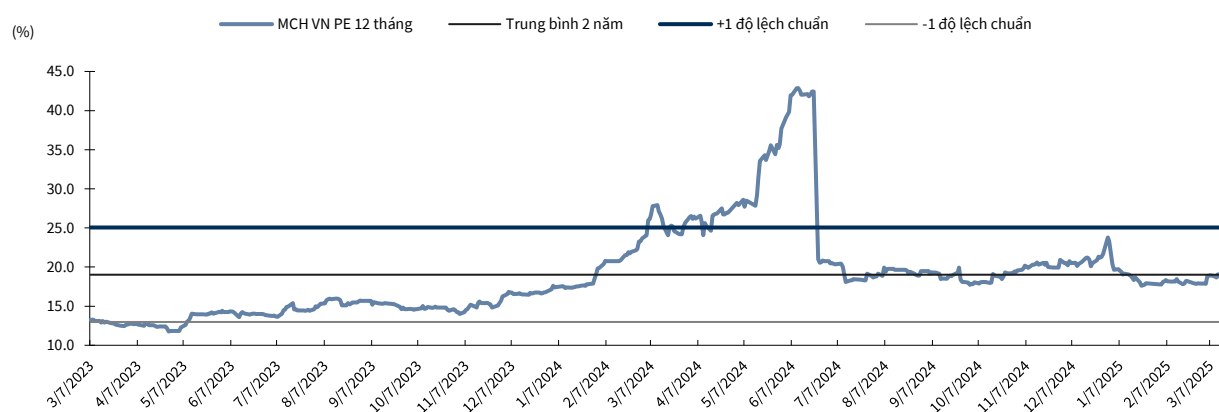
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu MSN, mức giá mục tiêu 87,500 VNĐ/cp, cao hơn 28% giá đóng cửa ngày 18/03/2025 với kỳ vọng trụ cột bán lẻ - tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng, tăng trưởng mạnh của công ty liên kết TCB và kỳ vọng sự phục hồi của MHT.

Bảng 17. Định giá từng phần SOTP

Công ty	Phương pháp	Giá trị cổ phần (tỷ VNĐ)	% Sở hữu	Giá trị sở hữu (tỷ VNĐ)
MCH	P/E 2025	151,736	67.4%	102,345
WCM	P/S 2025	35,396	78.7%	27,857
MML	PB 2025	8,073	94.9%	7,662
MSR	PB 2025	11,406	86.4%	9,855
Phuc Long Heritage	Theo giá trị thương vụ	6,193	85.0%	5,264
TCB	Theo định giá của KBSV	255,717	19.8%	50,632
Tổng (Tỷ VNĐ)				203,614
Nợ ở cấp công ty mẹ (Tỷ VNĐ)				(56,647)
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)				146,968
Chiết khấu tập đoàn				10%
Giá trị vốn chủ sở hữu sau chiết khấu (Tỷ VNĐ)				132,271
Số lượng cổ phiếu (Triệu cp)				1,512
Giá trị hợp lý (VNĐ/ cổ phiếu)				87,500

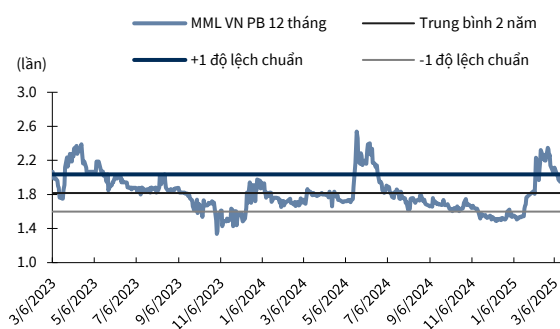
Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 18. PB của MCH trong giai đoạn 2020-2025



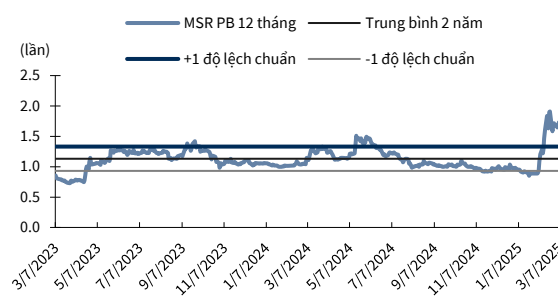
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 19. PB của MML trong giai đoạn 2023-2025



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 20. PB của MSR trong giai đoạn 2023-2025



Nguồn: Bloomberg

Masan (MSN) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2023A-2026F

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
(Báo cáo chuẩn)					(Báo cáo chuẩn)				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	78,252	83,178	81,766	88,545	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	147,384	147,585	157,796	169,641
Giá vốn hàng bán	56,131	58,522	55,426	59,812	Tài sản ngắn hạn	43,764	53,570	59,558	65,955
Lãi gộp	22,121	24,656	26,340	28,734	Tiền và tương đương tiền	10,125	18,618	25,480	29,141
Thu nhập tài chính	2,405	4,044	2,689	3,258	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	6,795	608	608	608
Chi phí tài chính	8,130	7,900	7,374	7,043	Các khoản phải thu	11,985	21,865	21,494	23,276
Trong đó: Chi phí lãi vay	6,946	6,405	6,147	5,715	Hàng tồn kho, ròng	13,175	10,787	10,217	11,025
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	Tài sản dài hạn	103,620	94,015	98,238	103,685
Chi phí bán hàng	14,192	14,565	14,318	15,053	Phải thu dài hạn	11,211	8,524	8,524	8,524
Chi phí quản lý doanh nghiệp	3,750	3,917	4,007	4,339	Tài sản cố định	42,886	37,050	36,493	35,947
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,350	6,761	8,539	10,765	Tài sản dở dang dài hạn	3,127	1,671	1,815	2,260
Thu nhập khác	310	180	245	213	Đầu tư dài hạn	33,928	35,323	40,530	46,651
Chi phí khác	97	916	507	711	Lợi thế thương mại	4,373	3,588	3,016	2,444
Thu nhập khác, ròng	213	736	-262	-499	NỢ PHẢI TRẢ	109,146	106,832	110,422	114,052
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	3,896	4,444	5,208	5,208	Nợ ngắn hạn	50,422	58,712	64,332	64,912
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,563	6,025	8,278	10,267	Phải trả người bán	6,318	7,171	6,226	6,719
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	693	1,752	1,656	2,053	Người mua trả tiền trước	220	220	220	220
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,870	4,272	6,622	8,213	Vay ngắn hạn	28,030	26,724	33,130	33,098
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,451	2,273	2,649	3,285	Nợ dài hạn	58,724	48,120	46,090	49,140
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	419	1,999	3,973	4,928	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	19	16	0	76
					Nợ dài hạn khác	8,250	6,331	6,331	6,331
Chỉ số hoạt động					Vay dài hạn	41,542	38,825	36,795	39,845
	2023	2024	2025F	2026F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	38,237	40,753	47,375	55,588
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.3%	29.6%	32.2%	32.5%	Vốn góp	14,308	15,129	15,129	15,129
Tỷ suất EBITDA	19.6%	20.2%	19.9%	20.1%	Thặng dư vốn cổ phần	8,723	14,165	14,165	14,165
Tỷ suất EBIT	16.2%	16.8%	16.1%	16.3%	Lãi chưa phân phối	11,798	9,327	13,300	18,228
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	3.3%	7.2%	10.1%	11.6%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lợi hoạt động KD	3.0%	8.1%	10.4%	12.2%	Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.5%	2.4%	4.9%	5.6%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	11,678	10,510	13,160	16,445
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
Lãi trước thuế	2,563	6,025	8,278	10,267	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	4,007	4,133	4,012	4,161	P/E	239.1	50.1	25.2	20.3
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-5,811	-7,055	-7,832	-9,314	P/E pha loãng	251.3	52.6	26.5	21.4
Chi phí lãi vay	7,830	8,274	6,147	5,715	P/B	2.6	2.5	2.1	1.8
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	8,588	11,377	10,605	10,828	P/S	1.3	1.2	1.2	1.1
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	452	-338	371	-1,782	P/Tangible Book	3.0	2.7	2.3	1.9
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	1,076	-99	571	-808	P/Cash Flow	-0.4	0.2	0.2	0.4
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-442	2,143	-786	611	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	20.7	16.1	14.1	12.8
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	426	628	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	40.6	26.8	21.2	18.5
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-8,734	-8,384	-7,871	-7,914	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,366	5,328	2,890	935	ROE%	2%	7%	12%	13%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-2,229	-3,099	-3,048	-3,507	ROA%	0%	1%	3%	3%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	18	35	0	0	ROIC%	3%	4%	6%	6%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-29,555	-36,549	0	0	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	20,544	32,404	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.3	0.4	0.4
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-12	-6,557	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.3	0.3	0.4	0.5
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	709	4,284	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.9	0.9	0.9	1.0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,820	2,972	2,689	3,258	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	1.1	1.0	0.8	0.7
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-8,705	-6,511	-359	-249	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.2	0.2
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	71	6,412	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	1.3	1.4	1.4	1.2
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	91,059	93,607	69,924	72,944	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	1.3	1.4	1.4	1.2
Tiền trả các khoản đi vay	-87,325	-88,611	-65,549	-69,924	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.7	0.7	0.7	0.7
Cổ tức đã trả	-244	-1,721	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	2.9	2.6	2.3	2.1
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.7	0.7	0.7	0.7
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	3,562	9,686	4,375	3,019	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-3,777	8,503	6,906	3,705	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	56	96	96	96
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	13,853	10,125	18,618	25,480	Hệ số quay vòng HTK	86	67	67	67
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	10,124	18,618	25,480	29,141	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	41	45	41	41

Nguồn: MSN, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng**Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược**Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

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, Ba Đình, Hà Nội

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

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, 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, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

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

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@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 tuyệt đối 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 kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
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 và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và 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 và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.