

CTCP TẬP ĐOÀN MASAN

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

Mã Bloomberg (MSN VN) | Mã Reuters (MSN.HM)

MUA

BC Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) VND 83,000

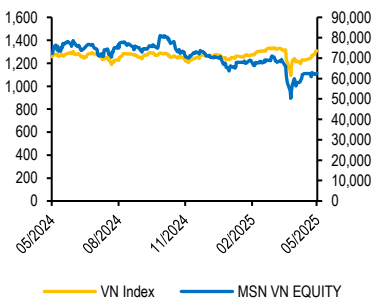
Giá hiện tại (19/05/25) VND 62,000

Suất sinh lời **33.9%**

VNINDEX	1,296
P/E thị trường	10.7x
Vốn hóa (tỷ VND)	89,178
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,438
SLCP tự do giao dịch (triệu)	663
52 tuần cao/thấp (VND)	82,300/50,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.70
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	341
Sở hữu nước ngoài (%)	25.13

CTCP Masan		29.5
Cổ đông lớn (%)		
Công ty TNHH Xây dựng Hoa Hướng Dương		13.21

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-8.4	-11.4	-17.9
Tỷ đổi với VN-Index (%)	-9.0	-19.0	-19.7



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyen

(84-28) 6299-8000

nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Tăng trưởng từ nội tại

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 83,000 đồng

CTCP Tập đoàn Masan (Masan, HOSE: MSN) là một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân đa ngành lớn nhất Việt Nam với trọng tâm là bán lẻ - tiêu dùng được kỳ vọng hưởng lợi từ nhân khẩu học và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, bên cạnh đó là mảng khai khoáng - tài nguyên và lợi ích liên kết tại ngân hàng Techcombank. Ra đời vào năm 1996, tập đoàn đã mở rộng quy mô qua các thương vụ M&A chiến lược.

Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu đối với MSN và đưa ra khuyến nghị MUA với kỳ vọng: (1) Mảng tiêu dùng bán lẻ cốt lõi tăng trưởng tích cực tạo động lực cho tăng trưởng lợi nhuận khi WinCommerce và Masan MEATLife bắt đầu có lợi nhuận trong 2024, (2) Tái cơ cấu HCKD không cốt lõi giúp giảm nợ vay và cải thiện hiệu suất hoạt động và (3) Câu chuyện chuyển sàn niêm yết của MCH là một động lực thúc đẩy giá cổ phiếu. Giá mục tiêu của chúng tôi đưa ra là 83,000 đồng, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 33.9% so với giá hiện tại.

MCH – viên kim cương gia bảo của MSN cùng câu chuyện chuyển sàn niêm yết sang HOSE

Đóng vai trò là trụ cột trong mảng kinh doanh bán lẻ tiêu dùng và là nguồn lợi nhuận bền vững cho công ty mẹ, MCH có lịch sử ấn tượng về biên lợi nhuận cao và tăng trưởng doanh thu ổn định, vượt xa các đối thủ trong lĩnh vực FMCG và thực phẩm đóng gói trong khu vực. Về độ nhận diện thương hiệu, MCH sở hữu thị phần đáng kể trên các danh mục sản phẩm chủ đạo của mình như gia vị (34.4%) hay thực phẩm tiện lợi (14.4%). Đồng thời, câu chuyện chuyển sàn niêm yết sang HOSE trong năm nay là một yếu tố hỗ trợ cho thanh khoản và định giá cổ phiếu.

Tái cơ cấu hoạt động kinh doanh không cốt lõi giúp giảm gánh nặng nợ vay

MSN đã hoàn tất giao dịch thoái vốn tại H.C.Starck vào tháng 12/2024 với giá trị 134.5 triệu USD và giúp ghi nhận khoản lợi nhuận một lần là 89 tỷ đồng. Nhờ vậy cấu trúc nợ của tập đoàn đã được cải thiện đáng kể, đưa tỷ lệ Nợ/EBITDA về 2.9x (so với 3.9x của cuối năm 2023).

WinCommerce và Masan MEATLife bắt đầu có lợi nhuận trong năm 2024

Những nỗ lực tái cấu trúc của hàng và sự phục hồi tiêu dùng đã giúp WCM bắt đầu ghi nhận NPAT dương từ Q3/24, đưa tổng NPAT của cả năm 2024 lên 6 tỷ đồng (so với cùng kỳ lỗ 600 tỷ đồng). MML cũng ghi nhận NPAT dương 25 tỷ đồng trong năm 2024 sau hai năm liên báo lỗ, với biên LN gộp cải thiện ở hầu hết các ngành hàng. Q1/25, MSN ghi nhận DT thuần 18,896 tỷ đồng (+0.2% YoY). Nếu loại bỏ ảnh hưởng từ việc ngưng hợp nhất H.C.Starck thì Doanh thu LFL tăng trưởng 11.1%. NPAT và NPATMI tăng mạnh, lần lượt gấp 2 và 3.7 lần cùng kỳ. Chúng tôi dự phóng năm 2025, MSN đạt doanh thu 81,597 tỷ đồng (-1.9% YoY do ngưng hợp nhất H.C. Starck) và NPAT 5,424 tỷ đồng (+26.9% YoY) nhờ biên LN cải thiện trên hầu hết các bộ phận và đóng góp tăng thêm từ TCB.

Rủi ro: (1) Rủi ro trong cấu trúc vốn của tập đoàn, (2) Rủi ro cầu tiêu thụ yếu gây ảnh hưởng đến mảng bán lẻ tiêu dùng, (3) Rủi ro tỷ giá và lãi suất, (4) Rủi ro nguyên vật liệu, (5) Rủi ro cạnh tranh

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	76,189	78,252	83,178	81,597	87,329
LN HKKD (tỷ VND)	4,669	4,179	6,174	7,633	8,859
LNST (tỷ VND)	4,754	1,870	4,273	5,424	6,973
EPS (đồng)	2,511	294	1,345	1,765	2,360
BPS (đồng)	18,366	18,560	21,031	22,442	24,330
Biên LN HKKD (%)	6.1	5.3	7.4	9.4	10.1
Biên LNST (%)	6.2	2.4	5.1	6.6	8.3
ROE (%)	13.0	4.9	10.5	12.1	14.4
PER (x)	37.0	227.9	50.3	48.1	36.0
PBR (x)	3.3	3.3	3.3	3.8	3.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

- 3 **Tổng quan doanh nghiệp**
- 9 **Quan điểm đầu tư**
- 18 **Dự phóng kết quả kinh doanh**
- 19 **Định giá và khuyến nghị**
- 24 **Rủi ro**
- 26 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

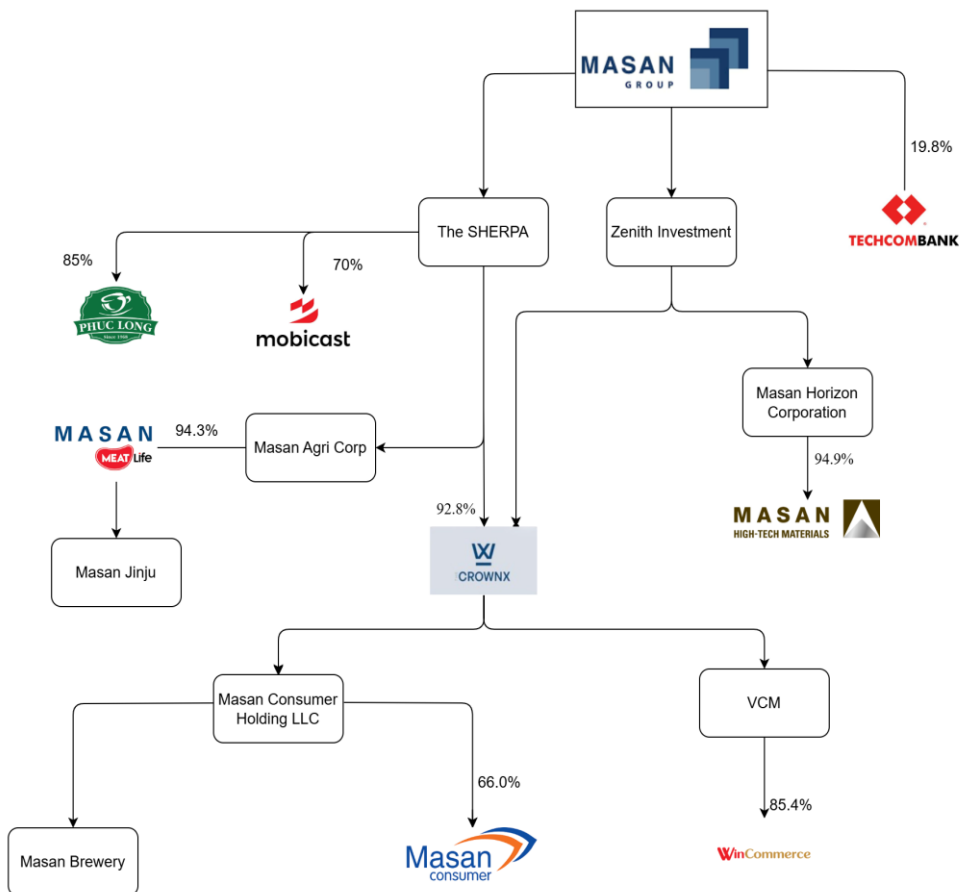
1. Lịch sử hình thành và phát triển

Ra đời từ năm 2004 với tên gọi Công ty Cổ phần Hàng Hải Masan, tập đoàn đã trải qua nhiều giai đoạn chuyển mình mạnh mẽ để trở thành một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân hàng đầu Việt Nam như hiện nay. Quá trình tái cấu trúc và đổi mới liên tục đã đưa Masan Group từ một công ty hàng hải nhỏ bé vươn lên trở thành một đế chế kinh doanh đa ngành. Dấu mốc quan trọng là việc đổi tên thành Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San vào tháng 8 năm 2009 và sau đó niêm yết thành công trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh vào năm 2009, mở ra một chương mới trong hành trình phát triển của tập đoàn. Đến tháng 7 năm 2015, công ty cũng đã chính thức đổi tên thành Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan.

Từ một công ty hàng tiêu dùng, nơi mà các sản phẩm FMCG từng được xem như “những con gà đẻ trứng vàng”, Masan đã chuyển đổi trở thành nền tảng “Consumer of Things” – Kết nối vạn nhu cầu. Với định hướng như vậy, Masan không ngừng mở rộng các mảnh ghép trong hệ sinh thái tiêu dùng, bao gồm các công ty thành viên và công ty liên kết hoạt động trong các lĩnh vực bao gồm bán lẻ hàng tiêu dùng (WinCommerce), FMCG có thương hiệu bao gồm thực phẩm và đồ uống đóng gói, sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình (Masan Consumer Holdings), thịt có thương hiệu và sản phẩm tươi sống (Masan MEATLife), bán lẻ thực phẩm và đồ uống (Phúc Long Heritage).

Các lĩnh vực kinh doanh khác bao gồm công ty liên kết là Ngân hàng Techcombank và công ty thành viên Masan High-Tech Materials, một trong những nhà chế biến sản phẩm vonfram cận sâu và nguyên liệu chiến lược phục vụ sản xuất công nghiệp lớn nhất thế giới.

Sơ đồ cấu trúc tập đoàn Masan



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu trong sơ đồ là tỷ lệ lợi ích của MSN tại các công ty tính tới ngày 31/03/2025

2. Sơ lược về các mảng kinh doanh

The CrownX là nền tảng tiêu dùng bán lẻ hợp nhất lợi ích của Tập đoàn Masan tại Masan Consumer Holdings và WinCommerce.

Masan Consumer Holdings (MCH, UPCOM)

Masan Consumer Holdings (MCH) là một công ty về hàng tiêu dùng, chuyên sản xuất và phân phối nhiều loại sản phẩm thực phẩm và đồ uống, bao gồm nước tương, nước mắm, nước chấm, tương ớt, hạt nêm, mì ăn liền ... Những thương hiệu chủ chốt của MCH bao gồm Chinsu, Nam Ngư, Tam Thái Tử, Omachi, Kokomi, Vinacafef... và cả sản phẩm của ngành hàng chăm sóc cá nhân & gia đình như bột giặt Net, Chante, sữa tắm La'Petal...

WinCommerce

WinCommerce (WCM) hiện là hệ thống bán lẻ hiện đại lớn nhất Việt Nam với hơn 3,600 siêu thị WinMart và cửa hàng tiện lợi WinMart+/WIN, trải rộng khắp 62 tỉnh thành. Với đa dạng các mô hình cửa hàng, WinCommerce đáp ứng nhu cầu mua sắm của mọi đối tượng khách hàng. Đây là chuỗi bán lẻ mà Masan mua lại từ Vingroup vào năm 2020 thông qua hình thức hoán đổi cổ phần, sau đó tiến hành tái cấu trúc và tái định vị thương hiệu thành WinCommerce.

Masan MEATLife (MML, UPCOM)

Masan MEATLife (MML) chuyên cung cấp các sản phẩm thịt chất lượng cao, có thể truy xuất nguồn gốc rõ ràng. Với thương hiệu thịt úm mát MEATDeli ra mắt năm 2018, công ty đặt mục tiêu mang đến cho người tiêu dùng những sản phẩm tươi ngon, an toàn và đa dạng. Nhờ việc kết hợp chuỗi cung ứng khép kín từ trang trại đến bàn ăn, Masan MEATLife đảm bảo chất lượng sản phẩm từ khâu chọn giống đến chế biến.

Tiền thân của MML là CTCP Masan Nutri-Science, được thành lập vào 2011. Đến 2021, Masan MEATLife chuyển giao mảng thức ăn chăn nuôi và hợp tác chiến lược với công ty TNHH De Heus, theo đó De Heus sẽ tiếp quản mảng thức ăn chăn nuôi và phụ trách cung ứng đến 70% nhu cầu thức ăn chăn nuôi cho trang trại của MML đến 2026. Hiện tại, MML sở hữu hai tổ hợp chế biến tại Hà Nam và Long An với tổng công suất chế biến 2.8 triệu con heo/năm (tương đương hơn 300 nghìn tấn thịt thành phẩm), với hai mảng kinh doanh chính là trang trại và thịt.

Masan High-Tech Materials (MSR, UPCOM)

Masan High-Tech Materials (MHT) là nhà cung cấp vật liệu vonfram công nghệ cao, vốn được sử dụng trong các ngành công nghiệp trọng điểm như điện tử, ô tô, hàng không vũ trụ và năng lượng. Bên cạnh các cơ sở sản xuất hiện đại tại Việt Nam, Đức, Canada và Trung Quốc, công ty còn sở hữu mỏ đa kim Núi Pháo và nhà máy chế biến hiện đại tại Thái Nguyên. MHT hiện nắm giữ khoảng 1/3 thị phần vonfram toàn cầu ngoài Trung Quốc. Tuy nhiên, MHT không phải là cốt lõi trong chiến lược tập trung vào mảng kinh doanh tiêu dùng, cho nên chiến lược hiện tại là tối ưu hóa hoạt động và giảm dần tỷ trọng trong ngành.

Phúc Long Heritage (PLH)

Tháng 5/2021, Masan thiết lập quan hệ đối tác chiến lược với Công ty Cổ phần Phúc Long Heritage (PLH) để phát triển chuỗi Kiosk Phúc Long trong mạng lưới WinMart+ trên toàn quốc. Ban đầu Masan Group mua 20% cổ phần của PLH, sau đó đã tăng lên 51% vào tháng 1/2022 và 85% vào tháng 8/2022. Tại thời điểm cuối năm 2024, PLH có 184 cửa hàng (bao gồm cửa hàng flagship và mini) hoạt động ngoài hệ thống WCM, và đây là 2 kênh phân phối offline chính bên cạnh kênh phân phối online như thông qua các ứng dụng giao hàng hay trên website PLH.

Lợi ích liên kết tại Techcombank (TCB, HOSE)

Ngoài ra, MSN còn sở hữu lợi ích tại ngân hàng Techcombank với tỷ lệ 19.8%, bên cạnh một số công ty liên kết khác. Techcombank là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất Việt Nam giữ vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực cho vay bất động sản, thu nhập từ phí dịch vụ qua các sản phẩm bảo hiểm bancassurance, giao dịch qua thẻ tín dụng visa và debit, và dịch vụ quản lý tài sản. Techcombank đang tiếp tục đầu tư vào mô hình công nghệ và thu hút được số lượng lớn khách hàng lớn trải nghiệm dịch vụ ngân hàng điện tử.

Danh sách các công ty liên kết chủ yếu (đến 31/03/2025)

Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu
Techcombank	Ngân hàng	19.8%
Cholimex	Sản xuất và kinh doanh gia vị	32.8%
Vissan	Sản xuất thực phẩm và bán lẻ	24.9%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Doanh thu duy trì tốc độ tăng trưởng tốt, NPAT và NPATMI hồi phục mạnh mẽ trong năm 2024

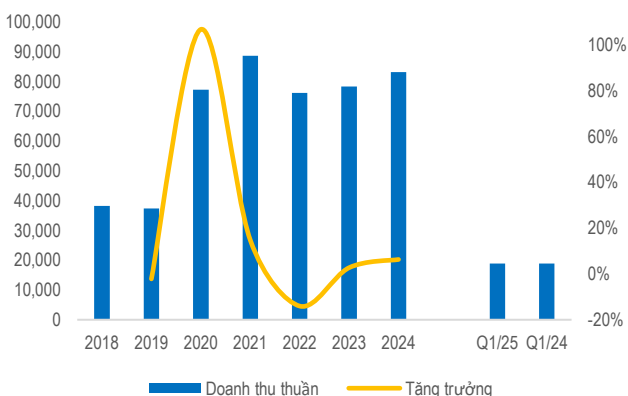
MSN duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần khá tốt trong giai đoạn 2018-2024 với CAGR đạt hai chữ số. Doanh thu 2022 giảm 14% do chuyển giao mảng thức ăn chăn nuôi của MML từ cuối năm 2021, hiệu ứng tích trữ hàng tiêu dùng trong dịch COVID năm 2021 tạo ra mức nền so sánh cao, kết hợp với tâm lý thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng năm 2022. Trong năm 2023, doanh thu bắt đầu tăng trưởng trở lại nhờ nhu cầu tiêu dùng ổn định hơn với các sản phẩm tiêu dùng thiết yếu trong gia đình do MCH và MML cung cấp, kết hợp với sự đóng góp tăng thêm từ WinCommerce. Cuối năm 2024, MSN báo cáo doanh thu 83,178 tỷ đồng (+6.3% YoY), trong đó trọng tâm bán lẻ tiêu dùng đều ghi nhận tăng trưởng tích cực với doanh thu MCH và VCM tăng lần lượt 6.5% và 9.4%, đồng thời MML và WCM bắt đầu ghi nhận NPAT dương kể từ Q3/2024. DT từ Phúc Long cũng tăng 5.6% YoY, chủ yếu đến từ 33 cửa hàng được mở mới và cải tiến thành công.

Sau khi đạt đỉnh vào năm 2021, cả NPAT (Lợi nhuận sau thuế) và NPATMI (Lợi nhuận sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số) của Masan đều giảm trong 2 năm sau đó, chủ yếu do ảnh hưởng từ nhu cầu thị trường suy giảm vì áp lực thắt chặt chi tiêu trong bối cảnh lo ngại về suy thoái kinh tế, cộng với mức nền so sánh cao trong năm 2021 khi người tiêu dùng tăng tích trữ trong dịch đã khiến lợi nhuận khó có thể tăng trưởng sau đó. Tuy nhiên, 2 chỉ tiêu này đã tăng trở lại trong năm 2024 với mức tăng 129% YoY và 377% YoY.

Trong năm 2024, MSN ghi nhận NPAT 4,272 tỷ đồng (+129% YoY) và NPATMI 1,999 tỷ đồng (+377% YoY). Kết quả này đến từ sự tăng trưởng của các mảng bán lẻ - tiêu dùng cốt lõi, chi phí tài chính ròng sụt giảm và khoản lợi nhuận 89 tỷ đồng ghi nhận một lần từ giao dịch thoái vốn khỏi H.C Starck.

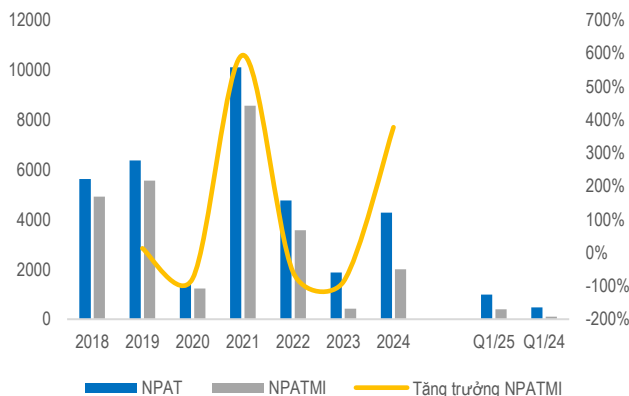
Bước sang Q1/25, MSN ghi nhận DT thuần 18,896 tỷ đồng (+0.2% YoY). Nếu loại bỏ ảnh hưởng từ việc ngưng hợp nhất H.C Starck thì Doanh thu (Like-for-like) tăng trưởng 11.1%. NPAT và NPATMI tăng mạnh, lần lượt gấp 2 và 3.7 lần cùng kỳ.

Tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2018-2024 (tỷ đồng)



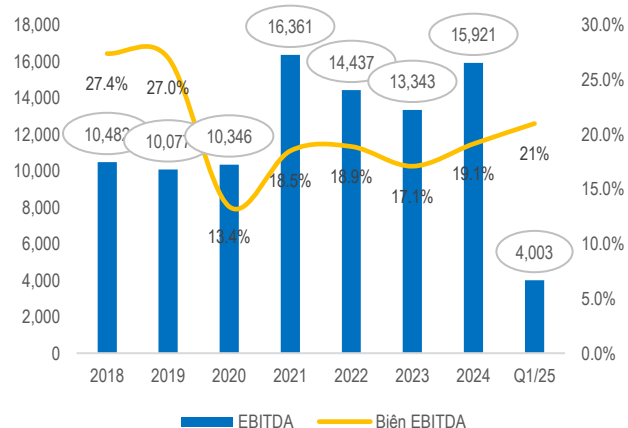
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2018-2024 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

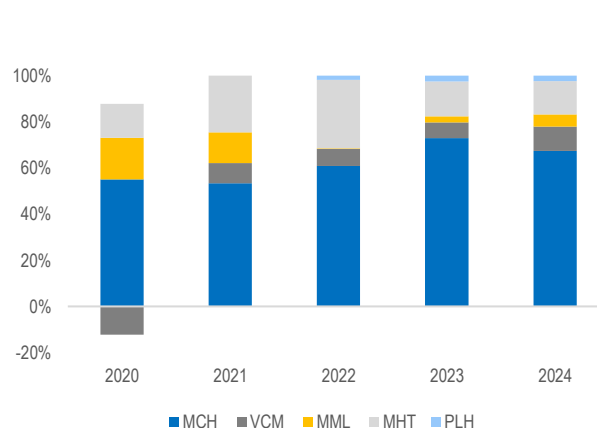
Tăng trưởng EBITDA giai đoạn 2018-2024 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

*EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao đã bao gồm phần thu nhập từ Techcombank

Cấu phần EBITDA (%)

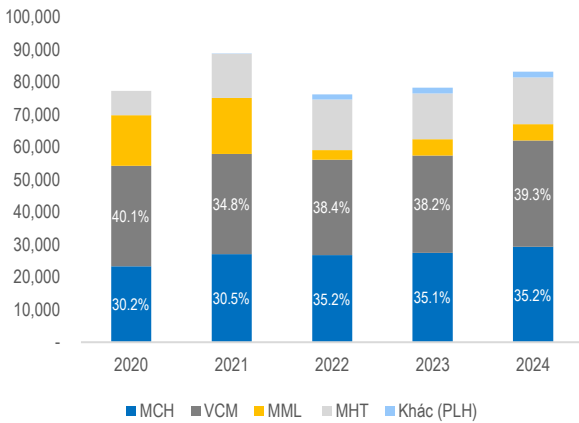


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

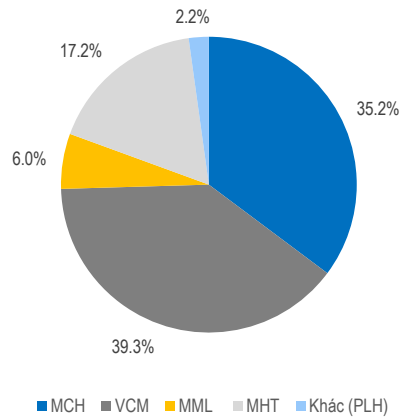
4. Màng bán lẻ tiêu dùng là trụ cột với The CrownX đóng góp hơn 2/3 cơ cấu doanh thu

Doanh thu của MSN chủ yếu đến từ The CrownX (MCH và VCM) với tổng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu dao động từ 65-75% trong giai đoạn 2020-2024 (tỷ trọng doanh thu năm 2024 của 2 doanh nghiệp này lần lượt là 35% và 39%). Đóng góp của MHT dao động từ 15%-20% cơ cấu doanh thu, trong khi đó đóng góp của MML đang có xu hướng giảm dần (từ 20.1% năm 2020 xuống còn 6.0% năm 2024), một phần do MML đã thoái mảng thức ăn chăn nuôi vào cuối năm 2021 khiến doanh thu sụt giảm. Những con số này cũng cho thấy tập đoàn đang đi theo đúng trọng tâm chiến lược, chính là tập trung vào mảng bán lẻ và định hướng mục tiêu phát triển xoay quanh hệ sinh thái tiêu dùng.

Cơ cấu doanh thu theo bộ phận kinh doanh (tỷ đồng)



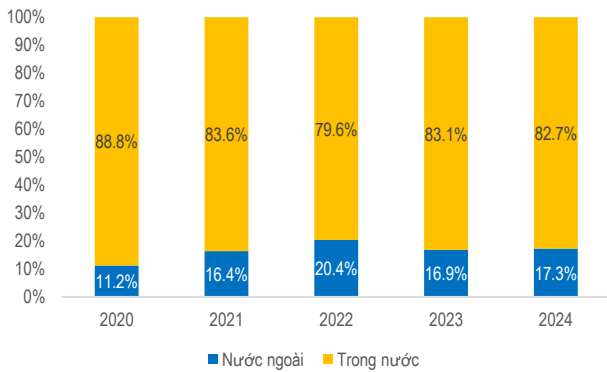
Tỷ trọng doanh thu theo bộ phận kinh doanh năm 2024 (%)



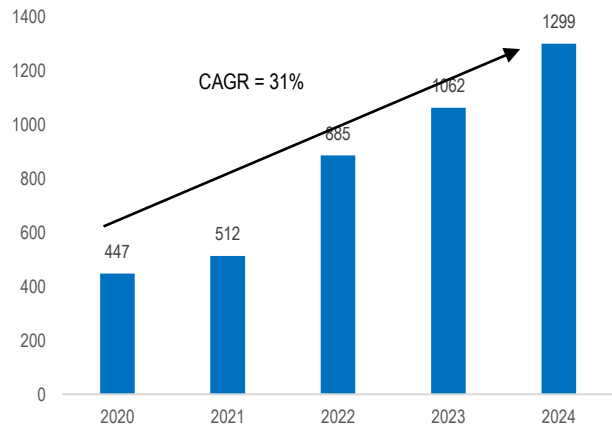
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam
(*): Đã loại trừ đi giao dịch nội bộ trong phạm vi tập đoàn

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam
(*): Đã loại trừ đi giao dịch nội bộ trong phạm vi tập đoàn

Doanh thu theo khu vực địa lý (%)



Doanh thu xuất khẩu của MCH (tỷ đồng)



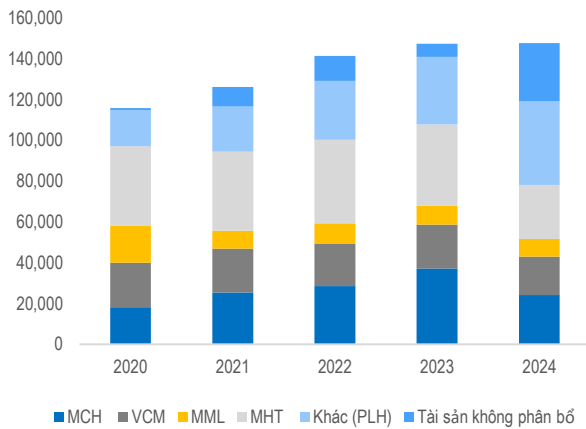
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

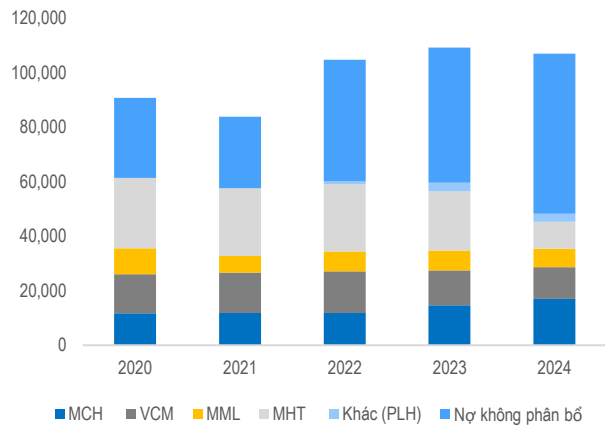
Thị trường nội địa là thị trường chủ lực với tỷ trọng chiếm hơn 80% trong cơ cấu doanh thu. Doanh thu nước ngoài chủ yếu là doanh thu xuất khẩu của MCH và doanh thu bán hàng ra các nước của MHT. Đáng chú ý, doanh thu xuất khẩu của MCH đang tăng trưởng với tốc độ nhanh chóng, điều này nhất quán với chiến lược "Go Global" với mục tiêu đạt 10-20% doanh thu từ thị trường toàn cầu thông qua việc đẩy mạnh đưa các thương hiệu Việt ra thế giới, cũng được BLĐ xác định là động lực tăng trưởng chính cho MCH trong ngắn và trung hạn. Tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu xuất khẩu MCH là 31% trong giai đoạn 2020-2024.

5. Phân tách bảng cân đối kế toán theo bộ phận kinh doanh

Cơ cấu tài sản theo bộ phận kinh doanh (tỷ đồng)



Cơ cấu nợ theo bộ phận kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

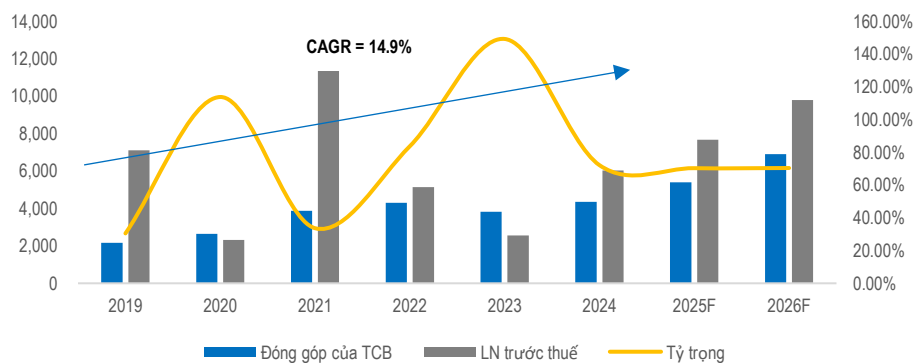
6. Đóng góp từ Techcombank tăng trưởng với CAGR 14.9% trong giai đoạn 2019-2024

Với tỷ lệ lợi ích 19.8% tại Techcombank, nguồn thu từ ngân hàng này đóng vai trò rất quan trọng trong lợi nhuận của Masan. Lợi nhuận MSN thu về từ khoản đầu tư vào TCB đã tăng từ 2,165 tỷ đồng vào năm 2019 lên 4,348 tỷ đồng vào năm 2024, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép CAGR là 14.9% trong giai đoạn này.

Tuy Q4/2024, đóng góp của Techcombank vào EBITDA của MSN là 732 tỷ đồng, giảm -21% YoY do ghi nhận chi phí một lần từ việc chấm dứt hợp đồng với Manulife, cả năm 2024 khoản đầu tư vào TCB vẫn mang lại cho MSN 4,348 tỷ đồng lợi nhuận (+13.6% YoY).

Phần lợi nhuận đóng góp từ Techcombank được dự báo đạt lần lượt 5,394 tỷ đồng và 6,897 tỷ đồng trong 2 năm 2025 và 2026 (tương ứng lợi nhuận dự phóng của ngân hàng này đạt 27,243 tỷ đồng và 34,832 tỷ đồng).

Đóng góp từ TCB (tỷ đồng) và tỷ trọng so với LN trước thuế (%)








Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

7. Mô hình hệ thống phân phối với độ phủ sóng cao

Masan phân phối các sản phẩm của mình thông qua chiến lược tích hợp O2O (Offline-to-online). Trong đó hệ thống Offline bao gồm các cửa hàng và siêu thị. Tính tới Quý 1/2025, hệ thống phân phối chạm mốc 3,972 cửa hàng trên toàn quốc. Trong năm 2024, Masan tiến hành cải tạo lại các cửa hàng cho phù hợp với nhu cầu địa phương, mô hình cửa hàng tại khu vực nông thôn có chi phí cố định (CAPEX) và chi phí vận hành (OPEX) thấp hơn, giúp tiết kiệm chi phí cho người tiêu dùng, đồng thời cải thiện mức tăng trưởng doanh thu của cửa hàng. Tốc độ mở mới cửa hàng được đẩy mạnh lại trong Q1 với 144 cửa hàng được mở trong quý.

Mô hình Minimart (WMP)

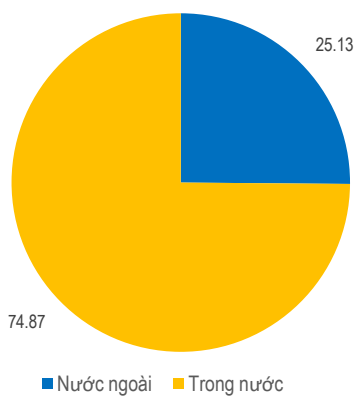
Mô hình siêu thị (WMT)

	Win (thành thị)	WinMart+ (thành thị)	WinMart+ (nông thôn)	Tiêu chuẩn	Cao cấp
					
Số lượng (cuối Q1/2025)	755	1,636	1,452	129	
Khu vực	Thành thị	Thành thị + Ngoại ô	Ngoại ô + nông thôn	Khu vực đông đúc ở thành thị	Khu vực chọn lọc ở thành thị
Định vị	Điểm đến “tất cả trong một” phục vụ mọi nhu cầu thiết yếu hằng ngày, phục vụ 80% chi tiêu dùng	Phục vụ nhu yếu phẩm cho người dân thành thị	Phục vụ nhu yếu phẩm cho người dân ở nông thôn, với một số hàng hóa tươi sống	Không gian mua sắm rộng rãi, thư thái	Trải nghiệm mua sắm đa tiện ích cho đối tượng khách hàng có thu nhập trung bình và cao
Diện tích (m2)	150 - 200	80 - 120	100	1,500 – 2,000	<1,000
Biên EBITDA của hàng (Q1/2025)	6.5%			5.5%	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

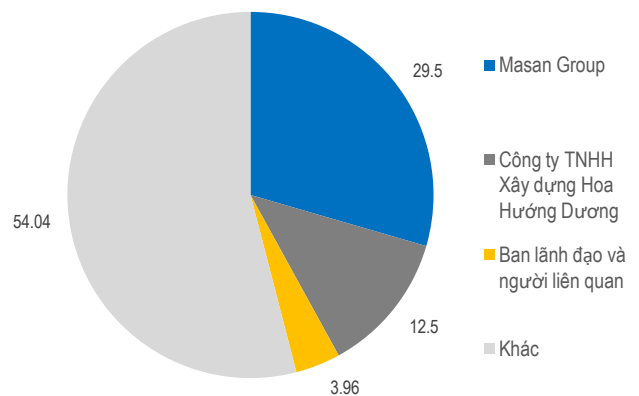
8. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 15/05/2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 15/05/2025



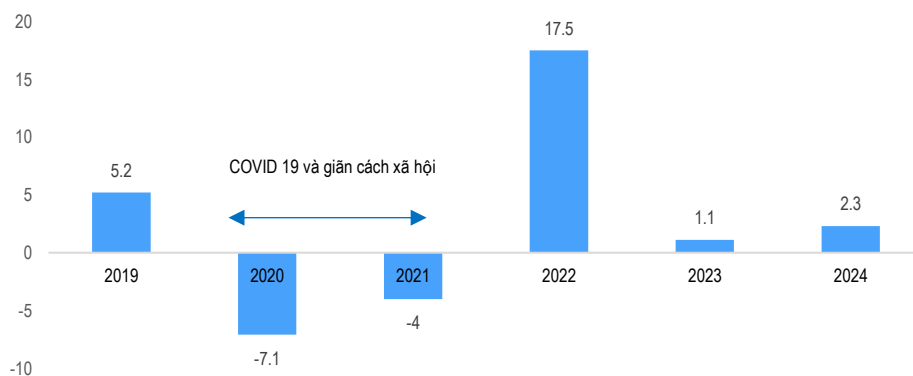
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Quan điểm đầu tư

1. Ngành bán lẻ được kỳ vọng hưởng lợi từ nhân khẩu học và sự tăng trưởng của tầng lớp trung lưu

Hoạt động kinh doanh của Masan Group chủ yếu tiến hành tại Việt Nam và phần lớn doanh thu đều được tạo ra trên lãnh thổ Việt Nam, do đó triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp phụ thuộc rất lớn vào tiềm năng của thị trường tiêu dùng nội địa cũng như năng lực của nền kinh tế nước nhà. Về dài hạn, mức tiêu dùng tại Việt Nam dự kiến sẽ tăng mạnh nhờ (1) tỷ lệ dân số trong độ tuổi 15-64 ở mức cao, thành thạo công nghệ (*tỷ lệ thâm nhập internet là 79.1% vào đầu năm 2024 – thống kê DataReportal*) và (2) sự mở rộng của tầng lớp trung lưu. Bộ phận người tiêu dùng này đang thúc đẩy tạo ra những hành vi mới với sản phẩm, địa điểm và cách thức mua sắm hàng hóa khác biệt.

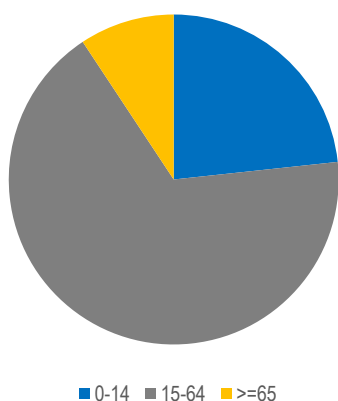
Tăng trưởng tiêu dùng FMCG qua các năm (%)



Nguồn: NielsonIQ, Shinhan Securities Vietnam

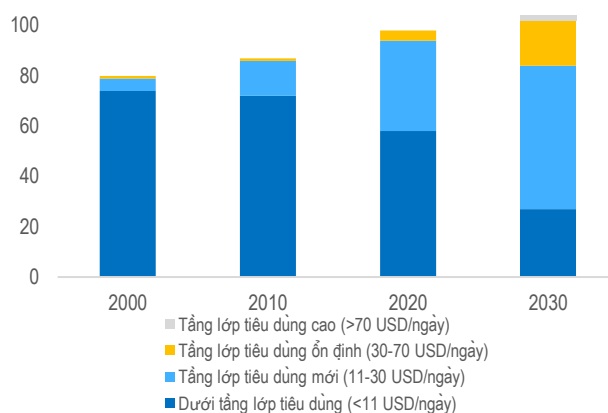
Đồng thời, một khảo sát của NIQ cũng cho thấy sự chuyển dịch trong thói quen tiêu dùng hiện đại khi người tiêu dùng đang dịch chuyển từ các siêu thị và cửa hàng tiện lợi sang minimart – những cửa hàng quy mô nhỏ nhưng tối ưu về sự tiện dụng và đảm bảo cung ứng đầy đủ các mặt hàng. Đây là một lợi thế đối với doanh nghiệp đã xây dựng được hệ thống bán lẻ hiện đại với độ phủ sóng rộng khắp như Masan.

Cơ cấu dân số theo độ tuổi năm 2024* (%)



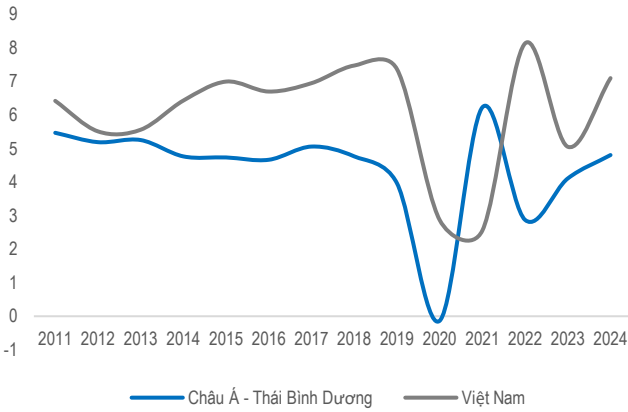
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam
(* Điều tra dân số giữa kỳ năm 2024)

Cơ cấu dân số theo thu nhập (triệu người)



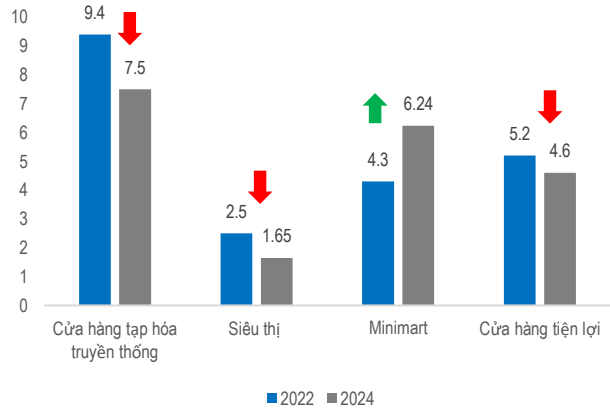
Nguồn: Mckinsey, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng GDP giai đoạn 2011- 2024 (%YoY)



Nguồn: World Bank, Shinhan Securities Vietnam

Sự chuyển dịch trong thói quen tiêu dùng (số lần đến/tháng)

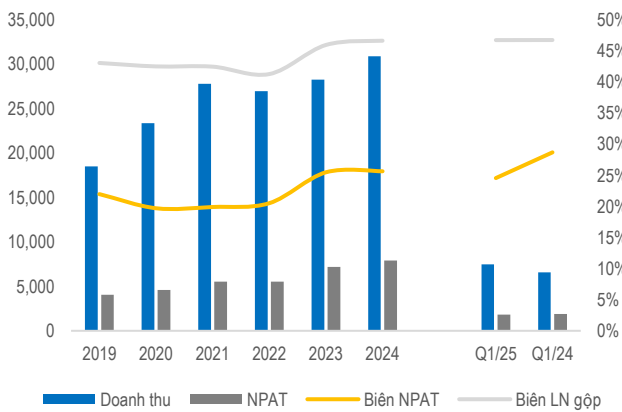


Nguồn: NielsenIQ, Shinhan Securities Vietnam

2. MCH – viên kim cương gia bảo của MSN và câu chuyện chuyển sàn niêm yết sang HOSE

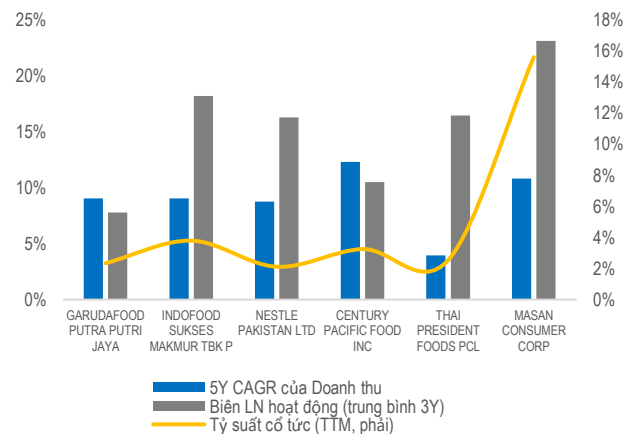
Đóng vai trò trụ cột trong mảng kinh doanh bán lẻ tiêu dùng và là nguồn lợi nhuận bền vững cho công ty mẹ Masan, MCH có lịch sử ấn tượng về biên lợi nhuận cao và tăng trưởng doanh thu ổn định, vượt xa các đối thủ trong lĩnh vực FMCG và thực phẩm đóng gói trong khu vực. Tốc độ tăng trưởng kép hằng năm (CAGR) của doanh thu đạt 10.8% trong giai đoạn 2019 - 2024, đồng thời biên lợi nhuận hoạt động bình quân 3 năm cũng đạt 23.1%. Bên cạnh đó, MCH còn là doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức vượt trội so với các doanh nghiệp FMCG mà chúng tôi thống kê trong khu vực Đông Nam Á.

Kết quả kinh doanh của MCH (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

So sánh MCH và các doanh nghiệp FMCG trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

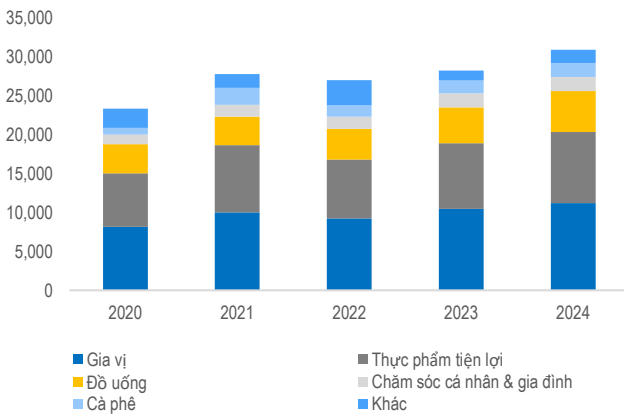
Năm 2024, MCH ghi nhận doanh thu 30,897 tỷ đồng (+9.4% YoY) và NPAT 7,921 tỷ đồng (+10.1% YoY). Biên lợi nhuận gộp cũng cải thiện thêm 70 điểm cơ bản (đcb), đạt 46.6%, chủ yếu đến từ đóng góp của 2 ngành hàng chiếm tỷ trọng lớn là Gia vị và Thực phẩm tiện lợi với biên lợi nhuận gộp lần lượt đạt 54.3% và 41% (tăng 130 và 190 đcb so với cùng kỳ).

Hầu hết các ngành hàng đều ghi nhận sự tăng trưởng DT trong năm (trừ ngành hàng HPC – Chăm sóc cá nhân và gia đình với doanh thu sụt giảm -1.6% YoY do DT bột giặt NET bị gián đoạn tạm thời trong khâu phân phối sau khi tích hợp vào hệ thống Masan Consumer). Hai ngành hàng chủ đạo là Gia vị và Thực phẩm tiện lợi đều đạt mức tăng

trường tích cực. Cụ thể, danh mục Gia vị tiếp tục tăng trưởng nhờ chiến lược cao cấp hóa mặt hàng nước mắm, với doanh số Chin-su tăng 16%, đóng góp 75% vào tăng trưởng của ngành hàng. Ngành hàng Thực phẩm tiện lợi cũng tăng 8.4% trong năm, trong đó chủ yếu nhờ vào danh mục cao cấp tăng gần 15% với Omachi tăng 12.7%.

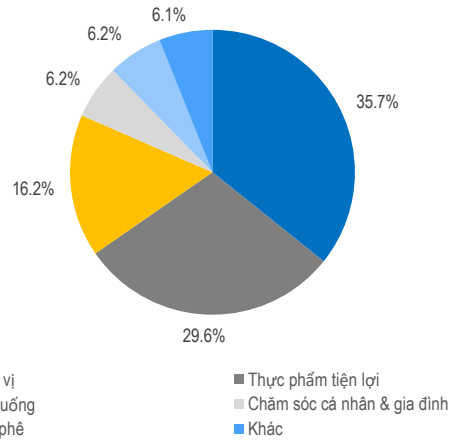
Q1/2025, MCH tiếp tục ghi nhận KQKD khả quan với DT đạt 7,489 tỷ đồng (+13.8% YoY) và NPAT đạt 1,838 tỷ đồng (-2.5% YoY) do doanh thu tài chính sụt giảm, hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận, trong đó hai ngành hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất là Gia vị và Thực phẩm tiện lợi ghi nhận tăng trưởng doanh thu lần lượt 15.9% và 4.0%.

Cơ cấu doanh thu theo ngành hàng của MCH (tỷ đồng)



Nguồn: MCH, Shinhan Securities Vietnam

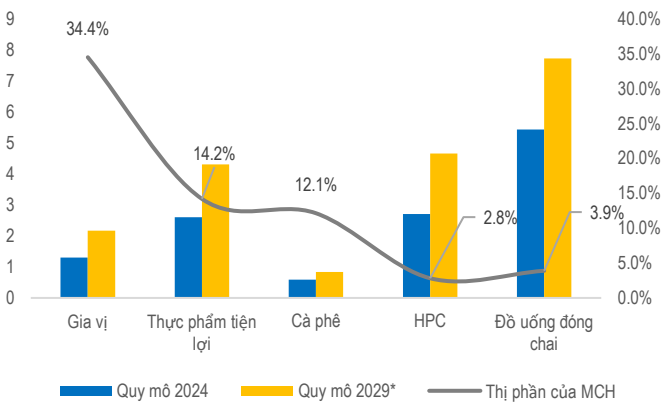
Tỷ trọng doanh thu MCH theo ngành hàng Q1/25 (%)



Nguồn: MCH, Shinhan Securities Vietnam

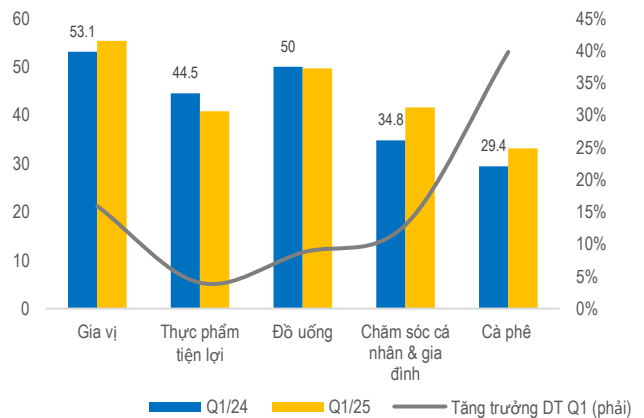
MCH có thị phần đáng kể trên các thương hiệu mạnh và danh mục sản phẩm của mình, được hỗ trợ bởi doanh thu và thị phần đáng kể trong các danh mục chính từ gia vị/nước sốt, mì ăn liền và đồ uống đóng chai (cà phê, đồ uống tăng lực và nước đóng chai). Trong đó, MCH sở hữu thị phần lớn nhất tại hai phân khúc Gia vị và Thực phẩm tiện lợi, cũng là hai ngành hàng chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu.

Quy mô thị trường (tỷ USD) và thị phần của MCH ở các phân khúc ngành hàng



Nguồn: Frost & Sullivan Report, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam
(*): Dự phóng của Frost & Sullivan

Biên lợi nhuận gộp của các ngành hàng MCH (%)



Nguồn: MCH, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của MCH (2024-2028F)					
Đơn vị: tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	30,897	33,936	37,193	40,942	45,093
Gia vị	11,195	12,169	13,155	14,260	15,444
Thực phẩm đóng gói	9,152	10,076	11,084	12,259	13,583
Đồ uống	5,249	5,984	6,828	7,791	8,890
HPC	1,809	1,914	1,973	2,082	2,192
Cà phê	1,769	1,932	2,106	2,298	2,507
Khác	1,723	1,861	2,047	2,252	2,477
Lợi nhuận gộp	14,404	15,712	17,258	18,997	20,968
EBITDA	8,333	9,197	10,116	11,095	12,220
NPAT	7,921	8,673	9,559	10,432	11,544
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	9.4	9.8	9.6	10.1	10.1
Lợi nhuận gộp	11.0	9.1	9.8	10.1	10.4
EBITDA	11.0	10.4	10.0	9.7	10.1
NPAT	10.1	9.5	10.2	9.1	10.7
Biên LN gộp	46.6%	46.3%	46.4%	46.4%	46.5%
Biên EBITDA	27.0%	27.1%	27.2%	27.1%	27.1%
Biên NPAT	25.6%	25.6%	25.7%	25.5%	25.6%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhiều tiến triển trong hành trình chuyển sàn niêm yết sang HOSE

Ngày 2/10/2024, MCH công bố nghị quyết Hội đồng quản trị thông qua việc triển khai chuyển giao dịch cổ phiếu MCH từ sàn UPCoM sang niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Thời gian dự kiến trong năm 2025.

Hiện tại, MCH đang niêm yết trên sàn UpCOM, tuy nhiên khối lượng giao dịch của cổ phiếu khá hạn chế. Gần đây, MCH đã tiến hành chào bán hơn 326 triệu cổ phiếu với giá 10,000 VND (tương ứng tỷ lệ chào bán 45.1%), là một bước tiến ban đầu góp phần tăng vốn cũng như cải thiện thanh khoản và giúp MCH dễ tiếp cận hơn với NĐT cá nhân. Chúng tôi cho rằng việc tăng vốn và chuyển sàn sẽ giúp cải thiện tính thanh khoản của cổ phiếu MCH và nâng cao định giá của cổ phiếu Masan. Sau đợt phát hành này, công ty TNHH MasanConsumerHoldings (công ty con của MSN) đã hạ tỷ lệ sở hữu xuống còn 69.71% - thỏa điều kiện chuyển sàn HOSE (*tối thiểu 20% cổ phiếu có quyền biểu quyết được nắm giữ ít nhất bởi 300 cổ đông không phải là cổ đông lớn – quy định tại Quyết định số 85/QĐ-SGDHCM về việc ban hành quy chế niêm yết chứng khoán tại SGDCK HCM*).

3. Tái cơ cấu HĐKD không cốt lõi giúp giảm gánh nặng nợ vay và cải thiện hiệu suất hoạt động

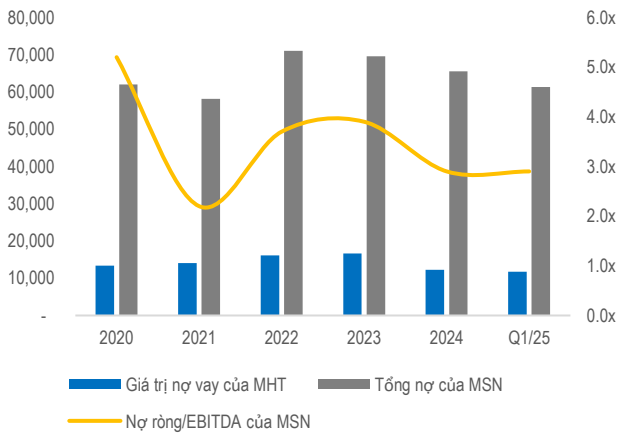
MHT thoái vốn khỏi HC. Starck Holding (Đức) GmbH

MHT đã mua lại nền tảng kinh doanh vonfram của H.C.Starck năm 2020 với mục tiêu đưa công nghệ tinh chế và tái chế vonfram về Việt Nam để chuyển dịch sang mô hình kinh doanh tuần hoàn bền vững. Cũng trong năm đó, MHT và Mitsubishi Materials Corporation (MMC) đã ký kết hợp tác thiết lập liên minh chuỗi giá trị vonfram toàn cầu. Tuy nhiên, điều kiện pháp lý tại Việt Nam còn nhiều hạn chế trong việc nhập khẩu phế liệu vonfram để MHT hiện thực hóa chiến lược tái chế. Trong năm 2024, MHT đã tiến hành chuyển nhượng 100% cổ phần tại H.C.Starck cho MMC, tuy nhiên vẫn giữ lại phần sở hữu tại Nyobolt, một công ty có trụ sở tại Vương quốc Anh chuyên cung cấp giải pháp pin sạc nhanh. Động cơ của việc chuyển nhượng là để tập trung nguồn lực vào vận hành mảng

kinh doanh cốt lõi là bán lẻ hàng tiêu dùng, đồng thời tối ưu hóa vận hành tại MHT, duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh hơn, giảm gánh nặng lãi vay. Giao dịch cũng đi kèm thỏa thuận bao tiêu APT (*Amonium Paratungstate – là nguyên liệu thô quan trọng để sản xuất ra nhiều hợp chất wolfram khác*) cùng oxit wolfram, đảm bảo lợi ích lâu dài cho cả hai bên. Sau khi thoái H.C.Starck, MHT sẽ tập trung nguồn lực khai thác khoáng sản tại mỏ Núi Pháo - Thái Nguyên (trữ lượng còn khoảng 44 triệu tấn, vòng đời khai thác dự kiến đến 2035) và nhà máy chế biến sâu Wolfram Masan, phục vụ thị trường nội địa và xuất khẩu.

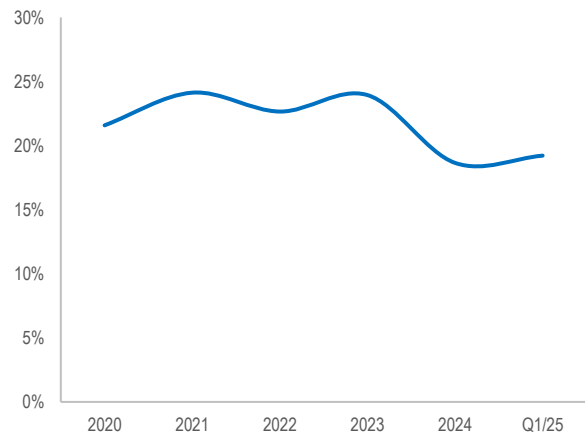
Giao dịch được hoàn tất vào tháng 12 năm 2024 với giá trị 134.5 triệu USD (trước phí giao dịch) và mang lại khoản lợi nhuận ghi nhận một lần 89 tỷ đồng (sau khi trừ đi các chi phí trong quá trình chuyển đổi MHT). Mục tiêu của thương vụ là nhằm giảm nợ cho MHT và cải thiện tỷ lệ Nợ/EBITDA của MSN về dưới 3.5x (tỷ lệ này cuối 2023 là 3.9x). Thực tế, thương vụ thoái vốn đã giúp cải thiện cấu trúc nợ của tập đoàn đáng kể, khi tỷ lệ Nợ ròng/EBITDA cuối 2024 đã giảm xuống còn 2.9x và tiếp tục duy trì trong Q1/2025.

Cơ cấu nợ của MHT trong tập đoàn (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam
(* Giá trị nợ vay là tổng nợ ngắn hạn và dài hạn)

Tỷ trọng nợ của MHT trong tập đoàn (%)

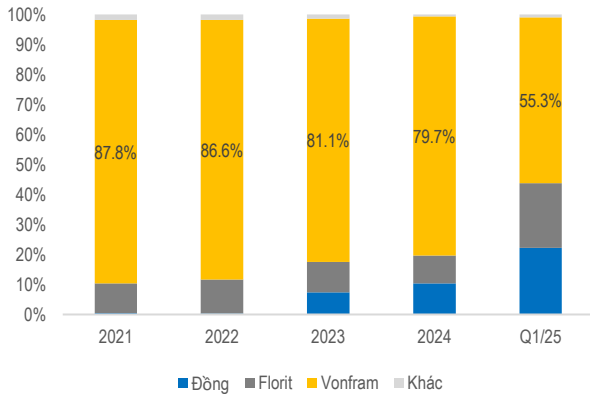


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Tuy không mang lại nhiều đóng góp về mặt kinh doanh cho Masan (17% cơ cấu doanh thu, 11% cơ cấu EBITDA, NPAT -1,587 tỷ đồng trong năm 2024), nhưng MHT lại chiếm tỷ trọng tương đối trong cơ cấu nợ vay của tập đoàn (tỷ lệ này dao động từ 20-25% trong giai đoạn 2020 – 2023) cũng như tài sản cố định, mang đến gánh nặng lớn về chi phí lãi vay cũng như khấu hao.

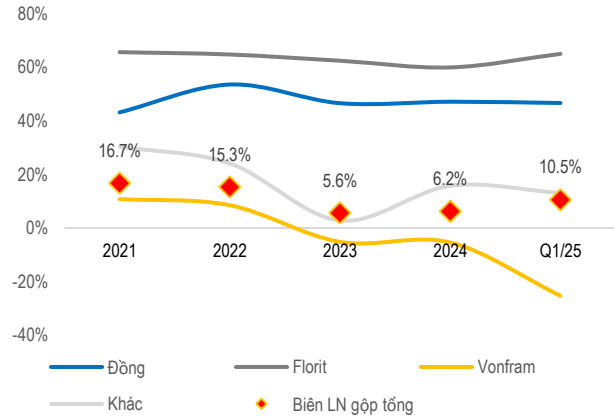
Trong năm 2024, doanh thu của MHT đạt 14,336 tỷ đồng (+1.7% YoY) và EBITDA đạt 1,785 tỷ đồng (+15.1% YoY). Tuy nhiên, công ty vẫn ghi nhận khoản lỗ 1,587 tỷ đồng, so với mức lỗ 1,530 tỷ đồng của năm 2023, nguyên nhân là do chi phí tài chính và chi phí thuế vẫn duy trì ở mức cao. Bước sang Q1/25, MHT ghi nhận doanh thu 1,393 tỷ (giảm do ngưng hợp nhất H.C.Starck), trên cơ sở so sánh tương đương thì DT tăng 33% YoY. Quý 1 cũng ghi nhận EBITDA 413 tỷ đồng (cùng kỳ là 117 tỷ đồng), NPAT -222 tỷ đồng (cùng kỳ báo lỗ -702 tỷ đồng) cho thấy sự cải thiện trong KQKD sau động thái thoái vốn. Biên Lợi nhuận gộp cũng cải thiện lên 10.5% so với 6.2% trong Q4/24.

Cơ cấu doanh thu của MHT (%)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp của MHT (%)



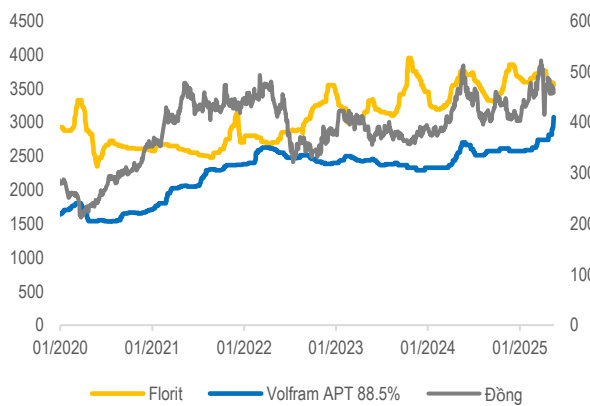
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Giá Volfram ở nền cao hỗ trợ tăng trưởng doanh thu cho MHT trong năm 2025

Giá Volfram và các kim loại khác trên thị trường thế giới đã tăng mạnh gần đây trước thông tin Trung Quốc thắt chặt kiểm soát xuất khẩu công nghệ và khoáng sản trong bối cảnh căng thẳng thương mại với phương Tây đang dâng cao. Với vị thế nắm giữ khoảng 80% trữ lượng volfram toàn cầu (khoảng 2.3 triệu tấn – Cục khảo sát Địa chất Hoa Kỳ USGS năm 2024), động thái này của TQ đã đẩy giá kim loại này tăng cao. Việt Nam cũng sở hữu trữ lượng volfram khoảng 95 nghìn tấn, đứng thứ tư thế giới. Doanh số Volfram chiếm khoảng 80% cơ cấu doanh thu trong năm 2024.

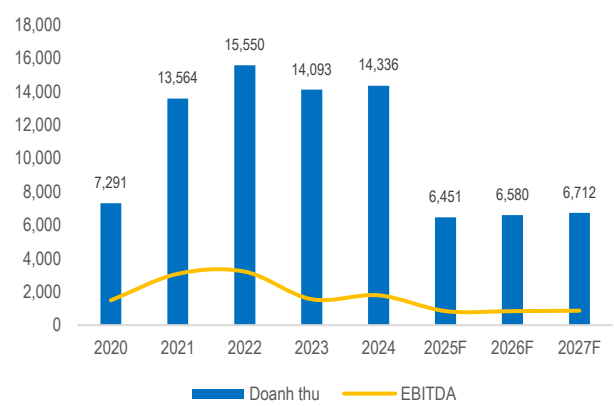
Ngoài ra, BLĐ cũng chia sẻ là MHT cũng đạt được thỏa thuận bán Đồng trị giá 50 triệu USD trong năm 2025, tương ứng với 85% lượng tồn kho của doanh nghiệp.

Diễn biến giá kim loại (USD/tấn, Volfram & Đồng - Phải, Florit – Trái)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả kinh doanh của MHT (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam
(* Doanh thu 2025 giảm do ngưng hợp nhất H.C.Starck

**4. Lợi nhuận kỳ vọng tăng trưởng khi cả WCM và MML bắt đầu có lãi từ Q3/2024
WinCommerce bắt đầu ghi nhận NPAT dương từ Q3/2024**

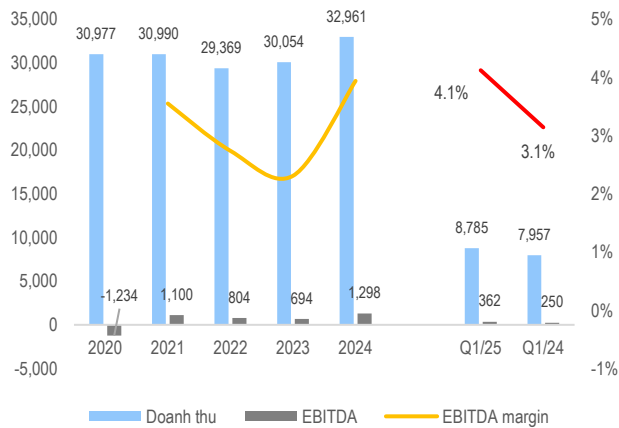
Masan mua lại chuỗi bán lẻ VinCommerce của VinGroup vào năm 2020 thông qua một thỏa thuận hoán đổi cổ phần với Vingroup, sau đó tiến hành tái định vị thương hiệu và cấu trúc lại hệ thống cửa hàng bán lẻ. Sau bốn năm về tay Masan, hệ thống này đã đạt được những bước tiến đáng kể, ghi nhận EBITDA dương từ năm 2021 và chính thức có lợi nhuận từ năm 2024.

Những nỗ lực tái cấu trúc cửa hàng trong giai đoạn 2023, kết hợp với sự phục hồi trong tiêu dùng đã mang lại cho

WCM kết quả khả quan trong năm vừa qua. Quý 3/2024 đánh dấu bước ngoặt của WCM khi là quý đầu tiên ghi nhận NPAT dương là 20 tỷ đồng. Quý 4/2024, WCM tiếp tục đạt NPAT là 209 tỷ đồng, nâng NPAT của cả năm 2024 lên 6 tỷ (cùng kỳ 2023 lỗ 600 tỷ đồng). Lũy kế cả năm 2024, EBITDA đạt 1,298 tỷ đồng (+87% YoY), nâng biên EBITDA/Doanh thu lên 3.9% (so với 2.3% trong năm 2023).

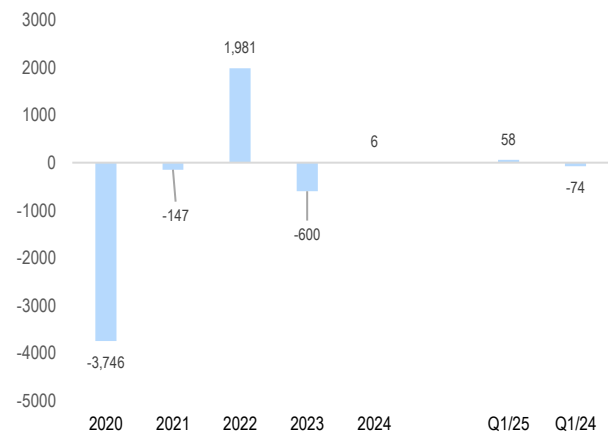
Q1/2025, WCM tiếp tục ghi nhận DT 8,785 tỷ đồng (+10.4% YoY) và EBITDA 362 tỷ đồng (+44.8% YoY). Kết quả này có được là nhờ tăng trưởng LFL của chuỗi cửa hàng Minimart, đặc biệt là ở khu vực Nông thôn cũng như tăng lưu lượng khách mua hàng. Dù đẩy mạnh mở mới, WCM vẫn ghi nhận mức lợi nhuận dương 58 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ -74 tỷ đồng).

Doanh thu và EBITDA của WCM (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

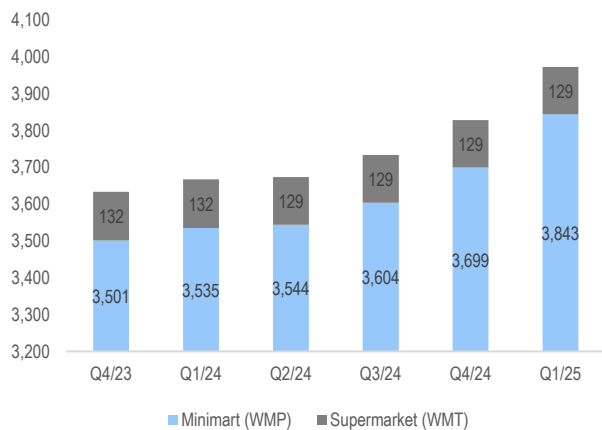
NPAT của WCM (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

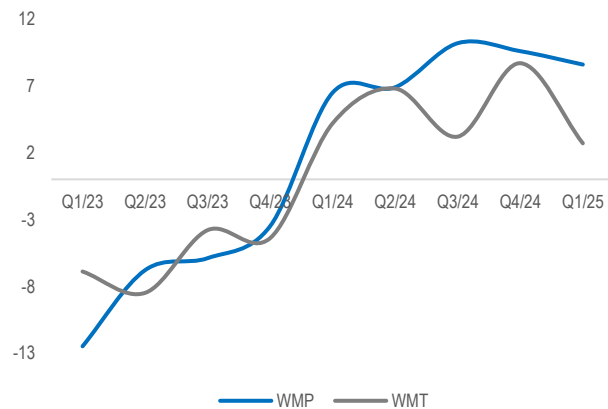
(* 2022 ghi nhận lãi từ doanh thu tài chính từ thương vụ M&A giữa các doanh nghiệp trong nội bộ tập đoàn)

Số lượng cửa hàng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng doanh thu LFL(*) theo quý



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

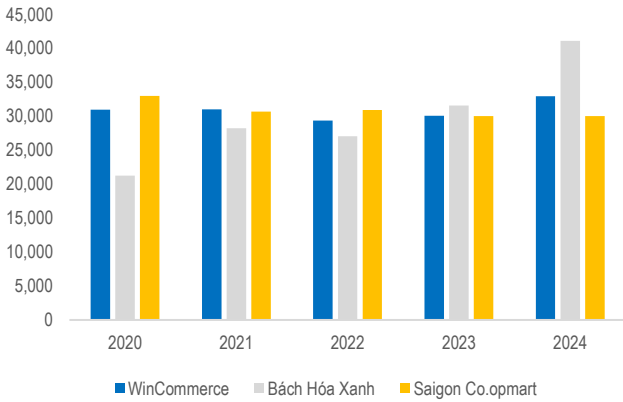
(* LFL (Like-for-like): Tăng trưởng của các cửa hàng cũ, không tính mở mới hoặc tái cấu trúc

Cũng trong Q1/2025, WCM mở mới 144 cửa hàng, nâng tổng số lượng cửa hàng lên 3,972. Trong đó có tổng cộng 3,843 cửa hàng Minimart (ở thành thị + nông thôn) và 129 siêu thị. Đồng thời, tăng trưởng LFL của các cửa hàng cũng cải thiện so với cùng kỳ, với mức tăng trưởng LFL của WMP và WMT đạt lần lượt 8.6% và 2.7% trong Q1/2025.

Quy mô không thua kém gì các chuỗi bán lẻ khác trong ngành FMCG

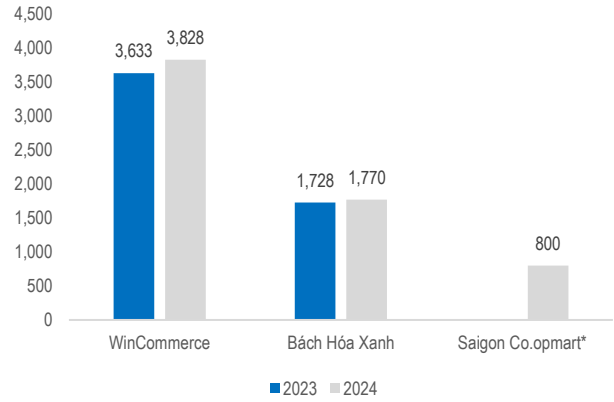
Quy mô doanh thu của WCM tương đương với hai ông lớn bán lẻ trong ngành là Bách Hóa Xanh và Saigon Co.opmart với doanh thu khoảng 30,000 - 35,000 tỷ đồng/năm (riêng BHX ghi nhận doanh thu 2024 tăng trưởng mạnh 30% lên hơn 41,000 tỷ đồng). Tuy nhiên, xét về mạng lưới phân phối có nhiều điểm khác biệt khi WCM tập trung phát triển chuỗi Minimart với quy mô cửa hàng nhỏ hơn, BHX tập trung vào chuỗi siêu thị với quy mô vừa, còn Saigon Co.opmart lại có thế mạnh ở chuỗi siêu thị quy mô lớn, phân phối đa dạng các loại mặt hàng bao gồm cả hàng tươi sống với giá cả tương đối cạnh tranh hơn.

So sánh quy mô doanh thu các chuỗi bán lẻ FMCG (tỷ đồng)



Nguồn: MSN, MWG, Shinhan Securities Vietnam

Quy mô hệ thống phân phối các chuỗi bán lẻ FMCG (số lượng điểm bán)



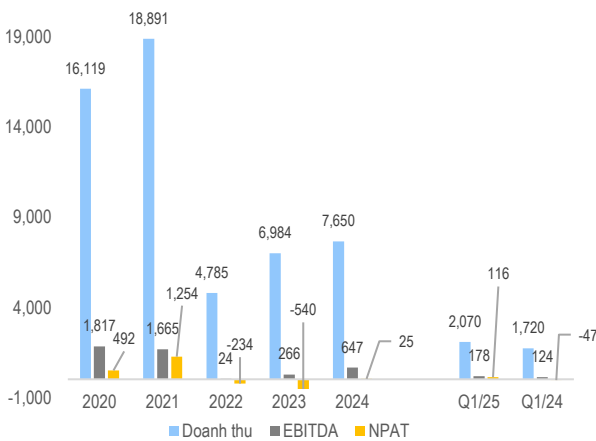
Nguồn: MSN, MWG, Shinhan Securities Vietnam

(* Ước tính số lượng điểm bán của Saigon Co.opmart bao gồm siêu thị, Co.op Food và Co.op Xtra, Co.op Smile,...

MML ghi nhận NPAT dương trong năm 2024 với biên lợi nhuận cải thiện ở hầu hết các phân khúc, tiếp tục tập trung vào mảng thịt chế biến

Sau khi chuyển giao mảng thức ăn chăn nuôi cho De Heus vào cuối năm 2021, doanh thu của MML đã sụt giảm mạnh trong năm sau đó, đồng thời ghi nhận lợi nhuận sau thuế âm trong 2 năm liên tiếp 2022-2023. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh đã bắt đầu khởi sắc trở lại trong năm 2024 khi công ty ghi nhận NPAT dương trở lại (25 tỷ đồng), đồng thời biên EBITDA cũng cải thiện lên 8.5% (cùng kỳ 2023 là 2.3%).

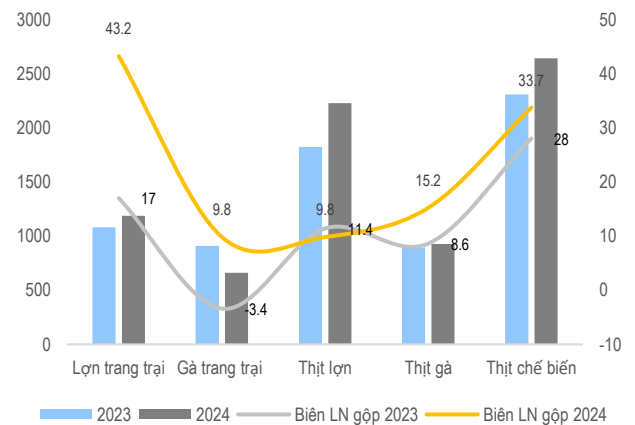
Kết quả kinh doanh của MML (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

(* Doanh thu 2022 giảm mạnh do chuyển giao mảng thức ăn chăn nuôi vào cuối 2021

Doanh thu (tỷ đồng) và biên LN gộp (%) theo phân khúc của MML



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu 2024 ghi nhận 7,650 tỷ đồng (+9.5% YoY) và lợi nhuận gộp đạt 1,961 tỷ đồng (+86.4% YoY). Biên lợi nhuận gộp cải thiện ở hầu hết các phân khúc trong năm 2024, ngoại trừ mảng thịt lợn có biên LN gộp giảm 170 điểm cơ bản do giá heo tăng gây ảnh hưởng lên chi phí sản xuất, nhưng được bù đắp bởi mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ (+22.3% YoY) nhờ chiến lược hội viên WIN Member, với doanh số bán thịt heo trên mỗi cửa hàng WCM tăng 26% YoY trong năm 2024. Đồng thời, doanh số theo tháng của các dòng sản phẩm xúc xích 'Heo cao bồi' và 'Ponnie' cũng vượt 200 tỷ đồng, đóng góp tích cực vào mức tăng trưởng 14.5% của mảng thịt chế biến, chiếm khoảng 50% thị phần xúc xích tiết trùng. Trọng tâm hiện tại của MML là thịt chế biến, chiếm khoảng 35% cơ cấu doanh thu 2024 và cũng là mảng có biên lợi nhuận gộp cao (33.7%).

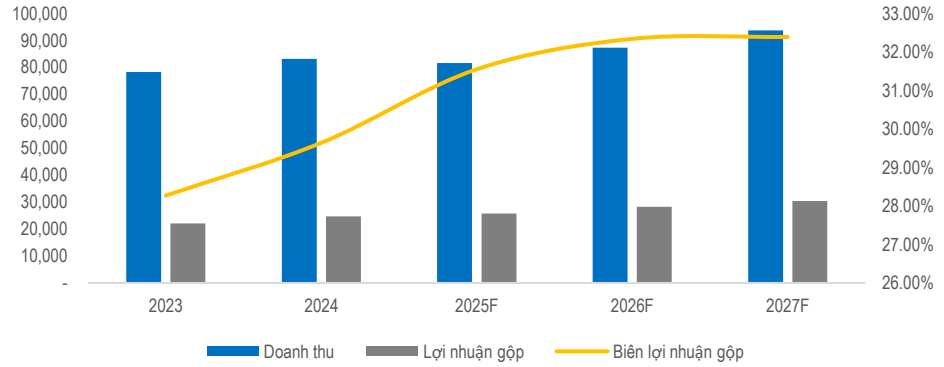
Q1/2025, MML ghi nhận Doanh thu tăng trưởng 20.4% YoY, đạt 2,070 tỷ đồng và NPAT tăng mạnh 345.2%, đạt 116 tỷ đồng. Kết quả tích cực có được nhờ tăng trưởng đều ở cả hai phân khúc trang trại và thịt. Biên lợi nhuận gộp Q1/25 cũng cải thiện lên 28% so với 23% cùng kỳ. Giá heo tăng giúp cải thiện biên lợi nhuận của mảng thịt heo, nhưng bị bù trừ bởi sự sụt giảm của mảng thịt chế biến.

MML được kỳ vọng sẽ tiếp tục tận dụng thị trường rộng lớn hơn 100 triệu dân với tổng quy mô tiêu thụ ước đạt 4.9 triệu tấn trong năm 2024, dự kiến tăng trưởng với CAGR là 4% cho đến năm 2028 và đạt mốc 5.8 triệu tấn (theo Euromonitor). Trong đó, thịt heo vẫn là loại thịt được tiêu thụ nhiều nhất, chiếm 3.07 triệu tấn, thịt gia cầm đứng thứ hai với 1.25 triệu tấn. Tuy nhiên, thị trường này lại chưa được chuẩn hóa khi hơn 90% sản phẩm trên thị trường không có thương hiệu, trong khi đó người tiêu dùng ngày càng chú trọng tới các sản phẩm có khả năng truy xuất nguồn gốc. Với hai tổ hợp chế biến tại Hà Nam và Long An với tổng công suất chế biến 2.8 triệu con heo/năm (tương đương hơn 300 nghìn tấn thịt thành phẩm) kết hợp với hệ thống phân phối từ WCM, chúng tôi kỳ vọng MML sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu 9-10% trong giai đoạn 2025-2029.

Dự phóng doanh thu

Với các phân tích trên, chúng tôi dự phóng doanh thu của MSN năm 2025 giảm 1.9% (chủ yếu do ảnh hưởng từ việc thoái vốn H.C.Strarck làm giảm doanh thu MHT) với biên lợi nhuận gộp đạt mức 31.5%.

Dự phóng doanh thu (tỷ đồng) và lợi nhuận gộp qua các năm



Nguồn: Dữ liệu công ty Shinhan Securities Vietnam

Cụ thể, dự phóng doanh thu của chúng tôi đối với các bộ phận kinh doanh như sau:

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của MSN (2023-2027F)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	78,252	83,178	81,597	87,329	93,678
MCH	28,241	30,897	33,936	37,193	40,942
VCM	30,054	32,961	35,333	37,067	38,844
MML	6,984	7,650	8,361	9,155	10,043
MHT	14,093	14,336	6,451	6,580	6,712
Khác (PLH)	1,535	1,621	1,720	1,834	1,964
EBITDA	13,343	15,921	16,975	19,454	21,737
MCH	7,505	8,333	9,197	10,116	11,095
VCM	694	1,298	1,427	1,479	1,562
MML	266	647	624	729	774
MHT	1,550	1,785	839	838	864
Khác (PLH)	255	290	309	329	353
Biên EBITDA (%)	17.05%	19.14%	20.80%	22.28%	23.20%
Lợi nhuận gộp	22,121	24,656	25,747	28,246	30,341
NPAT	1,870	4,272	5,424	7,249	8,546
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu	2.71%	6.30%	-1.90%	7.02%	7.27%
Lợi nhuận gộp	5.16%	11.46%	4.42%	9.71%	7.42%
NPAT	-60.66%	128.45%	26.97%	33.65%	17.89%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

*Doanh thu và EBITDA hợp nhất thấp hơn tổng của các công ty con do các giao dịch nội bộ

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 83,000 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Tập đoàn Masan với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức **83,000 đồng**, tương ứng với mức tăng **33.9%** so với thị giá hiện tại.

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu MSN.

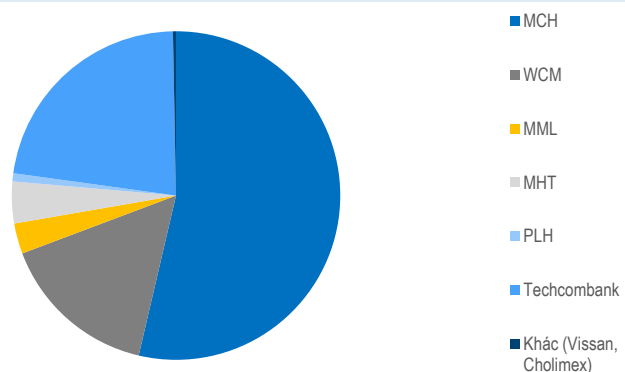
Chúng tôi xác định các giá trị số nhân (EV/EBITDA, P/S) mục tiêu dựa trên giá trị bình quân ngành có điều chỉnh theo triển vọng riêng từng mảng, P/B mục tiêu của Techcombank là giá trị bình quân P/B lịch sử 5 năm của cổ phiếu TCB.

Định giá theo SOTP:

Định giá SOTP				
Đơn vị: Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị doanh nghiệp	Tỷ lệ sở hữu của MSN	Đóng góp vào MSN
MCH	EV/EBITDA 15x và FCFF (tỷ trọng 50%/50%)	157,061 (137,955 / 176,166)	66.00%	103,660
WCM	P/S, 1x	35,333	85.40%	30,174
MML	EV/EBITDA, 10x	6,240	94.30%	5,884
MHT	EV/EBITDA, 10x	8,390	94.90%	7,962
PLH	P/S, 1x	1,720	85.00%	1,462
Techcombank	P/B 1.3x	219,979	19.80%	43,556
Khác (Vissan, Cholimex)	Giá trị ghi sổ		32.8%/24.9%	640
Tổng				193,338
(+) Tiền và tương đương tiền				13,173
(-) Nợ				61,312
(-) Lợi ích CĐTS				12,578
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ CP)				1.438
Chiết khấu công ty đa ngành				10%
Giá mục tiêu (VND)				83,000

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng định giá MSN theo SOTP



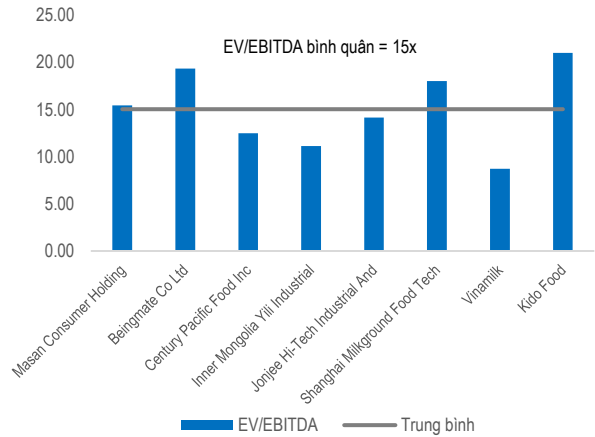
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lịch sử P/B của Techcombank



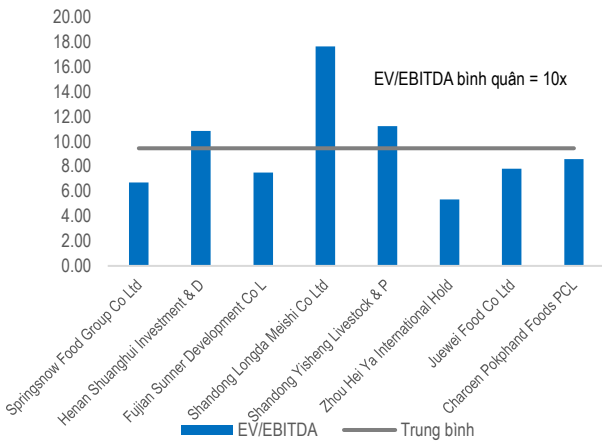
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Thông kê EV/EBITDA các DN cùng ngành với MCH



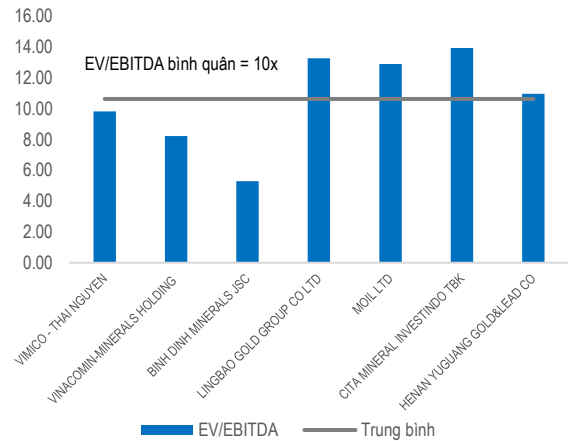
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Thông kê EV/EBITDA các DN cùng ngành với MML



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Thông kê EV/EBITDA các DN cùng ngành với MHT



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Định giá theo FCFF đối với MCH:

Khi định giá MCH theo phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng những giả định sau:

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	7.48%
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.10%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.35%
Beta*	0.56
Chi phí nợ sau thuế (%)	2.66%
Chi phí sử dụng vốn (%)	7.80%
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.07
Giá trị nợ vay (tỷ đồng)	9,121

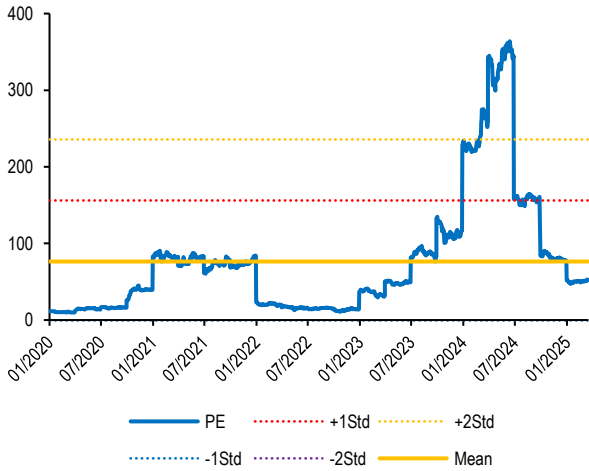
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

*Giá trị beta là được tính dựa trên dữ liệu 5 năm, tương quan giữa biến động giá cổ phiếu MCH so với VNINDEX

Mô hình định giá FCFF của MCH					
(Đơn vị: tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	8,673	9,559	10,432	11,544	12,804
(Cộng) Chi phí không bằng tiền	595	619	648	673	700
(Cộng) Lãi vay sau thuế	281	307	339	382	424
(Trừ) Vốn đầu tư	592	482	581	479	534
(Trừ) Thay đổi vốn lưu động	492	-109	-86	-490	69
Dòng tiền tự do (FCFF)	8,465	10,112	10,924	12,609	13,325
Tỷ lệ chiết khấu	0.96	0.89	0.83	0.77	0.72
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8,088	8,990	9,036	9,704	9,541
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)	0.00%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	127,538				
Giá trị doanh nghiệp	176,166				

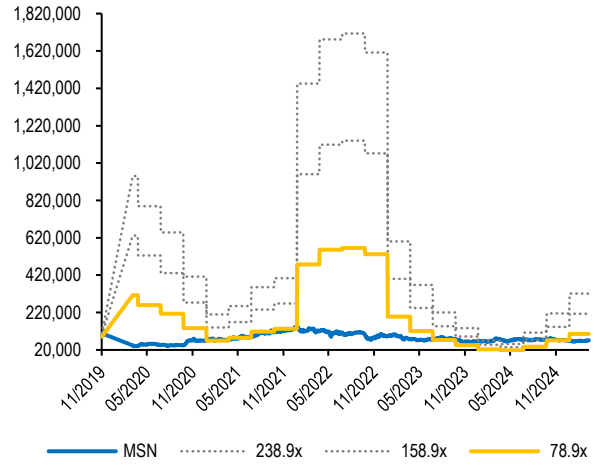
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của MSN



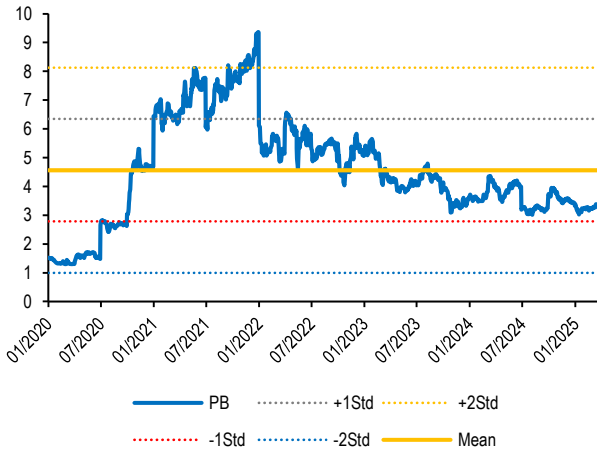
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER band của MSN



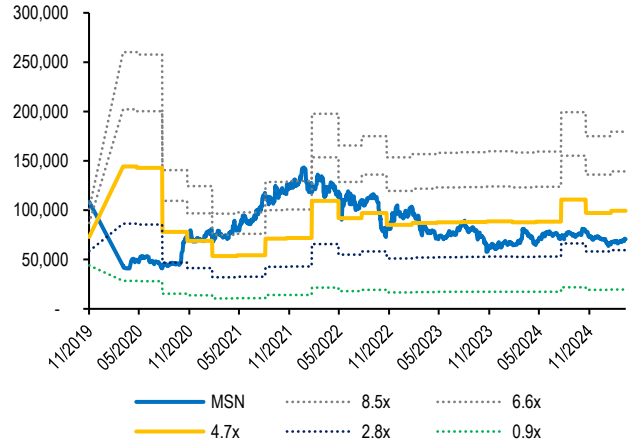
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của MSN



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của MSN



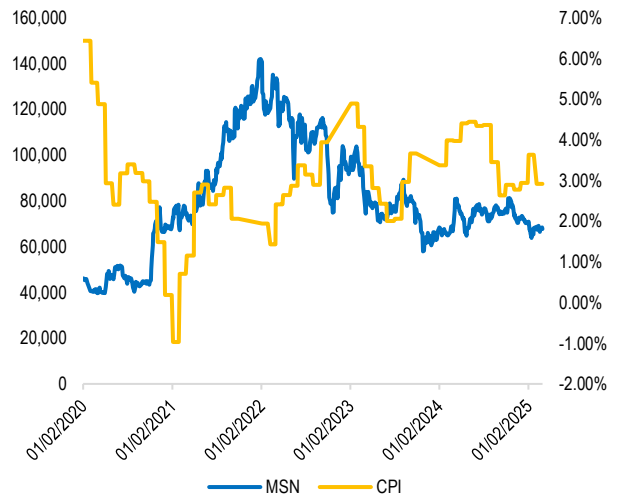
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của MSN



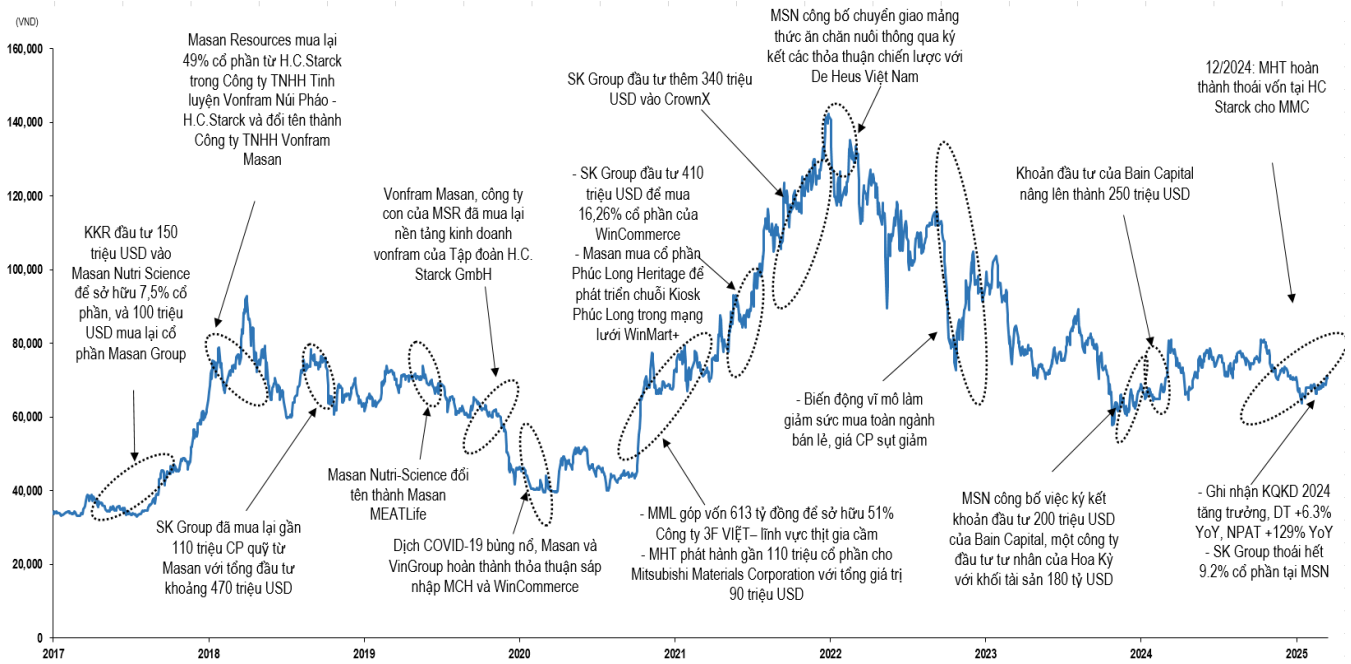
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan giá cổ phiếu (VND) và Tỷ lệ lạm phát của Việt Nam (%)



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của MSN



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro trong cấu trúc vốn của tập đoàn

Trong diễn biến gần nhất, quỹ đầu tư nước ngoài SK Group đã thoái toàn bộ cổ phần tại MSN (tỷ lệ sở hữu cuối năm 2023 là 9.2%). Ngoài ra, tập đoàn này cũng thông báo sẽ chuyển nhượng 8.6% cổ phần tại WinCommerce cho MSN với giá trị khoảng 200 triệu USD (khoảng 4,900 tỷ đồng).

Bên cạnh đó, trong tháng 4/2024, MSN cũng phát hành cho Bain Group 74.6 triệu cổ phiếu ưu đãi với giá 85,000 đồng/CP, có thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông theo tỷ lệ 1:1, thời gian chuyển đổi là bất kỳ lúc nào kể từ ngày hoàn tất cho đến ngày chuyển đổi bắt buộc sau 10 năm. Kể từ tháng 4/2029 trở đi, cổ đông ưu đãi sẽ nhận cổ tức cố định 1,000 đồng/cp hàng năm, đồng thời cũng cam kết về giá bán cổ phiếu này nếu có sự kiện phát sinh hoặc vào thời điểm 5 năm rưỡi kể từ ngày hoàn tất, và MSN sẽ bù đắp toàn bộ phần thiếu hụt (nếu có).

Rủi ro cầu tiêu thụ yếu gây ảnh hưởng đến lĩnh vực bán lẻ - tiêu dùng

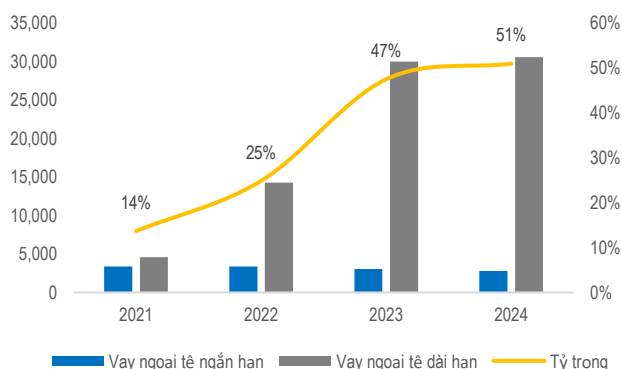
Với thị trường nội địa là thị trường tiêu thụ chính chiếm hơn 80% doanh thu của cả tập đoàn, rủi ro cầu tiêu thụ yếu có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến Masan, một doanh nghiệp bán lẻ tiêu dùng lớn tại Việt Nam, với hệ sinh thái gồm WinCommerce, Masan Consumer và Masan MEATLife.

Khi sức mua suy giảm do suy thoái kinh tế, lạm phát cao hoặc thu nhập người dân bị ảnh hưởng, doanh thu tại các chuỗi bán lẻ của Masan có thể sụt giảm, đặc biệt ở các mặt hàng không thiết yếu như thực phẩm chế biến sẵn, đồ uống và hàng tiêu dùng nhanh. Điều này tạo áp lực lên biên lợi nhuận khi Masan phải tăng cường khuyến mãi, giảm giá để kích cầu, dẫn đến hiệu quả kinh doanh bị suy giảm. Ngoài ra, việc mở rộng hệ thống bán lẻ hoặc đầu tư vào các danh mục sản phẩm mới cũng có thể gặp khó khăn do dòng tiền bị ảnh hưởng. Nếu tình trạng này kéo dài, Masan có thể phải điều chỉnh chiến lược kinh doanh, thu hẹp quy mô mở rộng và tối ưu hóa vận hành để thích ứng với điều kiện thị trường không thuận lợi.

Rủi ro tỷ giá và lãi suất

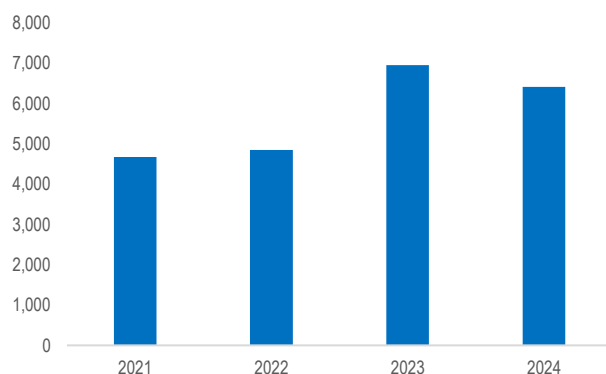
Rủi ro tỷ giá của Masan nằm ở nguồn vay nợ bằng ngoại tệ và nguyên vật liệu nhập khẩu. Do đó, những biến động về tỷ giá và lãi suất có thể làm gia tăng chi phí tài chính và chi phí giá vốn, gây ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Thống kê nợ bằng ngoại tệ (tỷ đồng, trái) và tỷ trọng* (phải)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam
*Tỷ trọng được tính trên tổng nợ vay ngắn và dài hạn

Chi phí lãi vay (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro nguyên vật liệu

Thức ăn chăn nuôi, nguyên liệu thực phẩm là những nguyên liệu đầu vào trong quá trình sản xuất tại các công ty thành viên của Masan.

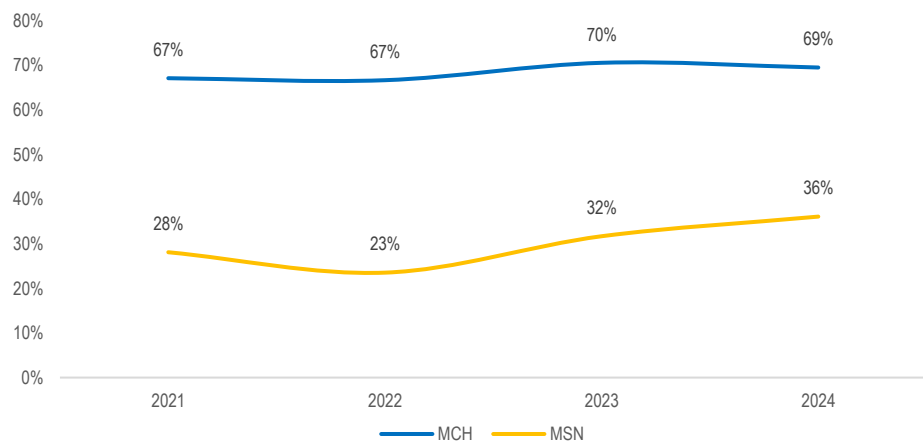
Đối với một doanh nghiệp chế biến và sản xuất thực phẩm, đồ uống như Masan Consumer, nguyên liệu sản xuất chính là nguyên liệu thực phẩm và bao bì đóng gói, và việc đảm bảo cung ứng đầy đủ các NVL này đóng vai trò cốt lõi trong kinh doanh. Các nguyên liệu chính bao gồm bột mì, đậu ăn, cà phê, đường, nước mắm cốt, hương liệu và gia vị...; các bao bì đóng gói như chai nhựa, chai thủy tinh, thùng carton, nhãn giấy... Trong đó, chi phí NVL nhập khẩu chiếm khoảng 60-70% tổng chi phí nguyên vật liệu. Những biến động về giá cả do ảnh hưởng của vĩ mô thế giới như đứt gãy chuỗi cung ứng hay chiến tranh thương mại có thể đẩy giá cả lên cao và làm co hẹp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. MCH cho biết họ chủ động quản trị rủi ro này bằng cách mua nguyên liệu từ nhiều nhà cung cấp khác nhau và tránh lệ thuộc vào một đơn vị cung cấp duy nhất; đồng thời có chính sách mua trước NVL từ 3-6 tháng cũng như sử dụng các hợp đồng kỳ hạn để phòng ngừa những biến động về giá.

Rủi ro cạnh tranh

Masan Consumer cạnh tranh chủ yếu nhờ vào các yếu tố như thương hiệu, giá cả, hệ thống phân phối và danh mục sản phẩm đa dạng. Thị trường thực phẩm và đồ uống là nơi áp lực cạnh tranh diễn ra vô cùng khốc liệt, không chỉ với các thương hiệu Việt mà còn các nhãn hàng nhập khẩu. Một số thương hiệu cạnh tranh nổi bật của Masan trong các phân khúc là 584 Nha Trang hay Khai Hoàn trong mảng nước mắm, Maggi (Nestle) hay Nam Dương trong các sản phẩm nước tương. Trong mảng mì ăn liền, Omachi và Kokomi của Masan phải đấu với những tên tuổi sừng sỏ như Acecook (Hào Hào) hay Asia Foods (Gấu Đỏ), vốn đều có thị phần vững chắc và lợi thế về mạng lưới phân phối. Ngoài ra, xu hướng tiêu dùng đang dịch chuyển dần sang các sản phẩm có lợi cho sức khỏe, đòi hỏi Masan phải liên tục cải tiến công thức, nâng cấp thương hiệu để có thể duy trì và mở rộng thị phần.

Do sức ép tranh giành thị phần lớn, chi tiêu cho quảng cáo và khuyến mãi (A&P) là một cấu phần quan trọng trong chi phí bán hàng. Tỷ lệ này dao động quanh mức 70% ở MCH và khoảng 30-40% trên quy mô tập đoàn MSN. Ngoài ra, khi có nhiều đối thủ cạnh tranh trong một phân khúc sản phẩm thì việc đánh vào giá cả để chiếm lĩnh thị phần hoàn toàn có thể xảy ra, tuy có lợi cho người tiêu dùng nhưng lại bào mòn giá bán và lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất trong ngành.

Chi tiêu cho Quảng cáo và khuyến mãi (A&P) trên chi phí bán hàng



Nguồn: Dữ liệu công ty Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	141,343	147,383	147,585	143,539	151,528
Tài sản ngắn hạn	47,675	43,763	53,570	45,268	43,695
Tiền và tương đương tiền	13,853	10,125	18,618	18,036	12,721
Đầu tư TC ngắn hạn	3,659	6,795	608	3,485	2,662
Các khoản phải thu	13,930	11,985	21,865	11,441	14,026
Hàng tồn kho	14,445	13,175	10,787	10,592	12,461
Tài sản ngắn hạn khác	1,788	1,683	1,692	1,714	1,825
Tài sản dài hạn	93,668	103,620	94,015	98,271	107,833
Tài sản cố định	43,535	42,886	37,050	36,612	36,153
Chi phí xây dựng cơ bản	3,325	3,127	1,671	1,763	1,897
Tài sản dài hạn khác	50,133	60,734	56,965	61,659	71,680
Tổng nợ	104,706	109,146	106,832	98,737	101,313
Nợ ngắn hạn	65,321	50,423	58,712	53,179	60,711
Khoản phải trả	7,489	6,318	7,171	5,870	7,055
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	40,567	28,030	26,724	27,449	31,898
Khác	17,265	16,075	24,817	19,860	21,758
Nợ dài hạn	39,385	58,724	48,120	45,558	40,602
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	30,426	41,542	38,825	36,263	31,307
Khác	8,959	17,182	9,295	9,295	9,295
Vốn chủ sở hữu	36,637	38,237	40,752	44,802	50,215
Vốn góp chủ sở hữu	14,237	14,308	15,129	15,129	15,129
Quỹ đầu tư phát triển	8,723	8,723	14,165	14,164	14,164
Vốn khác	2,295	3,408	2,131	4,152	6,851
Lợi nhuận giữ lại	11,382	11,798	9,327	11,357	14,071
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	10,484	11,678	10,510	12,530	15,229
*Nợ vay	70,993	69,572	65,549	63,712	63,205
*Nợ ròng (tiền)	53,481	52,652	46,323	42,191	47,822

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	(3,789)	500	9,524	4,473	(1,278)
Lợi nhuận ròng	5,147	2,563	6,025	7,650	10,224
Khấu hao TSCĐ	4,407	4,007	4,133	3,333	3,492
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(5,849)	(5,870)	(7,067)	(7,246)	(8,724)
Thay đổi vốn lưu động	(3,745)	1,512	2,334	5,153	(4,247)
Thay đổi khác	(3,749)	(1,712)	4,099	(4,417)	(2,023)
Tiền từ HĐ đầu tư	(26,447)	(7,825)	(10,693)	(1,843)	(1,694)
Thay đổi tài sản cố định	(4,141)	(2,212)	(3,064)	(2,984)	(3,165)
Thay đổi tài sản đầu tư	(6,586)	(8,130)	(8,328)	(648)	(291)
Khác	(15,720)	2,517	699	1,789	1,762
Tiền từ HĐ tài chính	21,797	3,546	9,672	(3,212)	(2,343)
Thay đổi vốn cổ phần	(40)	71	6,412	(1)	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	23,104	3,734	4,995	(1,837)	(507)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(1,253)	(244)	(1,721)	(1,374)	(1,836)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(8,439)	(3,779)	8,503	(582)	(5,315)
Tổng tiền đầu năm	22,305	13,853	10,125	18,618	18,036
Thay đổi trong kỳ giá	(13)	51	(10)	-	-
Tổng tiền cuối năm	13,853	10,125	18,618	18,036	12,721

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	76,189	78,252	83,178	81,597	87,329
Tăng trưởng (%)	-14.0	2.7	6.3	-1.9	7.0
Giá vốn hàng bán	(55,154)	(56,131)	(58,522)	(55,850)	(59,083)
Lợi nhuận gộp	21,035	22,121	24,656	25,747	28,246
Biên lợi nhuận gộp (%)	27.6	28.3	29.6	31.6	32.3
Chi phí BH & QLDN	(16,366)	(17,942)	(18,482)	(18,114)	(19,387)
LN từ HĐKD	4,669	4,179	6,174	7,633	8,859
Tăng trưởng (%)	(25.7)	(10.5)	47.7	23.6	16.1
Biên LN từ HĐKD (%)	6.1	5.3	7.4	9.4	10.1
LN khác	478	(1,616)	(148)	17	1,365
Thu nhập tài chính	2,576	2,405	4,044	2,388	2,443
Chi phí tài chính	(6,362)	(8,130)	(7,900)	(7,668)	(7,703)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(4,848)	(6,946)	(6,405)	(6,371)	(6,320)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	4,264	4,109	3,708	5,297	6,625
LNIT	5,147	2,563	6,025	7,650	10,224
Thuế TNDN	(393)	(693)	(1,752)	(2,226)	(2,975)
LNST	4,754	1,870	4,273	5,424	7,249
Tăng trưởng (%)	(52.9)	(60.7)	128.4	27.0	33.6
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.2	2.4	5.1	6.6	8.3
LNST cổ đông công ty mẹ	3,567	419	1,999	2,538	3,393
Lợi ích CĐTTS	1,187	1,451	2,274	2,886	3,856
LN trước thuế và lãi vay	9,995	9,509	12,430	14,021	16,544
Tăng trưởng (%)	(38.1)	(4.9)	30.7	12.8	18.0
Biên LN (%)	13.1	12.2	14.9	17.2	18.9
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	14,437	13,343	15,921	16,975	19,544
Tăng trưởng (%)	(25.9)	(7.6)	19.3	6.6	14.6
Biên LN (%)	18.9	17.1	19.1	20.8	22.3

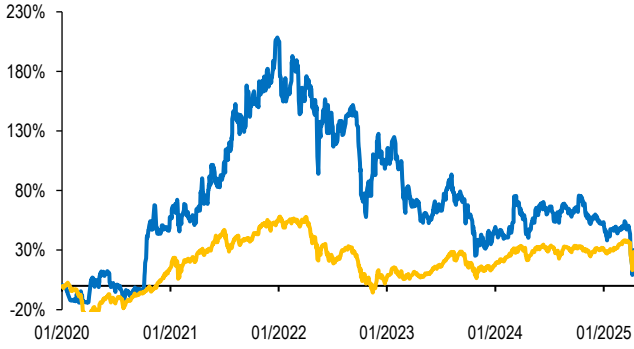
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	2,511	294	1,345	1,765	2,360
BPS (đồng)	18,366	18,560	21,031	22,442	24,330
DPS (đồng)	800	0	0	353	472
PER (x)	37.0	227.9	50.3	48.1	36.0
PBR (x)	3.3	3.3	3.3	3.8	3.5
EV/EBITDA (x)				9.7	8.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	31.9	0.0	0.0	20.0	20.0
Lãi cổ tức (%)	0.9	0.0	0.0	0.4	0.6
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	18.9	17.1	19.1	20.8	22.3
Biên LN từ HĐKD (%)	6.1	5.3	7.4	9.4	10.1
Biên LNST (%)	6.2	2.4	5.1	6.6	8.3
ROA (%)	3.4	1.3	2.9	3.8	4.8
ROE (%)	13.0	4.9	10.49	12.1	14.4
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	193.8	181.9	160.8	142.2	125.9
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	26.8	33.6	32.7	40.5	25.3
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2.1	1.4	1.9	2.2	2.6
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	49.6	45.8	43.9	42.8	38.7
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	91.3	91.5	76.4	71.2	72.6
Số ngày khoản phải thu (ngày)	12.5	11.8	7.9	5.8	6.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (MSN VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
19/05/2025 (BC lần đầu)	MUA	83,000	16.1	2.3/65.0

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiuzui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000