

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Triển vọng dài hạn tươi sáng

13/06/2025

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

Kết quả 1Q2025 khá tích cực với lợi nhuận cải thiện 277% YoY

Hầu hết các công ty trong mảng tiêu dùng của MSN đều cải thiện mạnh mẽ với tăng trưởng 2 chữ số ở doanh thu và lợi nhuận. Vì vậy, Doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất ở cấp độ công ty mẹ đạt lần lượt 18,896 tỷ VNĐ (+ 0.2% YoY) và 394 tỷ VNĐ (+277% YoY).

Nhu cầu tiêu dùng thắt chặt, tập trung vào các mặt hàng thiết yếu

Tác động của thuế quan trên diện rộng có thể sẽ phản ánh rõ hơn từ 2Q2025 với nhu cầu tiêu dùng có phần chọn lọc và thắt chặt hơn. MSN sẽ điều chỉnh linh hoạt, tập trung vào các mặt hàng và phân khúc sản phẩm thiết yếu, kì vọng sẽ giữ được đà tăng trưởng theo kế hoạch đề ra từ đầu năm.

Chờ đợi các sự kiện như niêm yết công ty con và giảm ảnh hưởng các mảng kinh doanh không thiết yếu

Các sự kiện có thể làm gia tăng giá trị cổ đông của MSN bao gồm (1) Kế hoạch niêm yết MCH trên HOSE vào cuối 2025 có thể giúp cải thiện thanh khoản và tâm lý thị trường; (2) Tiếp tục thoái vốn/giảm tác động của mảng khai khoáng không cốt lõi, và tập trung chủ yếu vào mảng tiêu dùng nhằm cải thiện lợi nhuận trên vốn chủ.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 100,000 VNĐ/ Cổ phiếu

Bằng phương pháp định giá tổng thành phần (SOTP), KBSV tiếp tục khuyến nghị xác định giá trị hợp lý là 100,000 VNĐ/ Cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá là 54% so với giá cổ phiếu tại ngày 13/06/2025

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 100,000
Tăng/giảm (%)	54%
Giá hiện tại (/20)	VND 65,400
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 99,800
Vốn hóa thị trường	99.2/3.9
(nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	

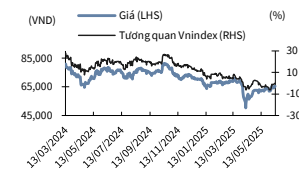
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	50%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	14/1.7
Sở hữu nước ngoài (%)	25.4%
Cổ đông lớn	CTCP Masan (31%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.4	-3.3	-4.7	12.4
Tương đối	-19.2	-5	-8.7	-15.2

Dự phóng KQKD & định giá

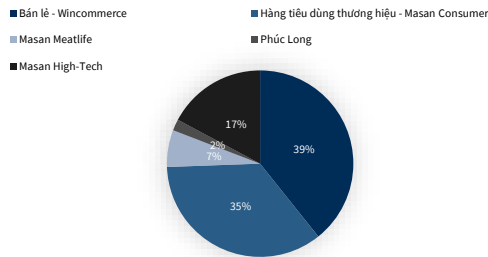
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	2,912	2,093	3,227	5,703
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	992	1,110	1,064	2,242
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,103	717	804	1,088
EPS (VNĐ)	1,539	897	1,005	1,361
Tăng trưởng EPS (%)	-18	-42	12	35
P/E (x)	20.24	38.63	35.81	26.45
P/B (x)	1.93	2.06	1.76	1.59
ROE (%)	9.4	4.6	4.9	6.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

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. MSN đã xây dựng được hệ sinh thái Tiêu dùng - Bán lẻ hoàn chỉnh, là sự kết hợp giữa các sản phẩm có thương hiệu lâu đời và hệ thống cửa hàng bán lẻ hiện đại phủ rộng trên toàn quốc. Doanh nghiệp cũng được kì vọng sẽ tái cấu trúc hoặc thoái vốn của mảng khai khoáng trong tương lai, giúp cải thiện lợi nhuận.

Điểm nhấn đầu tư

WCM đẩy mạnh mở rộng với mô hình có lãi. Duy trì kế hoạch khoảng 400-700 cửa hàng cả năm với mô hình kinh doanh hoàn thiện tại các khu vực nông thôn và thành thị

Các sản phẩm có thương hiệu của MCH và MML tiếp tục đà tăng trưởng cao 2 chữ số. Cao cấp hóa sản phẩm kì vọng cải thiện biên lợi nhuận trong trung/dài hạn

Duy trì xu hướng chuyển dịch sang tiêu dùng hiện đại. Kì vọng chiếm thêm thị phần từ kênh truyền thống với dư địa còn 85% thị phần

Chú thích

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

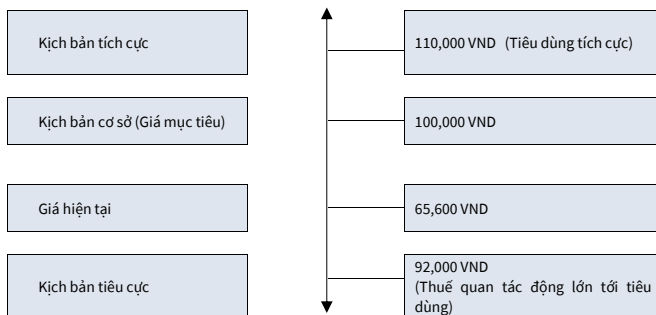
Dự phóng kết quả kinh doanh

(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	82,921	88,882	1%	0%	88,934	99,125	-7%	-10%
EBIT	8,789	9,684	10%	4%	8,101	10,039	8%	-4%
LNST công ty mẹ	3,472	4,255	-13%	-14%	3,921	5,383	-11%	-21%

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 cơ sở:

- 1) Doanh thu MCH/WCM/MML tăng trưởng 10.6%/10.7%/8.9% YoY
- 2) Biên gộp đạt 33%
- 3) Bán lẻ cả nước tăng 9%

Kịch bản tích cực:

- 1) Doanh thu MCH/WCM/MML tăng trưởng 12%/10%/11% YoY
- 2) Biên gộp đạt 34%
- 3) Bán lẻ cả nước tăng > 11%

Kịch bản tiêu cực:

- 1) Doanh thu MCH/WCM/MML tăng trưởng 7.4%/4.7%/5% YoY
- 2) Biên gộp đạt 31.8%
- 3) Bán lẻ cả nước tăng 7%

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Tiêu dùng phục hồi tốt và đẩy mạnh mở rộng cửa hàng WCM giúp doanh thu tăng trưởng

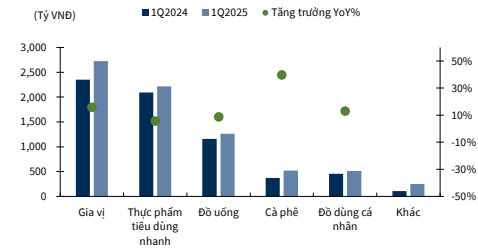
Doanh thu và lợi nhuận ròng công ty mẹ trong 1Q2025 tương đối khởi sắc với mức tăng trưởng lần lượt là 0.2% và 277% YoY chủ yếu nhờ (1) Tiêu dùng khởi sắc và hiệu quả của các cửa hàng WCM được cải thiện (2) Giá lợn hơi neo cao (3) không còn ghi nhận doanh thu từ MHT nhưng giúp cải thiện lợi nhuận

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	1Q2024	4Q2024	1Q2025	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Doanh thu	18,855	15,477	18,897	0.2%	22%	
MCH	6,580	8,942	7,041	7%	-21%	Doanh thu cải thiện 7% YoY nhờ tăng trưởng tương đối khả quan từ các ngành hàng như hàng gia vị/nước đóng chai/Cà phê/tiệc tích cá nhân lần lượt là 15.9%/8.7%/39.8%/13% YoY.
WCM	7,957	8,557	8,689	9%	2%	Tăng trưởng doanh số cùng cửa hàng (LFL) đạt 7.8% với chuỗi Minimart. Đặc biệt, Winmart + nông thôn tăng trưởng LFL đạt 13.5% YoY và tương đương 94% Winmart+ thành thị (So với 87% cùng kì). WCM mở rộng 144 cửa hàng trong kì, tập trung ở miền Bắc và Trung với biên lợi nhuận và thị phần tốt nhất cả nước.
MML	1,720	2,204	2,070	20%	-6%	Tăng trưởng mạnh mẽ từ mảng thịt và thịt chế biến (Ponnie và heo cao bồi) lần lượt tăng 22.5%/25.8% YoY. Đặc biệt, các sản phẩm đối mới tăng 5 lần, đóng góp vào doanh số tăng từ 7% trong 1Q2024 lên 28% trong 1Q2025. Doanh số MML trung bình ngày qua WCM tăng 24.9% YoY, cho thấy hiệu quả của chiến lược giá đối với người tiêu dùng trung thành.
MSR	3,090	3,868	1,393	-55%	-64%	Phù hợp với mức dự phóng giảm 54.8% YoY trong báo cáo trước do thoái vốn MHT.
Lợi nhuận gộp	5,255	7,063	6,194	18%	-12%	
Biên lợi nhuận gộp	27.9%	45.6%	32.8%	491bps	-1285bps	
MCH	46.7%	46.7%	46.7%	-1bps	3bps	
WCM	23.4%	26.5%	23.6%	17bps	-294bps	
MML	23.3%	27.9%	27.6%	432bps	-34bps	Tăng mạnh YoY và đi ngang so với 4Q2024 do giá thịt lợn duy trì cao từ cuối năm 2024 đến nay. Cùng với đó, tăng trưởng mạnh từ thịt chế biến giúp cải thiện biên lợi nhuận so với cùng kì 2024.
MSR	-3.7%	9.8%	10.5%	1419bps	67bps	Biên gộp cải thiện sau khi thoái vốn. Tuy nhiên, MSN cho rằng năng suất khai thác sụt giảm nên hiệu quả hoạt động dự kiến khó cải thiện mạnh.
Thu nhập tài chính	574	1,968	577	0%	-71%	
Chi phí tài chính	1,899	1,917	1,883	-1%	-2%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	1248	764	1,190	-5%	56%	
SG&A	4,551	4,510	4,559	0%	1%	
Biên SG&A	24.1%	29.1%	24.1%	-1bps	-502bps	
Lãi/lỗ từ HĐKD	627	3,367	1,519	142%	-55%	
Thu nhập khác	7	-709	-297	-4343%	-58%	Thanh toán tài sản cố định của WinEco gây 1 khoản lỗ khác 1 lần
Lợi nhuận trước thuế	634	2,657	1,222	93%	-54%	
Lợi nhuận sau thuế	479	1,547	983	105%	-36%	
LNST công ty mẹ	104	691	394	277%	-43%	
Biên LNST	0.6%	4.5%	2.1%	153bps	-238bps	

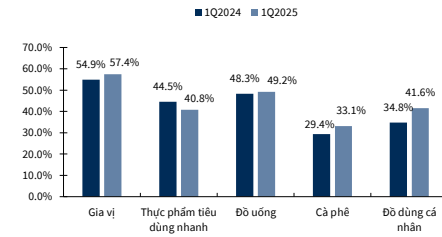
Nguồn: Báo cáo công ty

Biểu đồ 2. Doanh thu các mảng của Masan Consumer



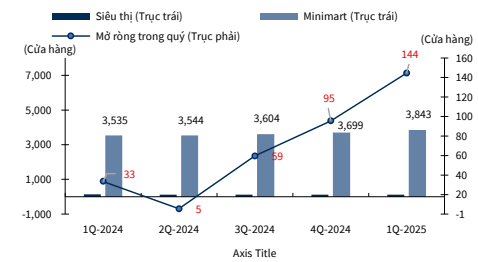
Nguồn: MSN

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



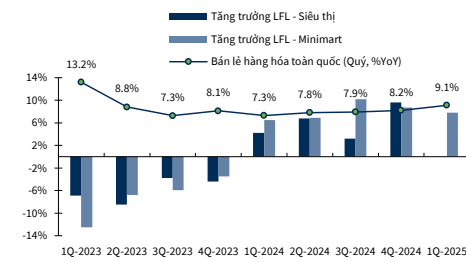
Nguồn: MSN

Biểu đồ 4. Số lượng cửa hàng của Wincommerce



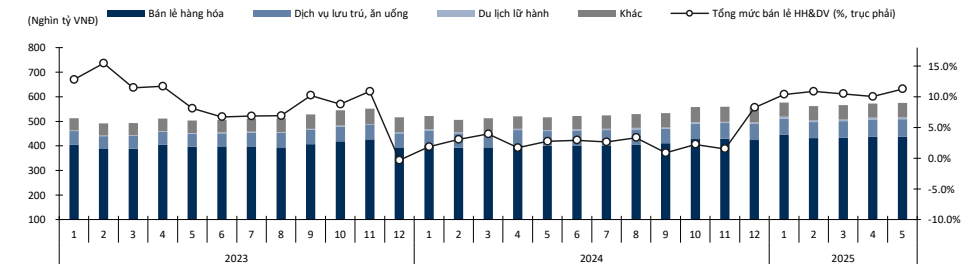
Nguồn: MSN

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. Bán lẻ ổn định và du lịch tiếp đà phục hồi hỗ trợ tổng mức tăng trưởng trong 5 tháng đầu năm 2025



Nguồn: FiinProX, KBSV tổng hợp

Tiêu dùng thắt chặt trong bối cảnh triển vọng kinh tế còn bất định

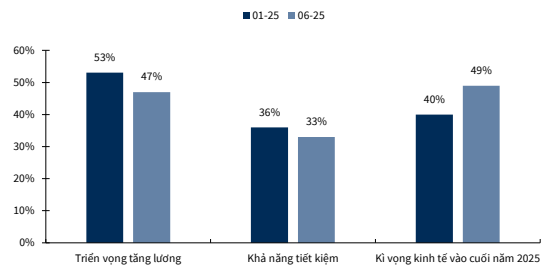
Trong bối cảnh thuế quan từ Mỹ, tâm lý tiêu dùng và kì vọng thu nhập của người dân sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực trong thời gian tới.

Trong 5 tháng đầu 2025, bán lẻ hàng hóa và tiêu dùng tăng 9.8% YoY nhờ (1) Mùa cao điểm tết và các dịp lễ lớn (2) Lạm phát duy trì ở mức thấp quanh mức 3%; (3) Tiếp tục duy trì chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng.

KBSV cho rằng tốc độ tăng trưởng nhiều khả năng sẽ chậm lại trong thời gian tới, đặc biệt là ở các mặt hàng không thiết yếu. Chúng tôi kì vọng MSN sẽ là 1 sự lựa chọn phòng thủ trong bối cảnh kinh tế khó khăn nhờ việc sở hữu hệ thống bán lẻ trực tiếp WCM, cùng với tính thiết yếu và đa dạng phân khúc sản phẩm của MCH cho phép doanh nghiệp linh hoạt điều chỉnh danh mục. Cụ thể, doanh nghiệp cho biết sẽ tập trung hơn vào các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu, nhanh gọn và kết hợp các chương trình khuyến mãi với hội viên trung thành của Wincommerce nhằm đưa ra những sự lựa chọn “đáng túi tiền”.

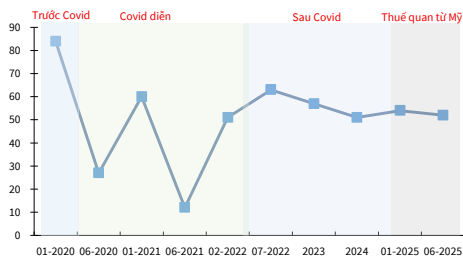
Người tiêu dùng cảm thấy thu nhập và khả năng tiết kiệm có sự sụt giảm. Ngược lại, một số kì vọng kinh tế sẽ tốt hơn vào cuối năm có xu hướng tăng. KBSV cho rằng tiêu dùng từ phân khúc thu nhập thấp và trung bình sẽ bị ảnh hưởng rõ rệt hơn và xu hướng tiết kiệm sẽ tiếp tục diễn ra trong phần còn lại của năm

Biểu đồ 7. Khảo sát về triển vọng tâm lý tiêu dùng tại thời điểm trong 2025



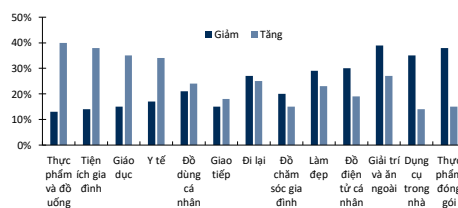
Nguồn: Infocus Mekong Research

Biểu đồ 8. Chỉ số tâm lý tiêu dùng cho thấy tâm lý dè chừng đã phục hồi



Nguồn: Infocus Mekong Research

Biểu đồ 9. Khảo sát về xu hướng trong 6 tháng tới cho thấy người tiêu dùng ưu tiên các sản phẩm thiết yếu

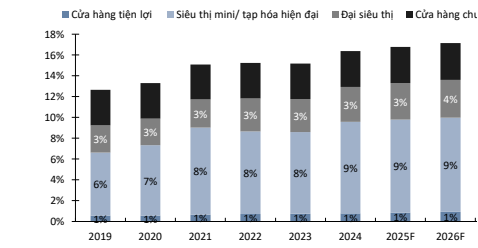


Nguồn: Infocus Mekong Research

Xu hướng tiêu dùng dịch chuyển sang kênh hiện đại, có chọn lọc và cẩn trọng

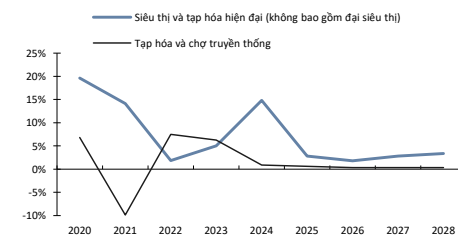
Thị trường tiêu dùng trong nước thời gian qua đã chứng kiến hàng loạt các vụ phanh phui vi phạm về hàng giả, hàng kém chất lượng bao gồm thịt lợn, sữa, thực phẩm chức năng... Chúng tôi cho rằng điều này sẽ tiếp tục thúc đẩy tâm lý người tiêu dùng hướng chọn lọc và chi tiêu cẩn trọng hơn, đặc biệt là qua các kênh hiện đại và sản phẩm có nguồn gốc rõ ràng hơn. Với thu nhập ngày càng gia tăng và độ tuổi vàng (31-34 tuổi), người tiêu dùng sẽ càng xu hướng đổi “chi phí rẻ” ở chợ và tạp hóa truyền thống sang “thực phẩm sạch” và “tiện lợi” tại các kênh hiện đại như siêu thị Mini và đại siêu thị. Theo đó, các cửa hàng hiện đại có tên tuổi như Winmart, Bách Hóa Xanh, AeonMaxvalue... sẽ tiếp tục hưởng lợi từ xu thế này. Với dư địa thị trường còn khoảng 84% thuộc về các kênh truyền thống, các cửa hàng hiện đại sẽ còn nhiều cơ hội để phát triển và chiếm thêm thị phần từ kênh truyền thống. Chúng tôi kỳ vọng MSN sẽ tiếp tục dẫn đầu xu thế này nhờ kế hoạch mở rộng mạnh mẽ với mô hình tối ưu chi phí tại nông thôn và danh mục sản phẩm thương hiệu đa dạng, tiện lợi tại khu vực thành thị.

Biểu đồ 10. Thị phần bán lẻ của các kênh hiện đại dự phóng tăng trưởng ổn định nhờ nhu cầu và thói quen dịch chuyển



Nguồn: Euromonitor

Biểu đồ 11. Thống kê và dự phóng tăng trưởng doanh thu của 2 kênh



Nguồn: Euromonitor

Biểu đồ 12. Cơ quan chức năng thực hiện điều tra các vi phạm trong thực phẩm



Nguồn: KBSV tổng hợp

Thay đổi sở hữu công ty con Crown X và dự kiến IPO MCH (UPCOM) lên sàn HOSE vào cuối 2025

Tại 1Q2025, MSN đã thay đổi tỷ lệ sở hữu của Crown X (Công ty holdings nắm giữ cổ phần MCH và WCM) từ 84.9% lên 92.8%. Chúng tôi cho rằng đây nhiều khả năng là giao dịch nội bộ hoán đổi từ Crown X sang MCH (UPCOM) của nhóm cổ đông thiểu số. Ngoài ra, Ban lãnh đạo kì vọng sẽ đẩy nhanh tiến độ chuyển sàn của MCH sang HOSE nhằm tăng thanh khoản, cải thiện tính thị trường và có thể nâng cao năng lực quản trị. Theo đó, MSN dự kiến sẽ tiếp tục nắm giữ ít nhất 65% cổ phần của MCH sau khi chuyển sàn.

Bảng 13. Tỷ lệ sở hữu của MSN tại các công ty con và liên kết

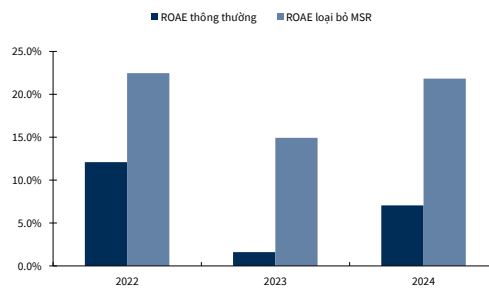
Công ty con/ liên doanh liên kết	Tỷ lệ sở hữu tại cuối 2024	Tỷ lệ sở hữu tại cuối 1Q2025
MCH (UPCOM)	67.4%	66.0%
WCM (Không niêm yết)	78.7%	85.4%
MSB (Không niêm yết)	67.4%	66.0%
TCB (HOSE)	19.8%	19.8%
MML (UPCOM)	94.3%	94.3%
MSR (UPCOM)	94.9%	94.9%

Nguồn: MSN, KBSV Tổng hợp

Duy trì mục tiêu giảm sở hữu hoặc tái cấu trúc MSR

Trong 1Q2025, MSR ghi nhận mức lỗ 222 tỷ VNĐ, giảm mạnh so với mức 718 tỷ VNĐ cùng kì 2024. Như đã đề cập ở báo cáo trước, nguyên nhân đến từ hoạt động thoái MHT, giúp giảm lỗ khoảng 500 tỷ/ năm. Trong các sự kiện gần đây, ban lãnh đạo tiếp tục nhấn mạnh sẽ chỉ tập trung vào mảng tiêu dùng cốt lõi và giảm tác động của MSR. Chúng tôi kì vọng việc này nếu xảy ra có tiềm năng cải thiện lợi nhuận trên vốn chủ của doanh nghiệp, đồng thời tinh gọn cơ cấu sở hữu và biến MSN thành 1 doanh nghiệp/cổ phiếu thuần về bán lẻ và tiêu dùng, với triển vọng dài hạn hấp dẫn. Dù vậy, chúng tôi chưa đưa trường hợp thoái vốn/ giảm sở hữu MSR vào mô hình dự phóng.

Biểu đồ 14. So sánh tỉ suất sinh lời của MSN khi có và loại bỏ MSR



Nguồn: KBSV ước tính

Trong điều kiện thị trường thuận lợi, tỉ suất sinh lời trên vốn chủ MSN nếu loại bỏ MSR (phần còn lại là toàn bộ mảng tiêu dùng cốt lõi) có thể đạt mức trên 20%, tương đối hấp dẫn với tốc độ tăng trưởng mảng tiêu dùng có thể đạt 2 chữ số mỗi năm.

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 14. Dự phóng KQKD 2025-2026

(tỷ VND)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	83,178	82,921	-0.3%	88,882	4.50%	Doanh thu giảm do thoái mạng kinh doanh của HCS
MCH	30,897	34,165	10.6%	36,431	6.6%	Điều chỉnh tăng nhẹ 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 20%
WCM	32,712	36,226	10.7%	39,877	10.1%	Duy trì tăng trưởng LFL 8%, mở mới 400 cửa hàng
MML	7,650	8,327	8.9%	8,733	4.9%	Giá lớn có xu hướng tăng cao hơn dự kiến
MSR	14,336	6,487	-54.8%	6,487	0.0%	Duy trì giá định như báo cáo trước
Lợi nhuận gộp	24,656	27,373	11.0%	29,149	6.5%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>29.6%</i>	<i>33.0%</i>	<i>337bps</i>	<i>32.8%</i>	<i>-22bps</i>	
MCH	46.6%	46.9%	27bps	46.9%	5bps	Biên lợi nhuận có xu hướng đi ổn định và cải thiện nhẹ so với báo cáo trước nhờ sản lượng tăng trưởng tốt
WCM	24.5%	24.9%	40bps	25.0%	10bps	Cải thiện tốt nhờ tăng trưởng doanh thu, một phần bị hạn chế do hiệu ứng của hàng mở mới
MML	25.6%	26.0%	45bps	26.0%	0bps	Duy trì ở mức cao và dự kiến cải thiện nhẹ biên gộp nhờ giá lớn cao trong khi nguồn cung thắt chặt
MSR	6.2%	10.0%	377bps	10.0%	0bps	Duy trì giá định như báo cáo trước
Thu nhập tài chính	4,044	2,689	-33.5%	3,448	28.2%	
Chi phí tài chính	7,900	7,430	-5.9%	7,095	-4.5%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	4,444	5,045	13.5%	5,045	0.0%	Lợi nhuận của TCB điều chỉnh giảm nhẹ khiến LN từ LDLK của MSN giảm khoảng 160 tỷ
SG&A	18,482	18,584	0.5%	19,465	4.7%	
Lợi nhuận trước thuế	6,025	8,679	44.1%	10,638	22.6%	
<i>Biên LNTT</i>	<i>7.2%</i>	<i>10.5%</i>	<i>322bps</i>	<i>12.0%</i>	<i>150bps</i>	
Lợi nhuận sau thuế	4,272	6,943	62.5%	8,511	22.6%	
LN sau thuế công ty mẹ	1,999	3,472	73.7%	4,255	22.6%	Điều chỉnh giảm 12% so với dự phóng cũ do điều chỉnh lợi nhuận từ TCB, tỉ lệ sở hữu của MCH và khoản lỗ khác 1 lần từ thanh lý WinEco
<i>Biên LNST</i>	<i>2.4%</i>	<i>4.2%</i>	<i>178bps</i>	<i>4.8%</i>	<i>60bps</i>	

Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
88,900VND/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 20% mô hình tập đoàn, rủi ro địa chính trị và thuế quan bất ổn trong thời gian qua.

(1) Với MCH, chúng tôi sử dụng phương pháp P/E dự phóng ở mức 18 lần, tương đương mức trung bình 2 năm gần đây, tương đương mức PEG là 0.5 lần.

(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 1.3 lần, phản ánh tính chu kỳ của ngành.

(4) Với PLH, chúng tôi sử dụng giá trị thương vụ MSN mua lại PLH với chiết khấu 50% do triển vọng cạnh tranh gay gắt của ngành và hiệu quả hoạt động không đạt kì vọng

Commented [tn1]: Để số 2025-2026 đi**Commented [tn2]:** Để 5-10% thôi

(5) Với MSR, chúng tôi tiếp tục sử dụng PB mục tiêu là 0.5 do MSR vẫn kì vọng lỗ trong thời gian tới và chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách tại 1H2026

(6) Với TCB, chúng tôi sử dụng định giá của KBSV cập nhật ngày 28/05/2025.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu MSN, mức giá mục tiêu 88,900 VNĐ/cổ phiếu, 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.

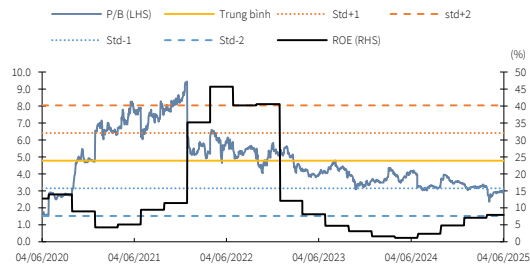
Commented [tn3]: Sai mức tăng trưởng

Bảng 15. 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 tại 1H2026	153,873	66.0%	101,556
WCM	P/S tại 1H2026	36,226	85.4%	30,937
MML	PB tại 1H2026	5,844	94.3%	5,511
MSR	PB tại 1H2026	5,697	94.9%	5,407
Phuc Long Heritage	Theo giá trị thương vụ	3,871	85.0%	3,290
TCB	Theo định giá của KBSV	249,359	19.8%	49,373
Tổng (Tỷ VNĐ)				196,074
Nợ ở cấp công ty mẹ, điều chỉnh cho các công ty con (Tỷ VNĐ)				(28,057)
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)				168,018
Chiết khấu tập đoàn				10%
Giá trị vốn chủ sở hữu sau chiết khấu (Tỷ VNĐ)				151,216
Số lượng cổ phiếu (Triệu cp)				1,512
Giá trị hợp lý (VNĐ/ cổ phiếu)				100,000

Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 16. Chỉ số P/B và ROE của MSN giai đoạn 2020-2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC
MSN – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2026

Báo cáo Kết quả HDKD (Tỷ VND)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)				
(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F	(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	78,252	83,178	82,921	88,882	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	147,384	147,585	160,555	171,986
Giá vốn hàng bán	56,131	58,522	55,548	59,733	Tài sản ngắn hạn	43,764	53,570	62,444	68,492
Lãi gộp	22,121	24,656	27,373	29,149	Tiền và tương đương tiền	10,125	18,618	28,015	31,596
Thu nhập tài chính	2,405	4,044	2,689	3,448	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	6,795	608	608	608
Chi phí tài chính	8,130	7,900	7,430	7,095	Các khoản phải thu	11,985	21,865	21,797	23,364
Trong đó: Chi phí lãi vay	6,946	6,405	6,186	5,762	Hàng tồn kho, ròng	13,175	10,787	10,239	11,011
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	Tài sản dài hạn	103,620	94,015	98,111	103,493
Chi phí bán hàng	14,192	14,565	14,520	15,110	Phải thu dài hạn	11,211	8,524	8,524	8,524
Chi phí quản lý doanh nghiệp	3,750	3,917	4,063	4,355	Tài sản cố định	42,886	37,050	36,493	35,947
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,350	6,761	9,094	11,083	Tài sản dở dang dài hạn	3,127	1,671	1,851	2,307
Thu nhập khác	310	180	0	0	Đầu tư dài hạn	33,928	35,323	40,367	46,413
Chi phí khác	97	916	0	0	Lợi thế thương mại	4,373	3,588	3,016	2,444
Thu nhập khác, ròng	213	-736	-415	-444	NỢ PHẢI TRẢ	109,146	106,832	111,381	114,301
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	3,896	4,444	5,045	5,045	Nợ ngắn hạn	50,422	58,712	64,772	65,008
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,563	6,025	8,679	10,638	Phải trả người bán	6,318	7,171	6,240	6,710
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	693	1,752	1,736	2,128	Người mua trả tiền trước	220	220	220	220
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,870	4,272	6,943	8,511	Vay ngắn hạn	28,030	26,724	33,536	33,198
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,451	2,273	3,472	4,255	Nợ dài hạn	58,724	48,120	46,609	49,292
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	419	1,999	3,472	4,255	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	19	16	0	76
Chi số hoạt động					Nợ dài hạn khác	8,250	6,331	6,331	6,331
	2023	2024	2025F	2026F	Vay dài hạn	41,542	38,825	37,314	39,997
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.3%	29.6%	33.0%	32.8%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	38,237	40,753	49,174	57,684
Tỷ suất EBITDA	19.6%	20.2%	19.9%	20.1%	Vốn góp	14,308	15,129	15,129	15,129
Tỷ suất EBIT	16.2%	16.8%	16.1%	16.3%	Thặng dư vốn cổ phần	8,723	14,165	14,165	14,165
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	3.3%	7.2%	10.5%	12.0%	Lãi chưa phân phối	11,798	9,327	12,798	17,053
Tỷ suất lãi hoạt động KD	3.0%	8.1%	11.0%	12.5%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.5%	2.4%	4.2%	4.8%	Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	11,678	10,510	15,461	19,716
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VND)	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số chính (x, %, VND)				
Lãi trước thuế	2,563	6,025	8,679	10,638	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	4,007	4,133	4,012	4,161	P/E	235.3	49.3	28.4	23.2
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-5,811	-7,055	-7,670	-9,429	P/E pha loãng	247.4	51.8	29.8	24.3
Chi phí lãi vay	7,830	8,274	6,186	5,762	P/B	3.7	3.3	2.9	2.6
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	8,588	11,377	11,208	11,132	P/S	1.3	1.2	1.2	1.1
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	452	-338	67	-1,567	P/Tangible Book	2.9	2.7	2.1	1.8
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	1,076	-99	548	-771	P/Cash Flow	-0.4	0.2	0.2	0.4
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-442	2,143	-752	574	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	20.5	15.9	13.2	12.4
(Tăng)/giảm chi phí tài trước	426	628	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	40.2	26.6	19.3	17.7
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-8,734	-8,384	-8,015	-8,018	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,366	5,328	3,057	1,350	ROE%	2%	7%	11%	12%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-2,229	-3,099	-3,084	-3,518	ROA%	0%	1%	2%	3%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	18	35	0	0	ROIC%	3%	4%	7%	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	0.5
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 khá	709	4,284	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.9	0.9	1.0	1.1
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,820	2,972	2,689	3,448	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	-394	-70	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	1,478	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	1.3	1.4	1.3	1.1
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	70,850	73,195	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	1.3	1.4	1.3	1.1
Tiền trả các khoản đi vay	-87,325	-88,611	-65,549	-70,850	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.7	0.7	0.7	0.7
Cổ tức trả	-244	-1,721	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	2.9	2.6	2.3	2.0
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	6,779	2,345	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-3,777	8,503	9,441	3,625	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	28,015	Hệ số quay vòng HTK	86	67	67	67
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	10,124	18,618	28,015	31,596	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

Khois 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
quannnd@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 & Nguyên vật liệu
Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên cao cấp
nguyennd1@kbsec.com.vn
Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@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
tienss@kbsec.com.vn
Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ
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, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, 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, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

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

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@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 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 đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

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