

## Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan (MSN: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 11/06/2025  
**Ngành:** HÀNG TIÊU DÙNG  
**TPPT:** Nguyễn Trần Phương Nga  
**Email:** [ngantp@ssi.vn](mailto:ngantp@ssi.vn)  
**SĐT:** +84-28 3824 2897 ext. 6731

### Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**

**Giá mục tiêu 1 năm: 81.600 Đồng**

Giá CP ngày 10/06/2025: 64.800 Đồng

% Tăng giá: **+25,9%**

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| Giá trị vốn hóa (triệu USD):       | 3.616     |
| Giá trị vốn hóa (tỷ đồng):         | 92.198    |
| Số cổ phiếu lưu hành (triệu):      | 1.438     |
| KLGD trung bình 3 tháng (cp):      | 7.159.815 |
| Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):        | 81,1/50,3 |
| GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): | 450,6     |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):       | 24,7      |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):         | 0         |

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

Thông tin cơ bản về công ty Masan Group (MSN) bắt đầu hoạt động từ năm 2004 với tư cách là một công ty vận tải biển và đã phát triển thành tập đoàn tư nhân hàng đầu Việt Nam. MSN đã xây dựng các nền tảng hoạt động dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực tiêu dùng và tài nguyên. MSN nắm giữ 72,8% cổ phần tại Masan Consumer Holdings (MCH; hàng tiêu dùng nhanh); 71,5% tại Wincommerce (chuỗi bán lẻ); 96% tại Masan Meat Life (sản xuất thức ăn gia súc và thịt); và 84,6% tại Masan Resources (MSR; tài nguyên thiên nhiên). MSN cũng sở hữu 20% cổ phần tại Techcombank.

## Triển vọng tăng trưởng từ mảng tiêu dùng và bán lẻ

- KQKD Q1/2025 tích cực với lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 983 tỷ đồng (+105% svck).
- Thay đổi cơ cấu doanh nghiệp gần đây nhằm đơn giản hóa cấu trúc sở hữu và tạo cơ hội thoái vốn tại các công ty con chưa niêm yết của MSN.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu MSN nhờ tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 ổn định và áp lực dòng tiền giảm.

**Luận điểm đầu tư:** Tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 của MSN được thúc đẩy nhờ sự cải thiện liên tục trong mảng kinh doanh bán lẻ tiêu dùng cốt lõi, hỗ trợ bởi kết quả ấn tượng từ mảng kinh doanh thịt do giá thịt heo tăng cao và lỗ từ mảng khoáng sản (mảng kinh doanh không cốt lõi) giảm. Đáng chú ý, chuỗi cửa hàng bách hóa Winmart đã đạt điểm hòa vốn trong năm 2024, cho thấy hiệu quả của mô hình kinh doanh. Điều này góp phần tạo nền tảng vững chắc để mở rộng mạng lưới cửa hàng, trong bối cảnh thị trường tiếp tục chuyển dịch từ chợ truyền thống sang cửa hàng thương mại hiện đại. Dựa trên KQKD Q1/2025, chúng tôi cho rằng MSN có thể vượt kế hoạch theo kịch bản cơ sở cho năm 2025. Chúng tôi dự báo LNST và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (NPATMI) lần lượt đạt 5,4 nghìn tỷ đồng (+26% svck, từ 5,3 nghìn tỷ đồng) và 2,7 nghìn tỷ đồng (+36% svck, từ 2,8 nghìn tỷ đồng).

MSN đã thực hiện tái cấu trúc doanh nghiệp, dẫn tới việc thay đổi tỷ lệ sở hữu tại các công ty con chủ chốt. Sự thay đổi chiến lược này giúp đơn giản hóa cấu trúc sở hữu và tạo thanh khoản cho nhà đầu tư ngoài đang sở hữu các công ty con chưa niêm yết (The CrownX và Masan Consumer Holdings) thoát vị thế. Sau tái cấu trúc, tỷ lệ sở hữu gián tiếp của MSN tại MCH giảm từ 67,4% xuống 66%, trong khi tỷ lệ sở hữu tại WCM tăng từ 78,7% lên 85,4% (thông qua tăng sở hữu tại The CrownX). Việc giảm tỷ lệ sở hữu của cổ đông bên ngoài tại The CrownX dự kiến sẽ làm giảm nghĩa vụ tài chính liên quan đến quyền chọn bán, từ đó giảm áp lực dòng tiền và tăng linh hoạt tài chính cho MSN.

Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực và áp lực dòng tiền giảm, chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu MSN, nhưng điều chỉnh giá mục tiêu 1 năm xuống còn **81.600 đồng/cổ phiếu** (từ 86.500 đồng/cổ phiếu).

**Quan điểm ngắn hạn:** Việc chuyển cổ phiếu MCH sang sàn HOSE có thể hỗ trợ tích cực cho giá cổ phiếu.

**Quan điểm dài hạn:** Chúng tôi kỳ vọng chuỗi Winmart sẽ mang lại tăng trưởng lợi nhuận ổn định cho MSN trong dài hạn, trong khi tăng trưởng tại MCH dự kiến chậm lại do đã chiếm phần lớn thị phần. Cổ phiếu MSN cũng có thể thu hút dòng vốn nước ngoài khi Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi (dự kiến trong năm 2026).

### Rủi ro đối với khuyến nghị:

- Tiêu dùng yếu
- Lãi suất tăng
- Giá bán sản phẩm khoáng sản thấp hơn kỳ vọng.
- Phát sinh chi phí bất thường.

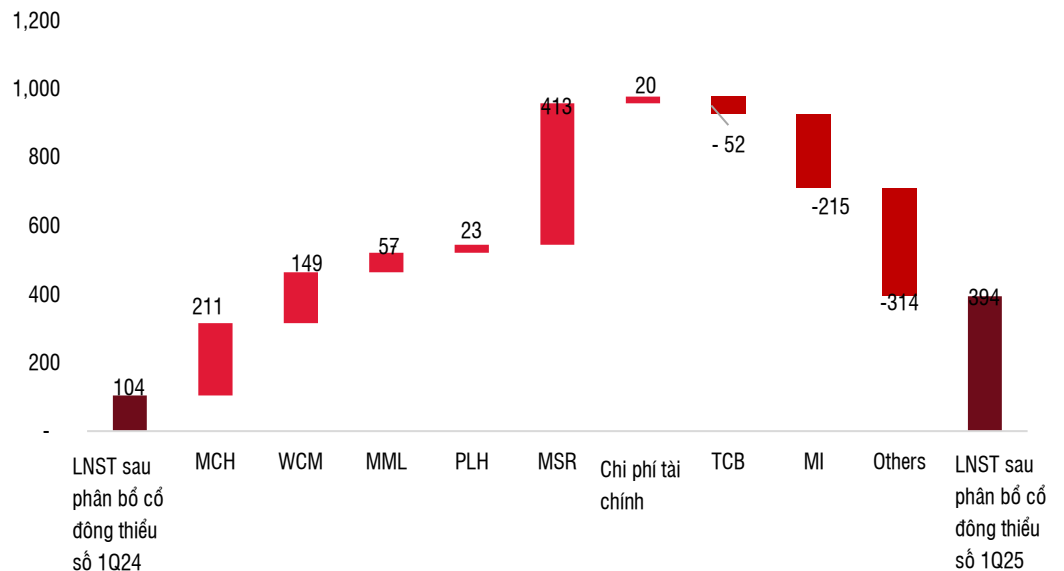
|                                | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ đồng)      | 76.189 | 78.252 | 83.178 | 89.872 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)       | 4.754  | 1.870  | 4.272  | 5.398  |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%) | -52,9% | -60,7% | 128,5% | 26,3%  |
| EPS (VND)                      | 2.358  | 277    | 1.321  | 1.794  |
| ROE (%)                        | 12,0%  | 5,0%   | 10,8%  | 12,4%  |
| Nợ/VCSH                        | 1,94   | 1,82   | 1,61   | 1,31   |
| Tỷ suất cổ tức (%)             | 1%     | 0%     | 0%     | 0%     |
| P/E (x)                        | 37,1   | 229,0  | 50,4   | 35,7   |
| P/B (x)                        | 5,1    | 3,6    | 3,3    | 2,9    |
| EV/EBITDA (x)                  | 12,9   | 11,0   | 8,9    | 7,1    |

Nguồn: MSN, SSI forecasts

### Cập nhật KQKD Q1/2025

MSN ghi nhận KQKD Q1/2025 tốt hơn dự kiến, với doanh thu đạt 19 nghìn tỷ đồng (đi ngang svck, +11% svck nếu so sánh tương đương), LNST đạt 983 tỷ đồng (+105% svck), và LNST thuộc công ty mẹ đạt 394 tỷ đồng (+277% svck). Mức tăng trưởng này đến từ cả 3 mảng kinh doanh cốt lõi (MCH, WCM và MML), trong khi lỗ từ mảng khoáng sản không cốt lõi (MSR) giảm đáng kể. MSN ghi nhận 229 tỷ đồng chi phí bất thường liên quan đến trích khấu hao lợi thế thương mại tại Wineco và Mobicast. Tỷ lệ nợ ròng/EBITDA duy trì ở mức 2,9x trong 3 quý gần đây, phù hợp với kế hoạch của công ty.

### LNST sau phân bổ cổ đông thiểu số (tỷ đồng)



## Cập nhật về các mảng kinh doanh chính của MSN

- Các công ty con trong mảng tiêu dùng – bán lẻ (MCH và WCM) ghi nhận mức tăng trưởng ổn định.

### Masan Consumer

**KQKD Q1/2025:** MCH ghi nhận doanh thu và EBITDA Q1/2025 lần lượt tăng 14% và 12% svck, được thúc đẩy bởi doanh thu tăng mạnh từ ngành hàng gia vị (+16% svck); ngành hàng chăm sóc gia đình (+13% svck); và ngành hàng cà phê (+40% svck). MCH dự kiến sẽ được hưởng lợi từ căng thẳng thương mại hiện nay giữa Mỹ - Trung Quốc với chi phí nguyên liệu thấp hơn (đậu nành, lúa mì, chất béo,...).

**Ước tính năm 2025:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và EBITDA của MCH sẽ lần lượt cải thiện lên 34,6 nghìn tỷ đồng (+12% svck) và 9,2 nghìn tỷ đồng (+11% svck), được hỗ trợ từ việc ra mắt sản phẩm mới (cho tất cả các ngành hàng) và cao cấp hóa sản phẩm (đối với ngành hàng gia vị và thực phẩm tiện lợi), cùng với việc mở rộng kênh phân phối (chỉ đối với ngành hàng chăm sóc gia đình và xuất khẩu).

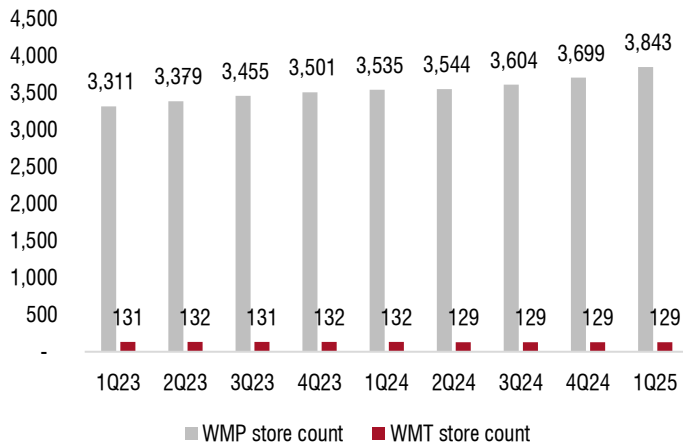
### Wincommerce

**KQKD Q1/2025:** Doanh thu WCM tăng 10% svck nhờ mở rộng mạng lưới cửa hàng (+144 cửa hàng mới tính từ đầu năm, tương đương tăng 4% số lượng cửa hàng từ đầu năm) và tăng trưởng cửa hàng cũ LFL (+7,8% svck). Mặc dù đẩy mạnh tốc độ mở mới cửa hàng, WCM vẫn ghi nhận mức lợi nhuận dương trong Q1/2025 (LNST đạt 58 tỷ đồng trong Q1/2025 so với khoản lỗ 179 tỷ đồng trong Q1/2024) nhờ doanh thu cửa hàng cũ tăng trưởng tích cực.

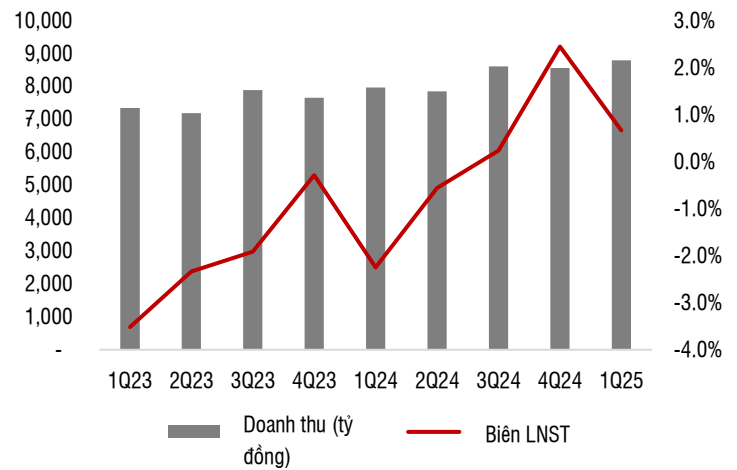
**Ước tính năm 2025:** Sau khi đạt điểm hòa vốn vào năm 2024, MSN sẽ đẩy mạnh mở rộng cửa hàng Winmart trong năm 2025. Chúng tôi ước tính công ty sẽ mở thêm 500 cửa hàng mới (tương đương tăng tổng số cửa hàng thêm 13%) trong năm 2025, thấp hơn kế hoạch của công ty là 800–1.000 cửa hàng mới. Tăng trưởng LFL ước tính đạt 7% trong năm 2025, nhờ việc tiếp tục thay đổi mô hình cửa hàng sẽ giúp tăng lưu lượng khách đến các cửa hàng hiện hữu. Tính đến cuối năm 2024, Winmart có 1.613 cửa hàng vẫn theo mô hình cũ (chiếm 44% tổng số cửa hàng), các cửa hàng này sẽ được cải tạo sang mô hình mới để thúc đẩy doanh thu. Điều này sẽ giúp duy trì đà tăng trưởng doanh thu cho các cửa hàng hiện hữu trong ngắn hạn. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2025 của WCM lần lượt đạt 37,8 nghìn tỷ đồng (+15% svck) và 273 tỷ đồng (so với 6 tỷ đồng năm 2024).

Chúng tôi lưu ý BHX gần đây đã mở rộng mạng lưới cửa hàng tại các tỉnh miền Trung, dự kiến làm tăng mức độ cạnh tranh đối với Winmart. Tuy nhiên, cả hai chuỗi bách hóa tập trung vào các phân khúc khách hàng và danh mục sản phẩm khác nhau, qua đó giảm thiểu cạnh tranh trực tiếp. Tại khu vực nông thôn, BHX chủ yếu cung cấp trái cây nhập khẩu mà chợ truyền thống không có. Trong khi đó, Winmart tập trung vào việc bán hàng tiêu dùng nhanh có thương hiệu (FMCG), với mức độ thâm nhập thị trường (hiện là 40%) vẫn còn tiềm năng tăng trưởng.

Số lượng cửa hàng theo mô hình



KQKD của WCM



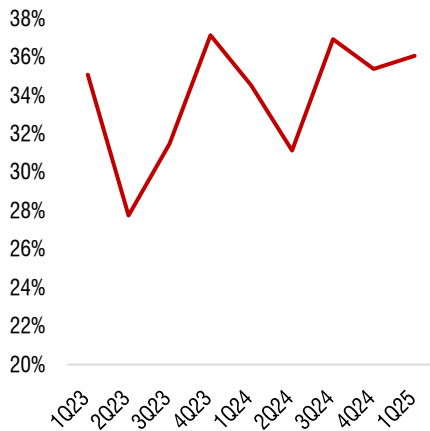
Nguồn: MSN, SSI Research

- **MML ghi nhận KQKD tốt với doanh thu đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (+20% svck) và LNST dương trong quý thứ 3 liên tiếp (116 tỷ đồng trong Q1/2025 so với khoản lỗ 47 tỷ đồng trong Q1/2024).** Mức lợi nhuận vượt trội trong Q1/2025 đến từ: (1) giá thịt heo tăng cao (+27% svck), (2) chi phí sản xuất giảm; (3) tỷ trọng đóng góp của thịt chế biến trong tổng doanh thu tăng; và (4) tích hợp thêm sản phẩm MML trong mạng lưới bán lẻ Winmart. MML cũng ghi nhận lợi nhuận tài chính tăng bất thường (82 tỷ đồng) liên quan đến điều chỉnh hợp đồng với các nhà cung cấp heo, góp phần thúc đẩy KQKD trong Q1/2025.

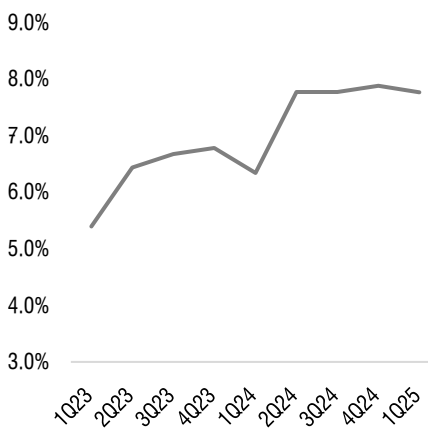
Vào cuối tháng 5/2025, CTCP Chăn nuôi CP Việt Nam – một công ty hoạt động tương tự như MML trong ngành chăn nuôi và thực phẩm – đối mặt với một cáo buộc cho rằng CP bán thịt heo không đạt tiêu chuẩn tại cửa hàng CP Fresh Shop ở tỉnh Sóc Trăng. Trong khi chính quyền địa phương vẫn đang làm rõ vụ việc, niềm tin của người tiêu dùng vào các sản phẩm của CP có thể bị ảnh hưởng, từ đó tạo ra cơ hội cho các đối thủ cạnh tranh như MML.

**Ước tính năm 2025:** Giá thịt heo đã tăng mạnh trong Q1/2025 do yếu tố mùa vụ và tình trạng thiếu nguồn cung liên quan đến dịch tả heo châu Phi. Trong khi việc tái đàn heo cần một khoảng thời gian (khoảng 12 tháng), chúng tôi kỳ vọng giá thịt heo và lợi nhuận cốt lõi của MML sẽ duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm 2025, và dần hạ nhiệt vào nửa cuối năm 2025 khi nguồn cung tăng trở lại. Doanh thu và LNST năm 2025 ước tính lần lượt đạt 8,3 nghìn tỷ đồng (+9% svck) và 200 tỷ đồng (so với 25 tỷ đồng năm 2024).

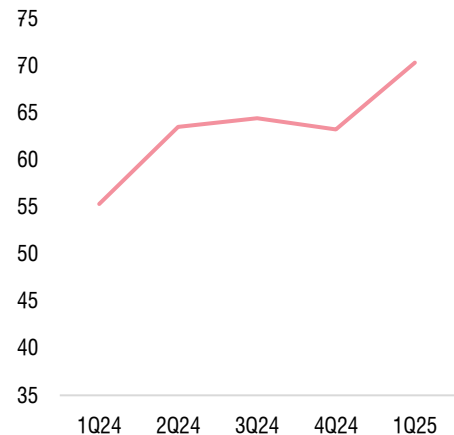
% đóng góp của thịt chế biến vào tổng doanh thu



% đóng góp của MML vào doanh thu WCM



Giá thịt heo (1.000 đồng/kg)



Nguồn: MSN, SSI Research

- MSR ghi nhận mức lỗ thấp hơn đáng kể trong Q1/2025** nhờ: (1) không còn hợp nhất với H.C.Stark đang hoạt động thua lỗ; (2) chất lượng quặng tốt hơn; và (3) giá tungsten và bismuth thuận lợi sau khi Trung Quốc hạn chế xuất khẩu từ tháng 2/2025. Doanh thu Q1/2025 đạt 1,39 nghìn tỷ đồng (-55% svck do không còn hợp nhất), mức lỗ đã giảm từ -702 tỷ đồng trong Q1/2024 xuống -222 tỷ đồng trong Q1/2025.

**Ước tính năm 2025:** Căng thẳng thương mại giữa Mỹ - Trung Quốc dự kiến sẽ kéo dài các hạn chế xuất khẩu của Trung Quốc đối với tungsten và bismuth, giúp giá bán duy trì ở mức cao. Các sản phẩm của MSR được miễn thuế đối ứng khi xuất khẩu sang Mỹ. Chúng tôi dự báo doanh thu của MSR trong năm 2025 đạt 7,3 nghìn tỷ đồng (-49% svck do không còn hợp nhất với H.C.Stark), trong khi mức lỗ ròng ước tính giảm xuống còn 1 nghìn tỷ đồng (so với mức lỗ 1,59 nghìn tỷ đồng năm 2024) nhờ không còn hợp nhất với H.C.Stark đang hoạt động thua lỗ và diễn biến giá tungsten và bitmut thuận lợi.

- TCB (công ty liên kết của MSN) ghi nhận lợi nhuận giảm nhẹ** (LNST đạt 6 nghìn tỷ đồng, -4% svck) do thu nhập lãi thuần sụt giảm trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt và thu nhập thuần ngoài lãi giảm. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của TCB sẽ tăng lên 25,1 nghìn tỷ đồng (+15% svck) trong năm 2025 nhờ thị trường bất động sản phục hồi (xem thêm tại [báo cáo TCB](#) của chúng tôi, phát hành ngày 3/6/2025).

### Ước tính lợi nhuận năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 của MSN được thúc đẩy nhờ sự cải thiện liên tục trong mảng kinh doanh bán lẻ tiêu dùng cốt lõi, hỗ trợ bởi kết quả ấn tượng từ mảng kinh doanh thịt do giá thịt heo tăng cao và lỗ từ khoáng sản (mảng kinh doanh không cốt lõi) giảm. Đáng chú ý, chuỗi cửa hàng bách hóa Winmart đã đạt điểm hòa vốn trong năm 2024, cho thấy hiệu quả của mô hình kinh doanh. Điều này góp phần tạo nền tảng vững chắc để mở rộng mạng lưới cửa hàng, trong bối cảnh thị trường tiếp tục chuyển dịch từ chợ truyền thống sang cửa hàng thương mại hiện đại. Dựa trên KQKD Q1/2025, chúng tôi cho rằng MSN có thể vượt kế hoạch theo kịch bản cơ sở cho năm 2025. Chúng tôi dự báo LNST và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (NPATMI) lần lượt đạt 5,4 nghìn tỷ đồng (+26% svck, từ 5,3 nghìn tỷ đồng) và 2,7 nghìn tỷ đồng (+36% svck, từ 2,8 nghìn tỷ đồng).

|               | Tỷ đồng                           | 2023    | 2024    | 2025F   | 2024 YoY | 2025F YoY |
|---------------|-----------------------------------|---------|---------|---------|----------|-----------|
| MCH           | Doanh thu                         | 28.241  | 30.897  | 34.555  | 9%       | 12%       |
|               | EBITDA                            | 7.439   | 8.261   | 9.173   | 11%      | 11%       |
|               | Lợi nhuận ròng                    | 7.194   | 7.921   | 7.896   | 10%      | 0%        |
| WCM           | Doanh thu                         | 30.054  | 32.961  | 37.812  | 10%      | 15%       |
|               | Lợi nhuận ròng                    | (600)   | 6       | 273     | N.a      | 4452%     |
| MML           | Doanh thu                         | 6.984   | 7.650   | 8.303   | 10%      | 9%        |
|               | Lợi nhuận ròng                    | (540)   | 25      | 199     | -105%    | 686%      |
| MSR           | Doanh thu                         | 14.093  | 14.336  | 7.289   | 2%       | -49%      |
|               | Lợi nhuận ròng                    | (1.530) | (1.587) | (1.011) | N.a      | N.a       |
| TCB           | Lợi nhuận từ công ty liên kết     | 3.896   | 4.444   | 4.998   | 14%      | 12%       |
| KQKD hợp nhất | Doanh thu                         | 78.252  | 83.178  | 89.872  | 6%       | 8%        |
|               | Lợi nhuận ròng                    | 1.870   | 4.272   | 5.398   | 128%     | 26%       |
|               | LNST sau phân bổ cổ đông thiểu số | 419     | 1.999   | 2.714   | 377%     | 36%       |

### Thay đổi cơ cấu doanh nghiệp

MSN đã thực hiện tái cấu trúc doanh nghiệp, dẫn tới việc thay đổi tỷ lệ sở hữu tại các công ty con chủ chốt. Sự thay đổi chiến lược này giúp đơn giản hóa cấu trúc sở hữu và tạo thanh khoản cho nhà đầu tư ngoài đang sở hữu các công ty con chưa niêm yết (The CrownX và Masan Consumer Holdings) thoát vị thế.

Tính đến cuối năm 2024, Masan Consumer Holdings thuộc sở hữu của MSN (85,7%) và một nhà đầu tư ngoài là Singha Asia Holding Pte Ltd (14,3%). Trong khi đó, The CrownX được nắm giữ bởi MSN (84,9%) và các nhà đầu tư ngoài (15,1%), bao gồm cả Tập đoàn SK.

Vào tháng 2/2025, MCH đã phát hành 326,8 triệu cổ phiếu mới (tương đương 44% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) cho các cổ đông hiện hữu, bao gồm Masan Consumer Holdings. Tuy nhiên, Masan Consumer Holdings đã chọn không mua số cổ phiếu mới phát hành này. Thay vào đó, các nhà đầu tư The CrownX và Masan Consumer Holdings ngoài tập đoàn Masan đã hoán đổi phần sở hữu hiện tại của họ để lấy cổ phiếu mới phát hành của MCH. Với việc tỷ lệ sở hữu của cổ đông bên ngoài tại The CrownX giảm xuống, nghĩa vụ tài chính liên quan đến quyền chọn bán do The CrownX phát hành được kỳ vọng sẽ giảm bớt, từ đó giúp giảm áp lực lên dòng tiền, và tăng linh hoạt tài chính cho MSN.

Tính đến Q1/2025, tỷ lệ sở hữu gián tiếp của MSN tại MCH đã giảm từ 67,4% xuống còn 66%, trong khi tỷ lệ sở hữu tại WCM tăng từ 78,7% lên 85,4% (thông qua tăng sở hữu tại The CrownX). Với tỷ lệ sở hữu mới tại các công ty con chủ chốt, chúng tôi hiện đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu MSN là 81.600 đồng/cổ phiếu. Với tiềm năng tăng giá là 28%, chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu MCH.

| STT | Công ty                                                             | Giá trị hợp lý (tỷ đồng) | % sở hữu của MSN | Phản vốn góp/lợi ích kinh tế của MSN (tỷ đồng) |
|-----|---------------------------------------------------------------------|--------------------------|------------------|------------------------------------------------|
| 1   | Masan Consumers                                                     | 165.027                  | 66,0%            | 108.918                                        |
| 2   | Wincommerce                                                         | 37.812                   | 85,4%            | 32.292                                         |
| 3   | Masan Resources                                                     | 660                      | 94,9%            | 626                                            |
| 4   | Masan Meat Life                                                     | 5.357                    | 94,3%            | 5.051                                          |
| 5   | Techcombank                                                         | 194.954                  | 19,9%            | 38.796                                         |
| 6   | Khác (PL, Vissan...)                                                |                          |                  | 3.913                                          |
| 7   | Tổng (bao gồm tiền mặt ròng và nghĩa vụ quyền bán tính đến Q1/2025) |                          |                  | 164.595                                        |
| 8   | SLCP đang lưu hành – đã pha loãng hoàn toàn                         |                          |                  | 1.512.928.100                                  |
| 9   | <b>Giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)</b>                                 |                          |                  | <b>81.594</b>                                  |

Lưu ý:

- Chúng tôi ước tính MSN có nghĩa vụ mua lại 55 triệu cổ phiếu MSN từ Tập đoàn SK với giá 83.000 đồng/cổ phiếu (tương đương 4.565 tỷ đồng) trong trường hợp Tập đoàn SK thực hiện quyền bán của mình vào bất kỳ thời điểm nào từ nay đến tháng 10/2029.
- Nợ ròng tính đến Q1/2025 là 20.436 tỷ đồng.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Tỷ đồng                                   | 2023           | 2024           | 2025F          | 2026F          |
|-------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>               |                |                |                |                |
| + Tiền và các khoản tương đương tiền      | 10.125         | 18.618         | 38.026         | 54.302         |
| + Đầu tư ngắn hạn                         | 6.795          | 608            | 608            | 608            |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn             | 11.985         | 21.865         | 13.589         | 14.969         |
| + Hàng tồn kho                            | 13.175         | 10.787         | 11.765         | 12.897         |
| + Tài sản ngắn hạn khác                   | 1.684          | 1.692          | 1.860          | 2.047          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>              | <b>43.763</b>  | <b>53.570</b>  | <b>65.847</b>  | <b>84.823</b>  |
| + Các khoản phải thu dài hạn              | 11.211         | 8.524          | 0              | 0              |
| + GTCL Tài sản cố định                    | 42.886         | 37.050         | 36.991         | 34.378         |
| + Bất động sản đầu tư                     | 709            | 4              | 2              | 0              |
| + Tài sản dài hạn dở dang                 | 3.127          | 1.671          | 1.671          | 1.671          |
| + Đầu tư dài hạn                          | 33.219         | 35.319         | 35.319         | 35.319         |
| + Tài sản dài hạn khác                    | 12.468         | 11.447         | 3.229          | 2.906          |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>               | <b>103.620</b> | <b>94.015</b>  | <b>77.212</b>  | <b>74.275</b>  |
| <b>Tổng tài sản</b>                       | <b>147.383</b> | <b>147.585</b> | <b>143.059</b> | <b>159.098</b> |
| + Nợ ngắn hạn                             | 50.423         | 58.712         | 51.022         | 55.932         |
| Trong đó: vay ngắn hạn                    | 28.030         | 26.724         | 24.132         | 26.455         |
| + Nợ dài hạn                              | 58.724         | 48.120         | 45.887         | 50.256         |
| Trong đó: vay dài hạn                     | 41.542         | 38.825         | 36.199         | 39.682         |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>                   | <b>109.146</b> | <b>106.832</b> | <b>96.909</b>  | <b>106.188</b> |
| + Vốn góp                                 | 14.308         | 15.129         | 15.129         | 15.129         |
| + Thặng dư vốn cổ phần                    | 8.723          | 14.165         | 14.165         | 14.165         |
| + Lợi nhuận chưa phân phối                | 11.798         | 9.327          | 12.041         | 15.815         |
| + Quỹ khác                                | 3.408          | 2.132          | 4.816          | 7.800          |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                     | <b>38.237</b>  | <b>40.752</b>  | <b>46.150</b>  | <b>52.910</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b> | <b>147.383</b> | <b>147.585</b> | <b>143.059</b> | <b>159.098</b> |
| <b>Lưu chuyển tiền tệ</b>                 |                |                |                |                |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh         | 500            | 9.525          | 28.126         | 11.471         |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư             | -7.824         | -10.694        | -3.500         | -1.000         |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính          | 3.546          | 9.672          | -5.218         | 5.806          |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>     | <b>-3.777</b>  | <b>8.503</b>   | <b>19.408</b>  | <b>16.277</b>  |
| Tiền đầu kỳ                               | 13.853         | 10.125         | 18.618         | 38.026         |
| <b>Tiền cuối kỳ</b>                       | <b>10.125</b>  | <b>18.618</b>  | <b>38.026</b>  | <b>54.302</b>  |
| <b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>      |                |                |                |                |
| Hệ số thanh toán hiện hành                | 0,87           | 0,91           | 1,29           | 1,52           |
| Hệ số thanh toán nhanh                    | 0,57           | 0,70           | 1,02           | 1,25           |
| Hệ số thanh toán tiền mặt                 | 0,34           | 0,33           | 0,76           | 0,98           |
| Nợ ròng / EBITDA                          | 4,31           | 3,21           | 2,06           | 0,90           |
| Khả năng thanh toán lãi vay               | 1,37           | 1,94           | 1,99           | 2,11           |
| Ngày phải thu                             | 11,8           | 7,9            | 5,7            | 5,9            |
| Ngày phải trả                             | 44,9           | 42,1           | 44,5           | 43,6           |
| Ngày tồn kho                              | 89,8           | 74,7           | 68,2           | 68,1           |
| <b>Cơ cấu vốn</b>                         |                |                |                |                |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản               | 0,26           | 0,28           | 0,32           | 0,33           |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản                  | 0,74           | 0,72           | 0,68           | 0,67           |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu                | 2,85           | 2,62           | 2,10           | 2,01           |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu                         | 1,82           | 1,61           | 1,31           | 1,25           |
| Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu                | 0,73           | 0,66           | 0,52           | 0,50           |

Nguồn: MSN, SSI dự báo

| Tỷ đồng                                  | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         |
|------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>        |               |               |               |               |
| <b>Doanh thu thuần</b>                   | <b>78.252</b> | <b>83.178</b> | <b>89.872</b> | <b>99.000</b> |
| Giá vốn hàng bán                         | -56.131       | -58.522       | -60.331       | -66.137       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                     | <b>22.121</b> | <b>24.656</b> | <b>29.541</b> | <b>32.863</b> |
| Doanh thu hoạt động tài chính            | 2.405         | 4.044         | 2.883         | 2.761         |
| Chi phí tài chính                        | -8.130        | -7.900        | -9.072        | -10.064       |
| Thu nhập từ các công ty liên kết         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Chi phí bán hàng                         | -14.192       | -14.565       | -16.967       | -18.481       |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp             | -3.750        | -3.917        | -4.494        | -4.950        |
| <b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>2.350</b>  | <b>6.761</b>  | <b>6.889</b>  | <b>8.094</b>  |
| Thu nhập khác                            | 213           | -736          | -300          | 0             |
| Lợi nhuận trước thuế                     | 2.563         | 6.025         | 6.589         | 8.094         |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                    | <b>1.870</b>  | <b>4.272</b>  | <b>5.398</b>  | <b>6.759</b>  |
| <b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>        | <b>419</b>    | <b>1.999</b>  | <b>2.714</b>  | <b>3.775</b>  |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số             | 1.451         | 2.273         | 2.684         | 2.984         |
| EPS cơ bản (VND)                         | 277           | 1.321         | 1.794         | 2.495         |
| Giá trị sổ sách (VND)                    | 18.562        | 19.989        | 21.783        | 24.278        |
| Cổ tức (VND/cổ phiếu)                    | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT                                     | 9.509         | 12.430        | 13.225        | 15.369        |
| EBITDA                                   | 13.516        | 16.562        | 16.786        | 18.983        |
| <b>Tăng trưởng</b>                       |               |               |               |               |
| Doanh thu                                | 2,7%          | 6,3%          | 8,0%          | 10,2%         |
| EBITDA                                   | -6,2%         | 22,5%         | 1,3%          | 13,1%         |
| EBIT                                     | -4,9%         | 30,7%         | 6,4%          | 16,2%         |
| Lợi nhuận ròng                           | -60,7%        | 128,5%        | 26,3%         | 25,2%         |
| Vốn chủ sở hữu                           | 4,4%          | 6,6%          | 13,2%         | 14,6%         |
| Vốn điều lệ                              | 0,5%          | 5,7%          | 0,0%          | 0,0%          |
| Tổng tài sản                             | 4,3%          | 0,1%          | -3,1%         | 11,2%         |
| <b>Định giá</b>                          |               |               |               |               |
| P/E                                      | 229,0         | 50,4          | 35,7          | 25,7          |
| P/B                                      | 3,6           | 3,3           | 2,9           | 2,6           |
| Giá/Doanh thu                            | 1,2           | 1,2           | 1,1           | 1,0           |
| Tỷ suất cổ tức                           | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| EV/EBITDA                                | 11,0          | 8,9           | 7,1           | 5,7           |
| EV/Doanh thu                             | 1,9           | 1,8           | 1,3           | 1,1           |
| <b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>       |               |               |               |               |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                    | 28,3%         | 29,6%         | 32,9%         | 33,2%         |
| Tỷ suất lợi nhuận hoạt động              | 9,7%          | 13,6%         | 11,9%         | 12,8%         |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng                   | 2,4%          | 5,1%          | 6,0%          | 6,8%          |
| Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần         | 18,1%         | 17,5%         | 18,9%         | 18,7%         |
| Chi phí quản lý/Doanh thu thuần          | 4,8%          | 4,7%          | 5,0%          | 5,0%          |
| ROE                                      | 5,0%          | 10,8%         | 12,4%         | 13,6%         |
| ROA                                      | 1,3%          | 2,9%          | 3,7%          | 4,5%          |
| ROIC                                     | 6,4%          | 8,2%          | 10,2%         | 11,4%         |

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Chiến lược thị trường

#### Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

#### Phân tích Ngành Hàng tiêu dùng

#### Nguyễn Trần Phương Nga

Trưởng phòng phân tích

ngantp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6731

#### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702