

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Tập trung phát triển mảng tiêu dùng & bán lẻ

19/03/2025

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MUA duy trì

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

Dữ liệu giao dịch

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

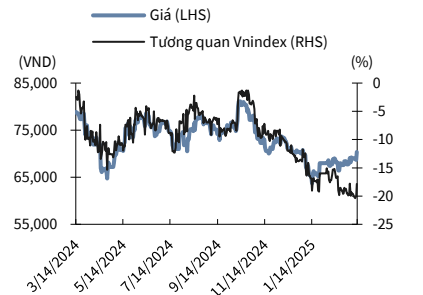
Biến động giá cổ phiếu

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

Dự phóng KQKD & định giá

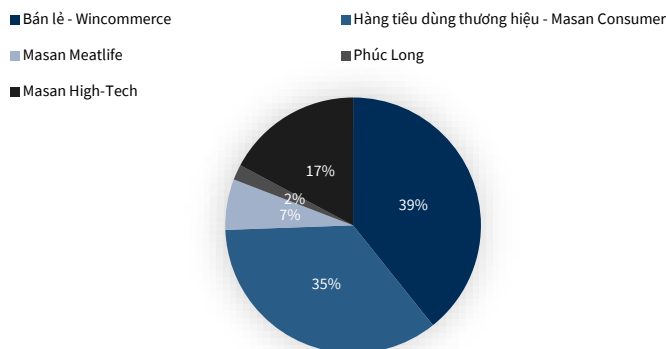
| FY-end | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh số thuần (tỷ VNĐ) | 78,252 | 83,178 | 81,766 | 88,545 |
| Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VNĐ) | 2,350 | 6,761 | 8,539 | 10,765 |
| Lợi nhuận CD công ty mẹ (tỷ VNĐ) | 419 | 1,999 | 3,973 | 4,928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

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

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

Điểm nhấn đầu tư

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

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

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

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

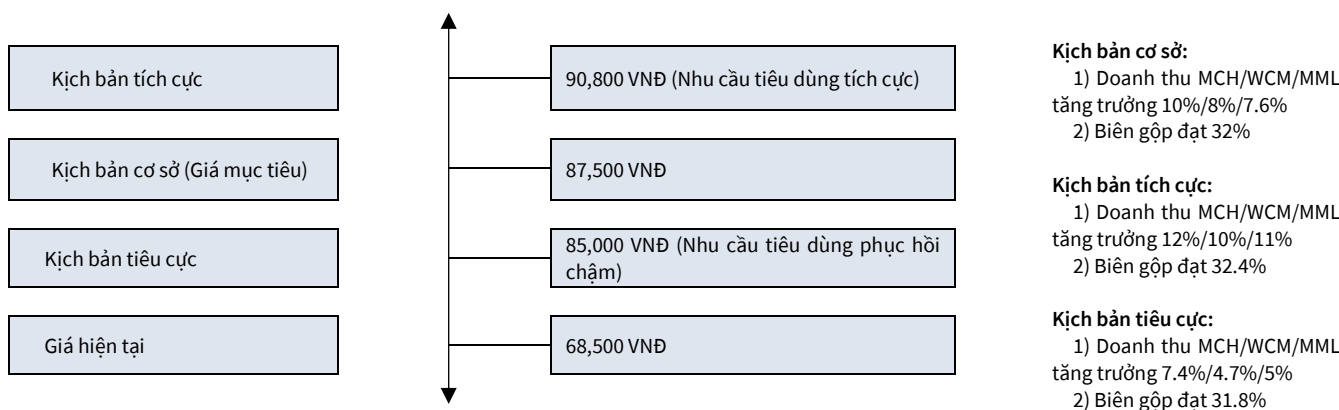
Dự phóng kết quả kinh doanh

| (tỷ VND) | Dự phóng của KBSV | | Thay đổi với kỳ trước | | Dự phóng đồng thuận* | | Chênh lệch | |
|-----------------|-------------------|--------|-----------------------|-------|----------------------|--------|------------|-------|
| | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| Doanh thu | 81,766 | 88,545 | na | na | 88,934 | 99,125 | -8% | -11% |
| EBIT | 8,016 | 9,342 | na | na | 8,101 | 10,039 | -1% | -7% |
| LNST công ty mẹ | 3,973 | 4,928 | na | na | 3,921 | 5,383 | 1% | -8% |

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

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

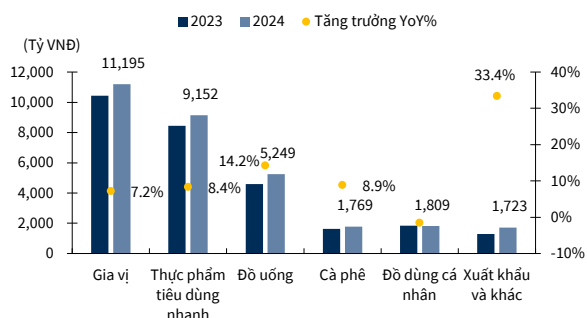
Masan hoàn thành bán HC Stark (công ty con của MSR) trong 4Q2024 và ghi nhận lợi nhuận 1 lần từ thương vụ này, đồng thời giảm khoảng 500 tỷ VND nợ vay. Mảng tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng hơn 10%YoY trong 4Q2024 khi WCM tăng tốc mở thêm cửa hàng, MCH duy trì được đà tăng trưởng dù cho đã chậm lại và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

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

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

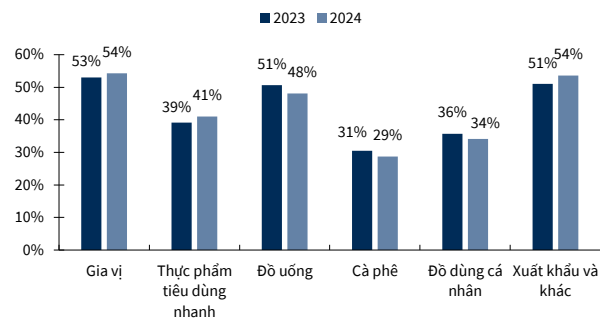
Nguồn: Báo cáo công ty

Biểu đồ 2. Doanh thu các mảng của Masan Consumer



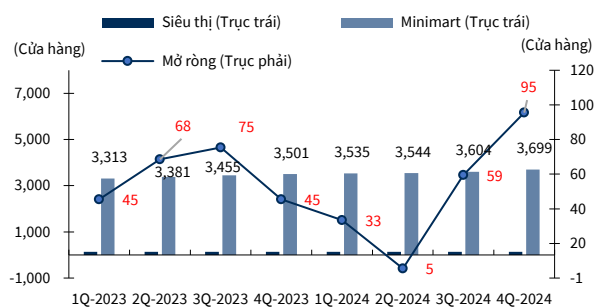
Nguồn: MSN

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



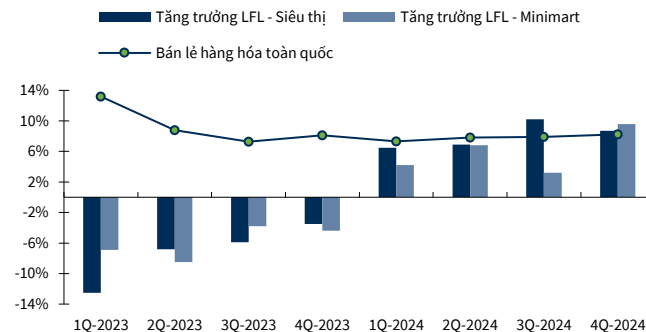
Nguồn: MSN

Biểu đồ 4. Số lượng cửa hàng của Wincommerce



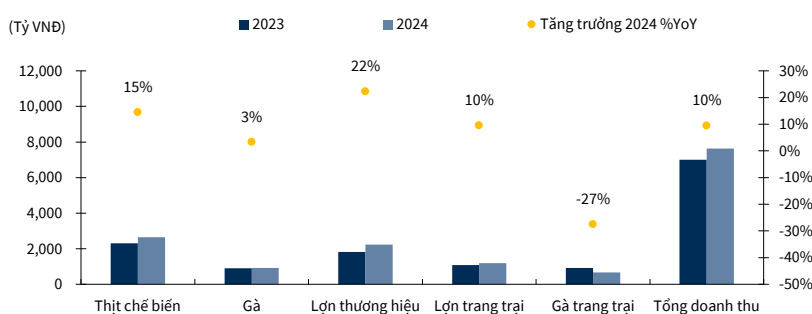
Nguồn: MSN

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



Nguồn: MSN, Tổng cục thống kê

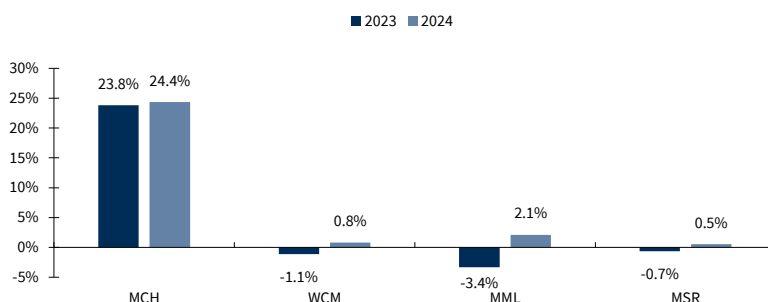
Biểu đồ 6. Doanh thu các mảng của Masan Meatlife



Nguồn: MSN

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

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



Nguồn: MSN

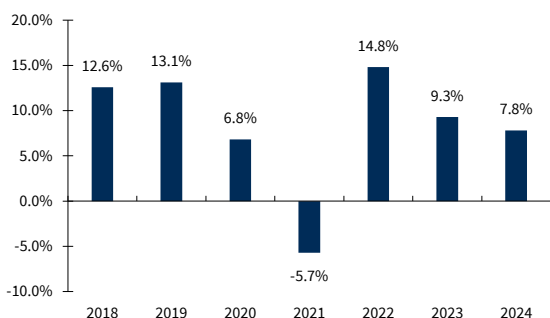
Wincommerce lần đầu có lãi, dự kiến đẩy mạnh mở rộng với mô hình cửa hàng tối ưu hơn

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

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

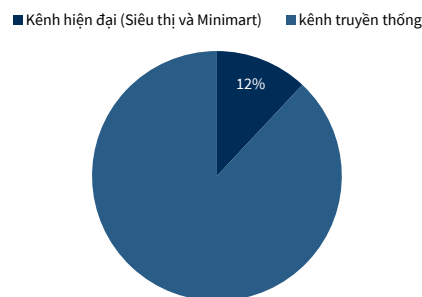
Chúng tôi cho rằng nhu cầu chuyển dịch sang mua sắm tại các cửa hàng bán lẻ hiện đại sẽ ngành càng gia tăng do tính tiện lợi, linh hoạt về thời gian. Mô hình chợ dân sinh truyền thống vốn kém vệ sinh, không rõ nguồn gốc và không linh hoạt về thời gian (chủ yếu hoạt động vào sáng sớm). Trong khi đó, các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

Biểu đồ 8. Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa



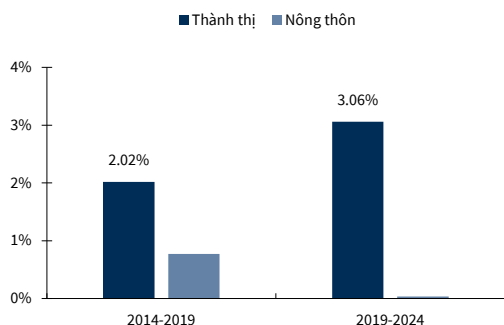
Nguồn: GSO

Biểu đồ 9. Thị phần kênh bán lẻ



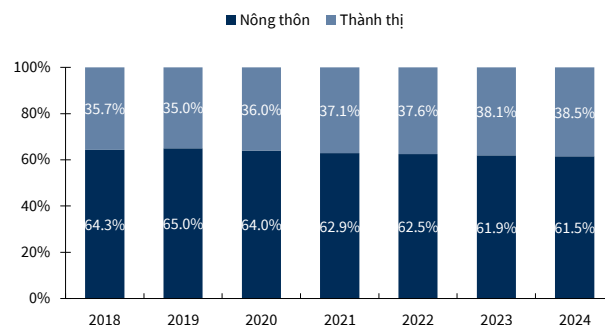
Nguồn: Euromonitor

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



Nguồn: GSO, Điều tra dân số 2024

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

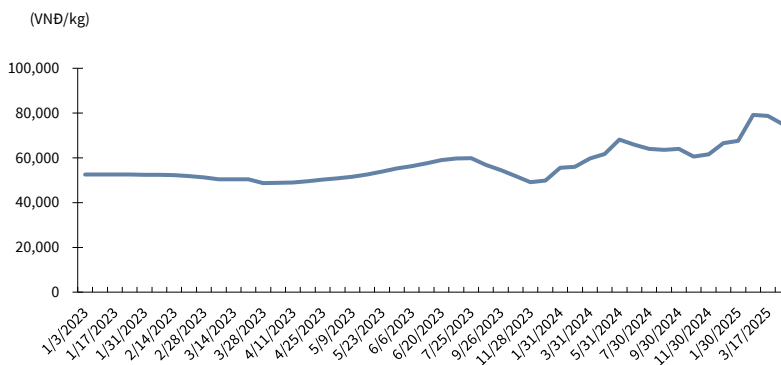


Nguồn: GSO

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

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

Biểu đồ 12. Diễn biến giá thịt heo



Nguồn: Wichart

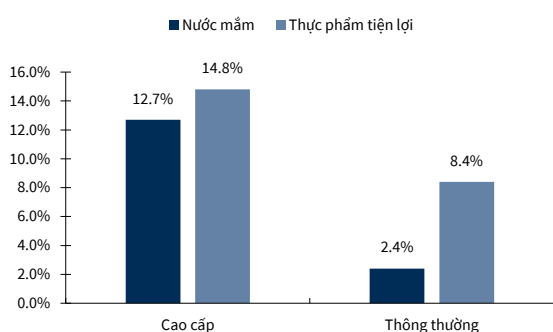
MCH tiếp tục phát triển các sản phẩm mới và cao cấp hóa ngành hàng nhằm giữ biên lợi nhuận cao

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

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

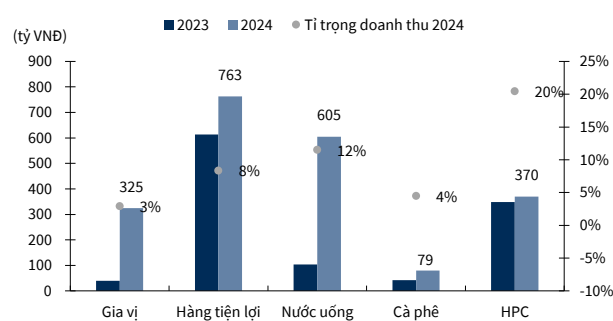
Phát triển và cải tiến sản phẩm mới đang là động lực chính cho ngành hàng đồ uống và chăm sóc cá nhân, lần lượt đóng góp 12% và 20% doanh thu mỗi ngành hàng. Doanh số Trà búp non 365 đã tăng 14 lần trong cả năm 2024. Trong khi đó, bột giặt chante cũng ghi nhận doanh thu 535 tỷ trong 2024, +50.3%YoY nhờ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

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



Nguồn: MSN, MCH

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



Nguồn: MSN, MCH

Biểu đồ 25. Các sản phẩm mới trong 2024



Nguồn: MCH

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

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

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

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

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 12. Dự phóng KQKD 2025-2026

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

Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

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

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu MSN với phương pháp tổng các thành phần (Sum of the part) để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu MSN.

Chúng tôi tiến hành định giá các công ty con đóng góp tỷ trọng doanh thu lớn bao gồm WCM, MCH, MML, MHT, TCB, PLH. Sau khi định giá giá trị cổ phần chúng tôi tiến hành chiết khấu 10% do đây là mô hình tập đoàn.

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

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

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

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

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

thời gian tới.

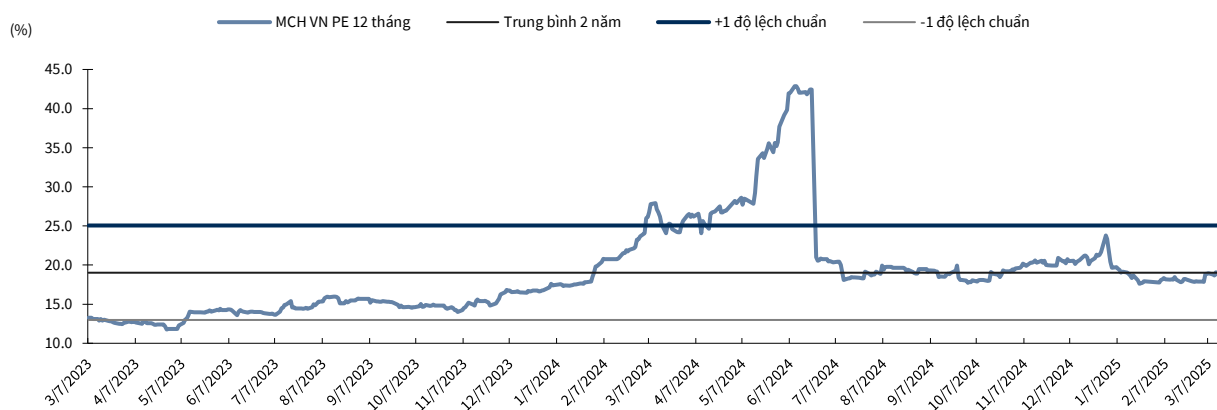
(6) Với TCB, chúng tôi sử dụng định giá của KBSV cập nhật ngày 4/3/2025. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu MSN, mức giá mục tiêu 87,500 VNĐ/cp, cao hơn 28% giá đóng cửa ngày 18/03/2025 với kỳ vọng trụ cột bán lẻ - tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng, tăng trưởng mạnh của công ty liên kết TCB và kỳ vọng sự phục hồi của MHT.

Bảng 13. Định giá từng phần SOTP

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

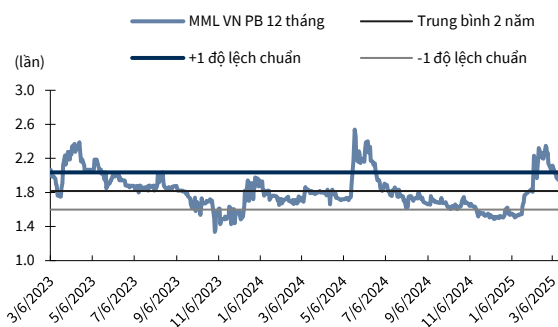
Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 14. PB của MCH trong giai đoạn 2020-2025



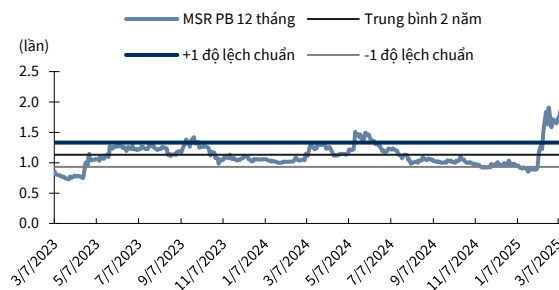
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 15. PB của MML trong giai đoạn 2023-2025



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 16. PB của MSR trong giai đoạn 2023-2025



Nguồn: Bloomberg

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

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

Nguồn: MSN, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

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 & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@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

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

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

LIÊN HỆ

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

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

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua: | Trung lập: | Bán: |
|------------------|-------------------------|-------------------|
| +15 hoặc cao hơn | trong khoảng +15 và -15 | -15 hoặc thấp hơn |

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan: | Trung lập: | Kém khả quan: |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.