

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

CTCP TẬP ĐOÀN MASAN – MSN (HSX)

Ngày cập nhật: 10/06/2025

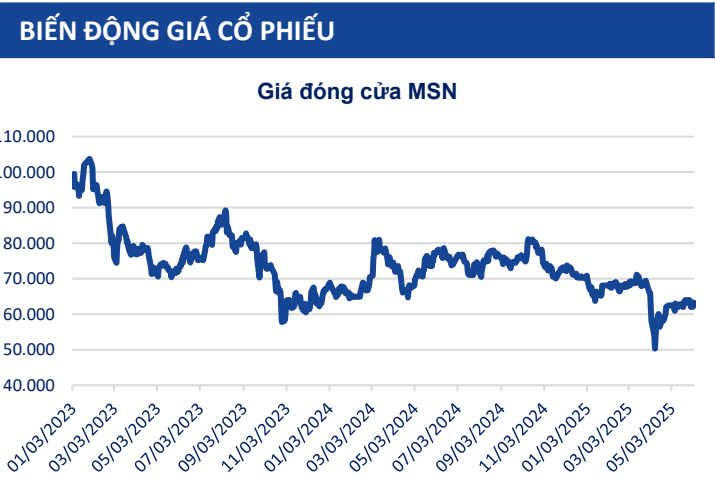


I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá mục tiêu (đồng)	84.000
Upside tối đa	31%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Số lượng CP lưu hành	1.438 triệu
KLGD bình quân 1 tháng	4,7 triệu
Biến động giá 1 tuần	+0,16%
Biến động giá 1 tháng	+2,4%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	91.047



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ: HIỆU QUẢ KINH DOANH CẢI THIỆN ĐỒNG ĐỀU TRÊN TẤT CẢ CÁC MẢNG

- MCH (Masan Consumer)** tăng trưởng đều 10 – 12% với biên lợi nhuận gộp lên đến gần 50%, là động lực đóng góp chính lợi nhuận trong tập đoàn nhờ vào một loạt những lợi thế cạnh tranh và chiến lược hiệu quả như (1) Sở hữu các thương hiệu quốc dân có độ nhận diện cao, quen thuộc với người tiêu dùng (2) Hệ thống phân phối trải dài khắp cả nước với hơn 300.000 điểm bán truyền thống, 6.000 điểm bán hiện đại (3) Tìm kiếm thêm sự tăng trưởng đến từ phát triển các sản phẩm mới, đẩy mạnh tìm kiếm xuất khẩu sang các thị trường mới ở Đông Nam Á, Trung Quốc...
- WCM (Wincommerce)** tìm ra công thức thành công, bắt đầu đem đến dòng tiền dương, đẩy mạnh việc mở mới cửa hàng nhờ vào cải tạo hệ thống và nâng cao hiệu quả vận hành, ưu tiên tăng trưởng lợi nhuận hơn là mở rộng số lượng. Dự kiến mở mới 500 – 600 cửa hàng trong 2025.
- MML (Masan MEATLife)** tập trung mảng thịt chế biến giúp nâng cao biên lợi nhuận, hưởng lợi từ xu hướng tiêu dùng quan tâm đến các sản phẩm thịt chất lượng, có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng.

RỦI RO

- Việc mở rộng hoạt động sang nhiều lĩnh vực và đầu tư dàn trải khiến Masan gặp khó khăn trong việc kiểm soát hiệu quả kinh doanh và làm giảm tính minh bạch số liệu tài chính.
- Rủi ro vận hành WCM
- Tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao

Đơn vị: Tỷ đồng

	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	88.629	76.189	78.252	83.178	91.661
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ VNĐ)	22.135	21.035	22.121	24.656	28.891
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VNĐ)	10.101	4.754	1.870	4.272	6.261

II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2025

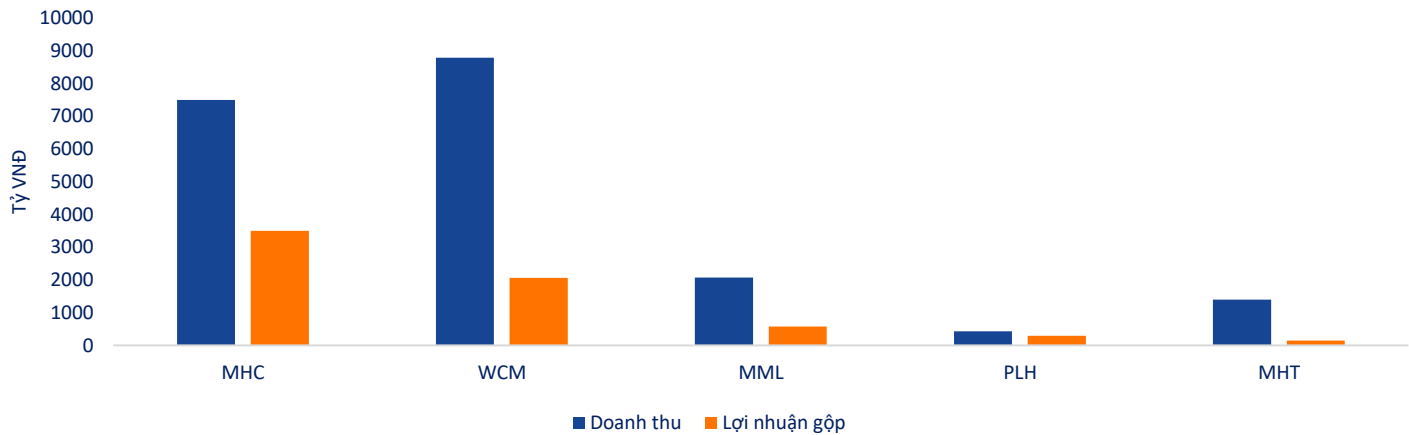
Kết quả kinh doanh cải thiện mạnh mẽ

Quý 1/2025, MSN lần lượt đạt 18.896 tỷ doanh thu (+0,2% yoy) và 983 tỷ LNST (+105,3% yoy). Doanh thu chỉ tăng nhẹ do MSN thực hiện thoái vốn H.C. Starck, các mảng còn lại đều ghi nhận tăng trưởng doanh thu tích cực:

- + Doanh thu MCH đạt 7.489 tỷ (+13,8%yoy) Kết quả tích cực đến từ tăng trưởng xuyên suốt ở các ngành hàng: Gia vị (tăng 15,9%), Đồ uống (tăng 8,7%), Cà phê (tăng 39,8%), Sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình (tăng 13,0%). Điểm đáng chú ý là doanh thu quốc tế tăng trưởng 73,2% so với cùng kỳ.
- + Doanh thu WCM đạt 8785 tỷ (+10,4% yoy), trong đó LNST đạt 58 tỷ, là quý thứ 3 liên tiếp WCM có lãi. Doanh thu trung bình cả 3 mô hình Win, Winmart+ nông thôn và Winmart+ thành thị tăng 9,1%, 16,7% và 8,2% so với cùng kỳ cho thấy sự hiệu quả rõ rệt.
- + Doanh thu MML đạt 2.070 tỷ (+20,3% yoy) nhờ tăng trưởng ở cả mảng thịt và chăn nuôi lần lượt là 22,5% và 36% hưởng lợi từ (1) giá heo tăng cao (2) tận dụng chuỗi WCM.
- + Doanh thu MHT đạt 1.393 (-54,9% yoy) sụt giảm do phần thoái vốn HCS, nếu loại bỏ doanh thu từ HCS doanh thu tại MHT vẫn tăng 12%yoy.



Kết quả kinh doanh các mảng



III. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

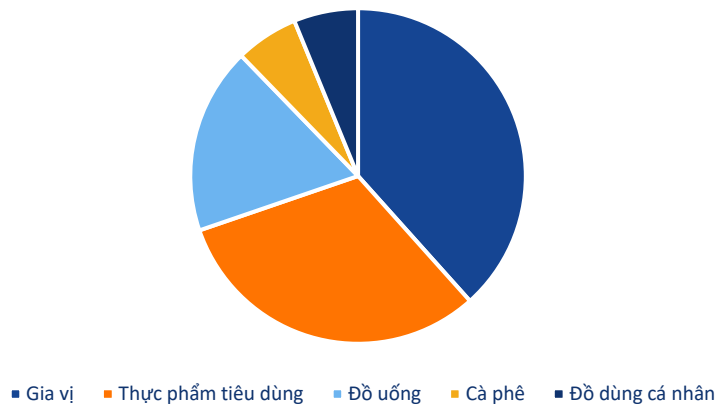
1. MCH duy trì tăng trưởng đều đặn 2 chữ số với biên lợi nhuận cao, là mảng trọng điểm đóng góp lợi nhuận của toàn tập đoàn.

Doanh thu quý 1/2025 của MCH đạt 7.489 tỷ (+13,8%yoy) và chiếm 37% trong cơ cấu doanh thu. Lợi nhuận sau thuế trước phân bổ cổ đông thiểu số (NPAT Pre-MI) đạt 1.614 tỷ đồng (-3,3%yoy) do thu nhập tài chính giảm khi MCH chia cổ tức. Đà tăng trưởng doanh thu của MCH ghi nhận đều ở tất cả các mảng sản phẩm: Gia vị (tăng 15,9%), Đồ uống (tăng 8,7%), Cà phê (tăng 39,8%), Sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình (tăng 13,0%). **MCH có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong toàn tập đoàn đạt 46,7% trong quý 1/2025, đóng góp 60% trong lợi nhuận của MSN.**

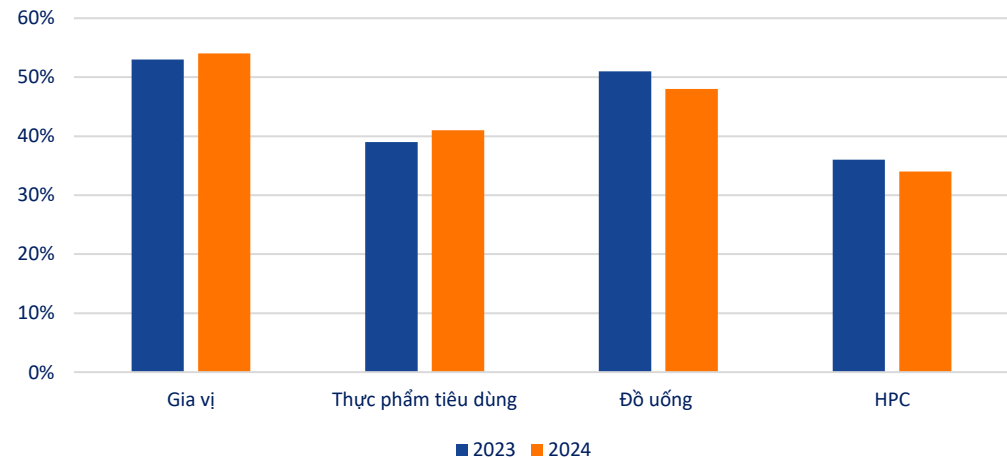
VFS cho rằng đây tiếp tục sẽ là mảng đóng góp dòng tiền lớn nhất cho MSN khi tiếp tục tăng trưởng đều đặn từ 10 – 12% hàng năm, nhờ vào:

- (1) Theo Frost & Sullivan, thị trường hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) tại Việt Nam dự kiến sẽ đạt 58,4 tỷ USD vào năm 2029, với **tốc độ tăng trưởng CAGR 9,7%** từ năm 2024, được thúc đẩy bởi sự phát triển kinh tế vững chắc, thu nhập khả dụng gia tăng và sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng.
- (2) MCH là doanh nghiệp số một trong ngành gia vị (dẫn đầu ở các ngành hàng nước mắm, nước tương, tương ớt và mảng sản phẩm hạt nêm đang tăng trưởng nhanh), Các sản phẩm sở hữu nhiều thương hiệu quốc dân như Nam Ngư, Chinsu, Omachi, Kokomi, Vinacafé – có độ phủ sóng rộng rãi và gắn bó với thói quen tiêu dùng người Việt. Hệ thống phân phối trải dài khắp cả nước: hơn 300.000 điểm bán truyền thống, 6.000 điểm bán hiện đại – giúp đưa sản phẩm đến tay người tiêu dùng nhanh và sâu rộng.
- (3) MCH vẫn luôn tích cực tìm kiếm sự tăng trưởng doanh thu thông qua đẩy mạnh R&D nghiên cứu các sản phẩm mới, mở rộng xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng như Trung Quốc, Nhật Bản, Đông Nam Á...

Cơ cấu doanh thu MCH năm



Biên lợi nhuận gộp



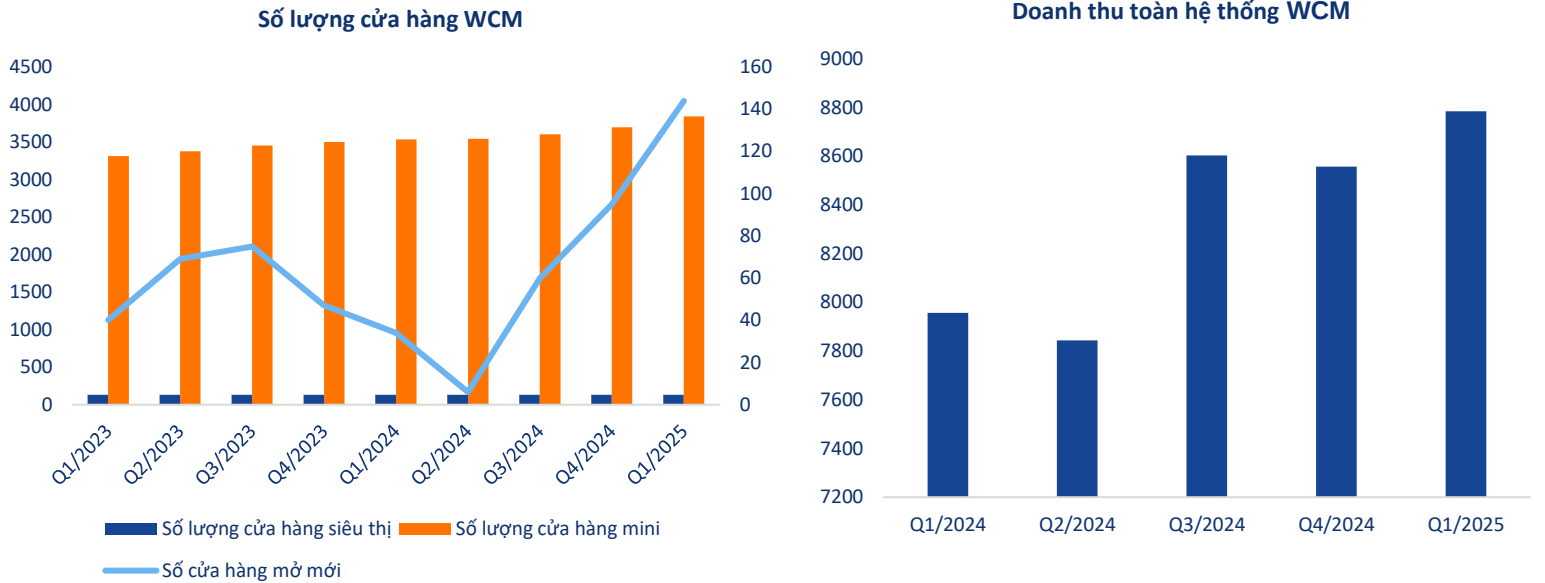
III. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

2. WCM bắt đầu đem lại dòng tiền dương, động lực tăng trưởng đến từ việc đẩy mạnh mở mới cửa hàng

Doanh thu quý 1/2025 đạt 8.785 tỷ (+10,4%yoy). WCM liên tục đẩy mạnh tốc độ mở mới cửa hàng khi số lượng cửa hàng mở mới liên tục tăng và theo đúng như kế hoạch. Tính đến hết quý 1/2025, số lượng cửa hàng mở mới là 144 cửa hàng, là mức tăng số cửa hàng lớn nhất từ 2023 đến nay. Đồng thời, Doanh thu trung bình hàng ngày của mô hình cửa hàng Win, WinMart+ Nông thôn và WinMart+ Thành thị lần lượt đạt 25,2 triệu đồng, 17,1 triệu đồng và 18,2 triệu đồng, tăng 9,1%, 16,7% và 8,2% so với cùng kỳ.

Năm 2024 là năm quan trọng của WCM đánh dấu WCM bắt đầu đem về dòng tiền dương từ quý 3/2024 và duy trì dòng tiền dương 3 quý liên tiếp nhờ vào cải tạo hệ thống và nâng cao hiệu quả vận hành, ưu tiên tăng trưởng lợi nhuận hơn là mở rộng số lượng.

=> VFS cho rằng chuỗi WCM đã bước đầu tìm ra công thức thành công, và có những kết quả đầu tiên. Trong 2025 sẽ áp dụng công thức để mở rộng mô hình, tăng quy mô doanh thu và lợi nhuận. Ước tính MSN sẽ mở mới thêm 500 – 600 cửa hàng, tập trung tại miền Bắc và miền Trung.



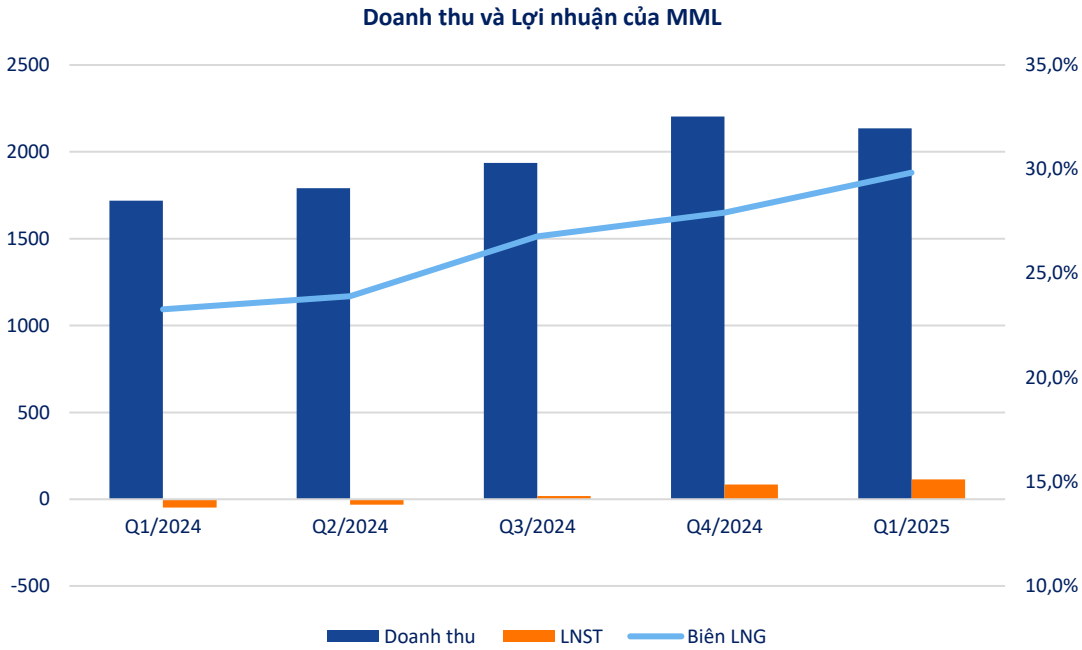
III. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

3. MML duy trì tăng trưởng 12 - 14%, hưởng lợi từ xu hướng tiêu dùng quan tâm đến các sản phẩm thịt chất lượng, có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng.

Quý 1/2025, MML lần lượt đạt 2.070 tỷ doanh thu (+20,4%yoy) và 116 tỷ LNST. Hiện tại, MML vẫn đang tích cực chuyển đổi tập trung hơn vào mảng chế biến thịt có lợi nhuận gia tăng và biên lợi nhuận cao hơn. Trong đó thịt heo tươi vẫn là động lực tăng trưởng chính.

VFS dự phóng trong năm 2025 doanh thu MML sẽ tiếp tục tăng trưởng 12 - 14% nhờ vào:

- (1) Sau một loạt các vụ xử lý hàng giả, thực phẩm bán trên thị trường trong đầu 2025, xu hướng người tiêu dùng đang ngày càng quan tâm vào các sản phẩm thịt chất lượng, có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng, sẵn sàng chấp nhận với mức giá cao hơn => Những thương hiệu thịt uy tín sẽ được hưởng lợi.
- (2) Tận dụng hệ sinh thái của tập đoàn là hệ thống WCM, Doanh thu hàng ngày trên mỗi cửa hàng WCM do MML đóng góp tăng trưởng ổn định 7 – 8% hàng quý nhờ vào nhu cầu tăng và WCM vẫn đang trong quá trình mở mới cửa hàng.
- (3) Giảm tỷ trọng mảng chăn nuôi với biên lợi nhuận thấp, dần tăng tỷ trọng mảng thịt chế biến với biên lợi nhuận cao hơn. Doanh thu mảng thịt chế biến bao gồm sản phẩm Heo cao bồi và Ponnies tăng 16 – 17%yoy, đóng góp 36% vào trong cơ cấu doanh thu của MML so với mức 34,6% trong năm 2024 => Biên lợi nhuận của MML có thể cải thiện lên mức 29% trong năm 2025.



4. MHT và PHL cũng có sự cải thiện nhẹ

Đối với MHT (Masan High-Tech Materials): doanh thu so với cùng kỳ loại trừ HCS tăng trưởng 8% và biên lợi nhuận cải thiện đến từ (1) thoái vốn mảng không hiệu quả là HCS (2) Hưởng lợi từ giá đồng và vonfram tăng do nhu cầu sử dụng vào các ngành bán dẫn, điện tử... và thiếu hụt nguồn cung Trung Quốc hạn chế xuất khẩu.

Đối với PLH (Phúc Long): tập trung cả vào mở mới và tái cấu trúc tăng hiệu quả từng cửa hàng => dự kiến doanh thu/cửa hàng tăng 10% và mở mới 20 – 30 cửa hàng trong 2025.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2025

Đơn vị: Tỷ đồng

	2024	2025F	%yoy	Ghi chú
Doanh thu thuần	83.177	92.132	10,77%	
MCH	22.493	25.058	11,41%	Tăng trưởng doanh thu đến từ mức tăng trưởng đều và ổn định của tất cả các sản phẩm gia vị, thực phẩm, đồ uống
WCM	28.149	32.086	13,99%	Ước tính mở thêm 500 - 600 cửa hàng mới trong năm 2025
MML	7.213	8.338	15,60%	Động lực tăng trưởng doanh thu đến từ mảng thịt chế biến tăng 16% so với cùng kỳ
PLH	1.378	1.463	6,17%	Ước tính mở thêm 20 - 30 cửa hàng mới, tiếp tục tối ưu các cửa hàng cũ
MHT	13.605	9.690	-28,77%	Doanh thu giảm sau khi thoái vốn HCS, nếu loại trừ doanh thu từ HCS thì doanh thu của MHT tăng 8%yoy.
TCB	14.068	15.496	10,15%	
Lợi nhuận gộp	24.655	28.891	17,18%	
Doanh thu tài chính	4.043	4.512	11,60%	
Chi phí tài chính	-7.900	-8.100	2,53%	
Chi phí BH và QLDN	-18.481	-20.131	8,93%	
Lợi nhuận từ HĐKD	6.760	8.760	29,59%	
Lợi nhuận sau thuế	4.272	6.261	46,56%	

V. RỦI RO

RỦI RO

MSN là doanh nghiệp tiêu dùng – bản lẻ có quy mô lớn, vẫn đang trong quá trình cải thiện các mảng kinh doanh và có sự cải thiện một cách khá rõ rệt, tuy nhiên vẫn đối mặt với nhiều rủi ro ảnh hưởng đến tiềm năng tăng giá cổ phiếu

1. Việc mở rộng hoạt động sang nhiều lĩnh vực và đầu tư dàn trải khiến Masan gặp khó khăn trong việc kiểm soát hiệu quả kinh doanh và làm giảm tính minh bạch số liệu tài chính.

MSN hoạt động đa ngành: thực phẩm – bán lẻ – thịt – khoáng sản – dịch vụ tài chính – nền tảng tiêu dùng số. Hiện nay MSN đang trong quá trình co hẹp lại bằng cách giảm bớt tỷ trọng mảng chăn nuôi trong MML hay thoái vốn HCS trong MHT nhưng chúng tôi thấy rằng hoạt động kinh doanh của MSN vẫn đang khá dàn trải, sẽ có những khó khăn trong việc phân bổ nguồn lực và đầu tư một cách có hiệu quả.

Đặc biệt khi biên lợi nhuận các mảng của MSN đều đang khá mỏng nên đòi hỏi kiểm soát chi phí chặt chẽ.

2. Rủi ro vận hành WCM

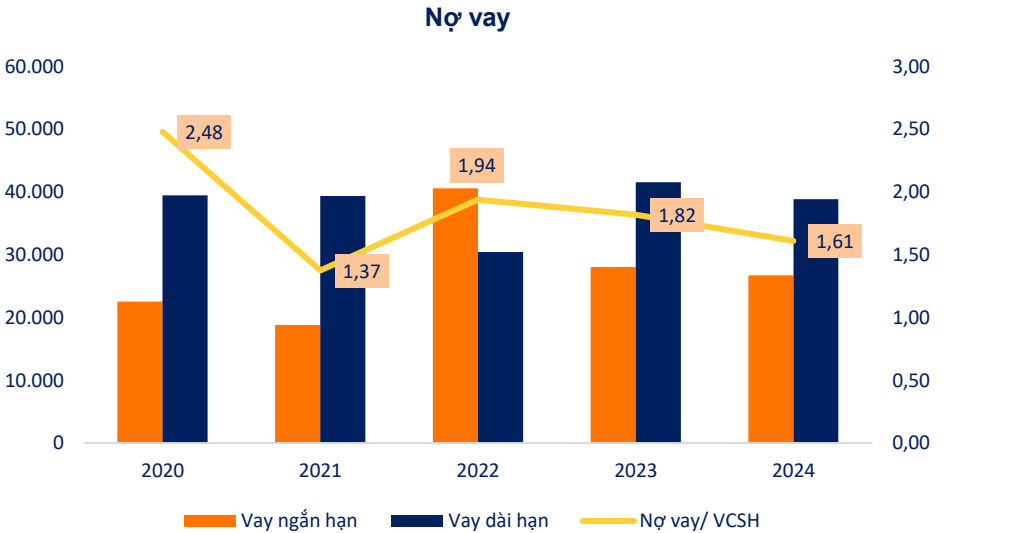
- Biên lợi nhuận thấp: Mảng WinMart/WinMart+ vẫn đang trong giai đoạn đầu có lãi, chịu áp lực chi phí vận hành cao.
- Cạnh tranh gay gắt: Đối đầu với các chuỗi mạnh như Bách Hóa Xanh (Thế Giới Di Động), Co.opmart, Aeon, Tops Market...

3. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao

Tỷ lệ nợ vay/Vốn chủ sở hữu dù đang trong xu hướng giảm nhưng vẫn ở mức rất cao là 1,61. Cao hơn nhiều một số doanh nghiệp khác trong ngành bán lẻ như MWG là 0,88. Tỷ lệ nợ vay cao là do:

- (1) MSN liên tục tham gia vào nhiều thương vụ M&A lớn để mở rộng hệ sinh thái và tiêu dùng gây thiếu hụt về nguồn vốn.
- (2) Các mảng như bán lẻ và thịt cần thời gian dài để đạt điểm hòa vốn và tạo lợi nhuận đều. Trong giai đoạn đầu, chi phí đầu tư và vận hành cao, nên MSN chấp nhận vay để nuôi tăng trưởng.

Việc tỷ lệ đòn bẩy cao là điều bình thường trong quá trình mở rộng của một chuỗi bán lẻ, nhưng đi kèm với đó gây áp lực chi phí tài chính khi chi phí lãi vay của MSN là 6.400 tỷ trong 2024, làm bào mòn lợi nhuận và sẽ là rủi ro lớn nếu như việc vận hành không hiệu quả.



VI. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

ĐỊNH GIÁ

Do MSN là doanh nghiệp có nhiều mảng kinh doanh, định giá theo phương pháp định giá từng phần, đưa ra mức giá hợp lý như sau:

Tên Công ty	Phương pháp định giá	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị sở hữu
MCH	DCF	112.647	72,8%	82.007
WCM	P/S	45.086	85,4%	38.504
MML	DCF	9.474	94,3%	8.934
PLH	Định giá theo thương vụ	11.000	85,0%	9.350
MHT	P/B	12.672	94,9%	12.026
TCB	P/B	212.841	19,8%	42.143
Tổng				192.963
Nợ ròng tại công ty mẹ				20.437
Giá trị vốn				172.526
Chiết khấu tập đoàn				30%
Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)				1.438
Giá trị cổ phiếu hợp lý				83.983

Kết hợp 2 phương pháp đưa ra mức giá hợp lý: **84.000 VNĐ.**
KHUYẾN NGHỊ: MUA

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn
Lê Thị Ngọc	Chuyên viên phân tích	Ngoc.le@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.