

Vài nét về doanh nghiệp

MSN hoạt động trong các lĩnh vực tiêu dùng - bán lẻ, thực phẩm - thịt chế biến, khai khoáng và vật liệu công nghệ cao; sở hữu chuỗi bán lẻ WinCommerce, MCH, MML và MHT. MSN tập trung mở rộng hệ thống bán lẻ, cao cấp hóa sản phẩm, tối ưu chuỗi cung ứng và nâng cao hiệu quả vận hành để cải thiện biên lợi nhuận.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	91.603
Tiềm năng tăng giá	34%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	34%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đa ngành
Thị giá (26/02/2025)	68,3
Biến động 1 năm	65,5 – 81,1
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	4.938.175
Vốn hóa (Tỷ đồng)	97.232
P/E	49x
P/B	2,4x
%NN sở hữu	25,58%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
MSN	-7,0%	-12,1%	1,3%
VNindex	-12,1%	-13,9%	-6,3%

Tỷ lệ sở hữu

BLĐ và người liên quan	3,96%
Quý ngoại	25,58%

Chuyên viên phân tích

Ngô Lê Nhật Hạ
nlha@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184
<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>
 Bloomberg: VCBS <GO>

SẼ CẢNH VƯỜN CAO

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **91.603 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 59x dựa trên triển vọng của ngành tiêu dùng trong năm nay.

CẬP NHẬT QKQD:

DTT đạt 22,7 nghìn tỷ VND trong Q4/24 và 83,2 nghìn tỷ VND trong cả năm, tăng lần lượt 9,1% và 6,3% svck, nhờ sự cải thiện tích cực của mảng bán lẻ - tiêu dùng. NPAT Pre-MI cả năm tăng 128% đến từ mức nền thấp và sự phục hồi của WCM, khi chuỗi này ghi nhận lãi ròng so với khoản lỗ 600 tỷ VND trong năm trước. Ngoài ra, MSN cũng đã hoàn tất thương vụ bán H.C. Starck thu về 40 triệu USD lợi nhuận, mục đích thoái vốn để tập trung vào hoạt động tiêu dùng bán lẻ cốt lõi.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

MCH tập trung khai thác thị trường cao cấp nhiều dư địa

Thị trường thực phẩm tiện lợi cao cấp có mức tăng trưởng cao hơn trung bình toàn ngành với quy mô bằng một nửa thị trường hiện tại. Sở hữu lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối, MCH có động lực mở rộng doanh thu nhờ cải thiện giá bán trung bình, khi sản phẩm cao cấp có giá cao hơn từ 0,5-1,5 lần và biên lợi nhuận gộp cao hơn 10-15% so với sản phẩm thông thường.

Tận dụng sức mạnh hệ sinh thái phân phối tiêu dùng của WCM

WCM đóng vai trò kênh phân phối thử nghiệm cho Masan, đồng thời thu thập dữ liệu khách hàng qua WIN Membership để cá nhân hóa trải nghiệm. Hiện tại, sản phẩm từ MCH và MML đóng góp 7% doanh thu WCM, với doanh số MCH tăng 33% trên mỗi cửa hàng sau thử nghiệm và thịt tươi MML tăng 26%. Với kết quả tích cực, WCM dự kiến mở mới 200 CH trong Q1/25, lũy kế cả năm ước tính mở được 400-700 cửa hàng.

MML và MHT dự kiến hưởng lợi nhờ giá bán tăng

Giá heo dự kiến tăng trong 2025 do nguồn cung bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh và quy định mới, hỗ trợ biên lợi nhuận của MML. Giá đồng và vonfram cũng được dự báo tăng nhờ nhu cầu cao từ xe điện, năng lượng tái tạo và kiểm soát xuất khẩu của Trung Quốc. Diễn biến này có lợi cho MSR khi giá bán tăng và 85% lượng tồn kho đồng đã được bao tiêu.

Chỉ tiêu (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu	88.629	76.189	78.252	83.178	84.929*
<i>tăng trưởng</i>	<i>14,8%</i>	<i>-14,0%</i>	<i>2,7%</i>	<i>6,3%</i>	<i>2,1%</i>
NPAT- pre MI	10.101	4.754	1.870	4.272	4.977
<i>tăng trưởng</i>	<i>624,1%</i>	<i>-52,9%</i>	<i>-60,7%</i>	<i>128,5%</i>	<i>16,5%</i>
TS LN gộp (%)	25,0%	27,6%	28,3%	29,6%	31,4%
EPS - TTM (đồng)	7.253	2.505	293	1.321	1.539
P/E	13x	26x	223x	51x	59x

* Doanh thu MHT ước tính giảm 50% sau khi bán H.C. Stark.

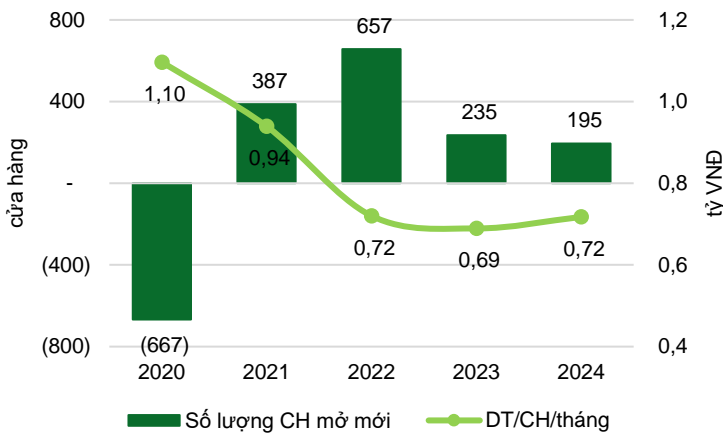
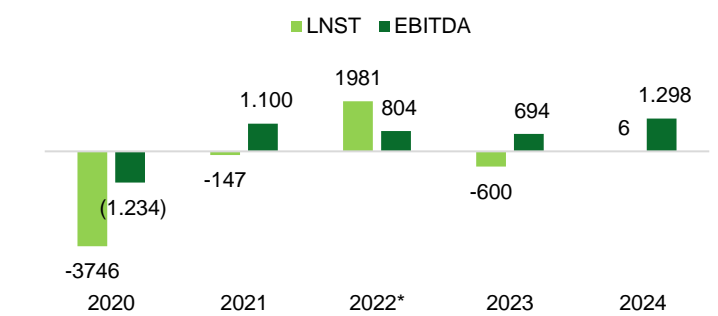
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024
Tóm tắt biến động kinh doanh 2024

Tiêu chí	23Q4	24Q4	% YOY	Lũy kế 2023	Lũy kế 2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	20.782	22.666	9%	78.252	83.178	6%	
<i>MCH</i>	8.493	8.942	5%	28.241	30.897	9%	Doanh thu các sản phẩm cao cấp tăng trưởng 2 chữ số cụ thể gia vị cao cấp Chinsu tăng 16%, Omachi tăng 13% svck. Trà uống liền cũng ghi nhận tăng trưởng doanh thu 15% đến từ sản phẩm Búp Non 365. HPC giảm nhẹ svck do doanh thu bột giặt NET sụt giảm, bù lại bằng Chanté tăng trưởng 50% svck.
<i>WCM</i>	7.653	8.557	12%	30.054	32.961	10%	Các mô hình cửa hàng mới thể hiện hiệu quả tích cực (WIN và WinMart+ Rural tăng trưởng LFL lần lượt 10,4% và 12,5% svck).
<i>MML</i>	1.778	2.204	24%	6.984	7.650	10%	Doanh thu thịt tươi và chế biến tăng 15,4% svck, trong khi doanh thu trang trại giảm 7,3% svck do MML tập trung vào B2C. Doanh số thịt heo tươi tại mỗi cửa hàng WCM tăng 26% svck trong FY2024.
<i>PLH</i>	374	417	11%	1.535	1.621	6%	Tăng trưởng nhờ mở 33 cửa hàng mới và cải tạo cửa hàng để cải thiện hiệu quả hoạt động. 11 cửa hàng cải tạo ghi nhận doanh số tại chỗ tăng 13,4%, trong khi các cửa hàng chưa cải tạo tăng trưởng không đáng kể.
<i>MSR</i>	3.188	3.868	21%	14.093	14.336	2%	Doanh thu tăng 21,3% svck trong 4Q2024, nhờ đẩy mạnh tiêu thụ đồng (1.442 tỷ đồng) và hoàn tất thương vụ bán H.C. Starck, thu về 40 triệu USD.
LN Gộp	5.768	7.062	22%	22.121	24.656	11%	
EBITDA	3.170	4.580	44%	13.343	15.921	19%	
NPAT - pre MI	517	1.546	199%	1.870	4.272	128%	NPAT-pre MI tăng mạnh trong 24Q4 là do WCM và MML bắt đầu có lãi trong khi MCH cắt giảm chi phí khuyến mãi, giúp tối ưu lợi nhuận. MSN giảm chi phí tài chính ròng 365 tỷ đồng nhờ chiến lược tái cấu trúc vốn, giảm đòn bẩy cũng như bán H.C. Starck thu về lợi nhuận đột biến 89 tỷ đồng.
Biên gộp	27,75%	31,16%	+340 đcb	28,27%	29,64%	+137 đcb	
Biên EBITDA	15,25%	20,21%	+495 đcb	17,05%	19,14%	+209 đcb	
<i>MCH</i>	28,58%	29,00%	+42 đcb	26,57%	26,97%	+40 đcb	Chiến lược cao cấp hóa sản phẩm với biên lợi nhuận ước tính cao hơn khoảng 10-15%% giúp cải thiện biên lợi nhuận ngành hàng cũng như bù đắp được mức tăng trong chi phí nguyên vật liệu đầu vào.
<i>WCM</i>	3,16%	6,43%	+327 đcb	2,31%	3,94%	+163 đcb	Việc hạn chế số lượng cửa hàng mở mới trong năm giúp tối ưu hóa chi phí hoạt động, đồng thời giảm thiểu thất thoát hàng tồn kho, qua đó nâng mức tăng trưởng doanh thu LFL lên 9,7% svck.
<i>MML</i>	5,74%	10,57%	+483 đcb	3,81%	8,46%	+465 đcb	Giá bán thịt gà, thịt heo tăng mạnh trong tháng 12 do nhu cầu tiêu thụ dịp Tết Nguyên đán tăng cao trong khi nguồn cung hạn chế bởi dịch tả heo châu Phi.
<i>PLH</i>	13,10%	21,34%	+824 đcb	16,61%	17,89%	+128 đcb	Giảm chi phí trả cho các chương trình khách hàng thân thiết của bên thứ ba và tích hợp vào chương trình thành viên WIN để tối ưu hóa biên lợi nhuận.
<i>MSR</i>	-4,58%	16,00%	+2058 đcb	11,00%	12,45%	+145 đcb	Doanh số bán đồng cao hơn, cùng với giá nguyên vật liệu thuận lợi, hợp đồng khai thác ký mới giúp giảm tới 10% chi phí khai thác.

Chuỗi bán lẻ Wincommerce
Thận trọng hơn trong kế hoạch mở rộng mạng lưới và tập trung tối ưu hiệu quả hoạt động, WCM ghi nhận lãi ròng trong năm 2024.

WCM lần đầu tiên ghi nhận lợi nhuận ròng 20 tỷ VND trong 24Q3, đánh dấu sự cải thiện rõ rệt. Đến 24Q4, lợi nhuận tiếp tục bứt phá, đạt 209 tỷ VND, gấp 10 lần so với quý trước. Nhờ đó, lũy kế cả năm 2024, WCM đạt lợi nhuận ròng 6 tỷ VND, một bước tiến vượt bậc so với khoản lỗ 600 tỷ VND trong năm 2023. Sự cải thiện tích cực này chủ yếu đến từ:

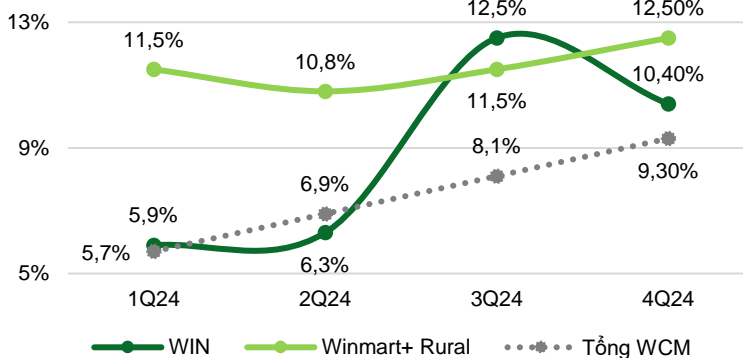
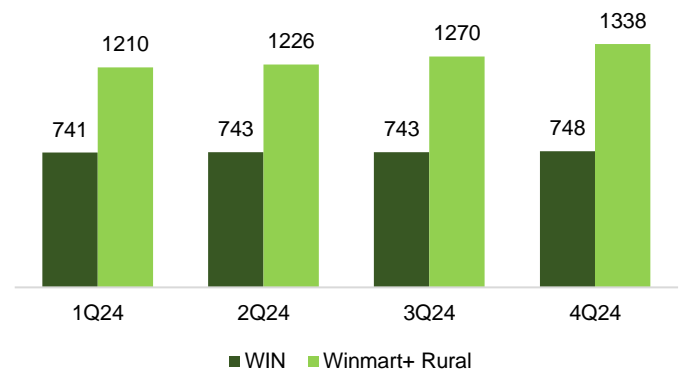
- (1) Thận trọng hơn trong kế hoạch mở rộng mạng lưới, tập trung cải tạo và chuyển đổi sang các mô hình cửa hàng mới bao gồm WIN và Winmart+Rural. Ước tính tổng cửa hàng mở mới trong năm 2024 chỉ có 195 CH (-17% svck), thấp hơn kỳ vọng mở 150 CH/ quý như kế hoạch ban đầu. Nhờ đó, doanh thu trên mỗi cửa hàng của WCM duy trì đà tăng trưởng dương trong suốt năm 2024, đạt mức trung bình 0,72 tỷ VND/CH/tháng (+4% svck).

Trung bình doanh thu/CH/tháng của WCM

Kết quả kinh doanh của WCM


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

Nguồn: MSN, VCBS ước tính

- (2) Mô hình cửa hàng WIN & Winmart+Rural được đón nhận tích cực khi số lượng cửa hàng gia tăng liên tục, ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số với biên NPAT dương.

Tăng trưởng doanh thu (LFL) của các mô hình cửa hàng mới

Số lượng cửa hàng theo mô hình mới


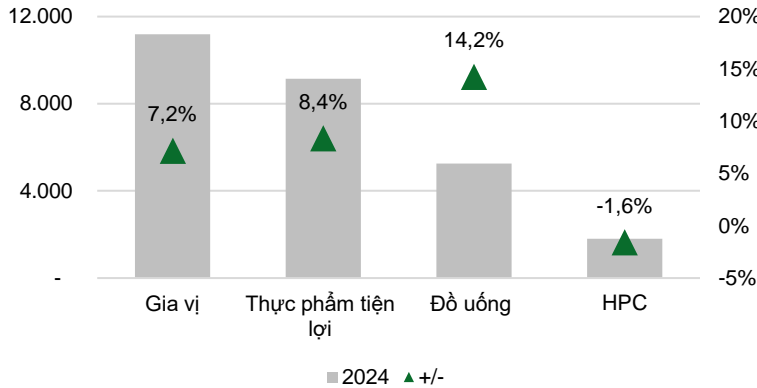
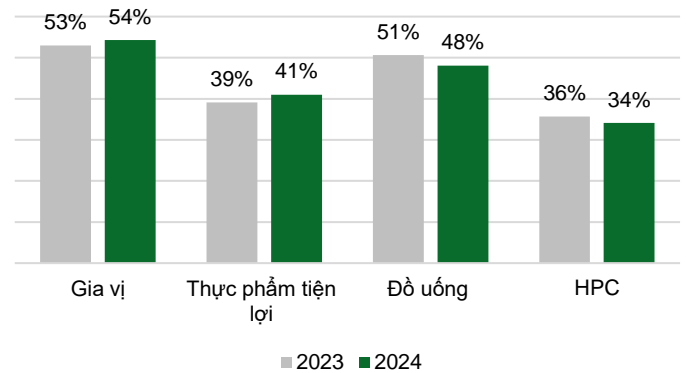
Nguồn: MSN, VCBS tổng hợp

Masan Consumer
MCH duy trì là nguồn tạo tiền chính của tập đoàn

Trong Q4/24, doanh thu MCH tăng trưởng chậm lại (+5,3% svck) do trì hoãn ra mắt các sản phẩm cao cấp mới sang 2025, phù hợp với dự báo về sức mua tiêu dùng. Biên LNST giảm 67

đcb svck do lô trái phiếu gần 2.600 tỷ VNĐ đã đáo hạn một phần trong năm, phần còn lại được mua lại vào tháng 10/2024, đồng thời số dự tiền gửi cũng giảm 84% so với đầu năm nhằm trả 23 nghìn tỷ cổ tức, khiến doanh thu tài chính suy giảm.

Dù vậy, nhờ tỷ trọng doanh thu sản phẩm cao cấp tăng trong ngành gia vị và thực phẩm tiện lợi, cùng chiến lược marketing hiệu quả cho trà Bupnon Tea 365, lũy kế cả năm 2024, doanh thu thuần đạt 30,9 nghìn tỷ (+9,5% svck), NPAT sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 7,8 nghìn tỷ (+10% svck), biên lợi nhuận gộp vẫn cải thiện 70 điểm cơ bản.

Tăng trưởng doanh thu theo ngành hàng của MCH

Biên lợi nhuận gộp theo mảng


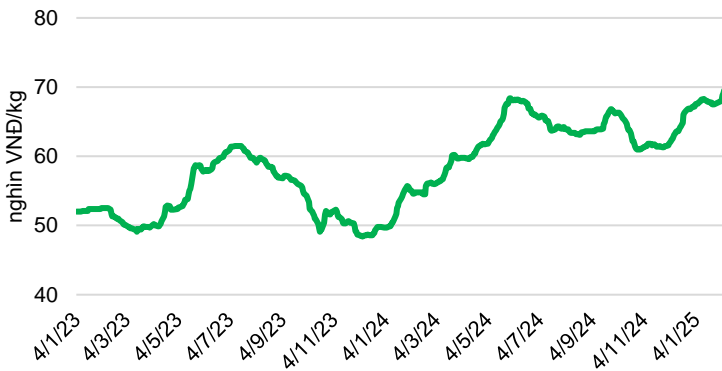
Nguồn: MCH, VCBS tổng hợp

- Thực phẩm tiện lợi:** Doanh thu mảng thực phẩm tiện lợi của MCH trong Q4/24 giảm 14% so với quý trước do các bên phân phối đang giải quyết hàng tồn kho tích trữ từ cơn bão Yagi. Ngoài ra, dưới tác động của giá nguyên liệu đầu vào tăng, biên lợi nhuận gộp trong Q4/24 bị sụt giảm 430 đcb svck. Tuy nhiên, doanh thu lũy kế cả năm 2024 vẫn ghi nhận tăng trưởng 9% svck (đạt gần 9,2 nghìn tỷ VNĐ) và biên lợi nhuận gộp cải thiện được 190 đcb, nhờ doanh thu các sản phẩm cao cấp tăng gần 15% svck, cụ thể là Omachi tăng 12,7% svck. Từ đó, nâng tỷ trọng đóng góp từ 47,8% lên 50,6%.
- Gia vị:** Danh mục gia vị tiếp tục tăng trưởng nhờ chiến lược cao cấp hóa mặt hàng nước mắm và chiến lược định giá hiệu quả áp dụng cho các sản phẩm tăng trưởng cao. Doanh thu lũy kế 2024 ghi nhận hơn 3,5 nghìn (+7,2% svck) với Chin-Su đóng vai trò chủ lực, tăng 16% và đóng góp 75% vào mức tăng trưởng của toàn ngành. Biên lợi nhuận gộp tăng 130 điểm cơ bản, đạt 54,3%, được thúc đẩy bởi việc tăng giá tương ớt trong tháng 7, cải thiện cơ cấu sản phẩm Nam Ngư và giảm chi phí đầu tư vào hạt nêm. Hạt nêm dù đi ngang về doanh thu nhưng biên lợi nhuận tăng mạnh từ 5,5% lên 17,3%.
- Đồ uống:** Ngành hàng đồ uống ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể, được thúc đẩy bởi cả sản phẩm cốt lõi và đổi mới. Wake Up 247, mảng kinh doanh cà phê và nước tăng lực chủ lực, tăng trưởng 8%, trong khi trà đóng chai (RTD) cũng ghi nhận mức tăng mạnh. Doanh thu trà Búp Non Tea365 đạt 106 tỷ VNĐ trong Q4/24 và 501 tỷ VNĐ trong cả năm 2024. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của ngành đồ uống giảm từ 50,6% xuống 48,1% do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng, cùng với việc tăng tỷ trọng doanh thu từ trà – sản phẩm mới nên có biên lợi nhuận trong giai đoạn ngắn hạn thấp hơn trung bình.
- HPC:** Ngành hàng Chăm sóc Gia đình & Cá nhân (HPC) gặp nhiều thách thức với doanh thu giảm trong Q4/24 và cả năm 2024 lần lượt là 12,4% và 1,6% svck. Nguyên nhân chính là thương hiệu Net gặp vấn đề tạm thời trong khâu phân phối do tích hợp hệ thống với Masan Consumer. Tuy nhiên, Chanté ghi nhận mức tăng trưởng mạnh, đóng góp 157 tỷ VNĐ trong Q4 và đạt 63.000 điểm bán trong vòng ba tháng sau khi mở rộng

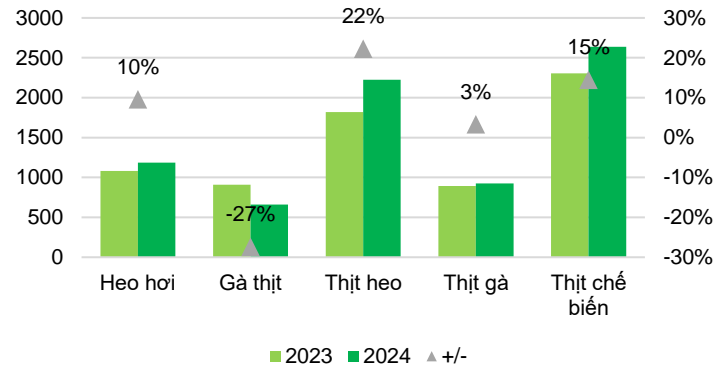
ra kênh GT. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 35,7% xuống 34,1% do giá nguyên liệu và chi phí bao bì tăng.

MEATLife
Kết quả kinh doanh đột phá nhờ diễn biến thuận lợi của giá bán

MML ghi nhận kết quả kinh doanh cải thiện đáng kể trong Q4/24 và cả năm 2024, với doanh thu tăng trưởng lần lượt +24% và +9,5% svck. NPAT Pre-MI đạt 85 tỷ đồng trong Q4/24 và 25 tỷ đồng cả năm, đánh dấu quý thứ hai liên tiếp có lợi nhuận dương. MML hiện đã tự chủ hơn 80% nguồn cung heo chế biến, giúp tăng trưởng được hưởng lợi tích cực khi giá thịt tăng, chi phí đầu vào giảm cùng với mở rộng mảng thịt chế biến và chiến lược tập trung vào kênh B2C. Công ty đẩy mạnh phân phối qua WCM, cuối năm 2024, sản phẩm của MML đã có mặt tại 3.820 cửa hàng WCM. Đồng thời, MML thu hẹp quy mô chăn nuôi nhằm giảm rủi ro và đảm bảo nguồn cung ổn định. Trong mảng thịt chế biến, Ponnies và Heo Cao Bồi dẫn đầu thị trường với khoảng 50% thị phần xức xích tiết trùng.

Diễn biến giá heo hơi


Nguồn: Anova Feed, VCBS tổng hợp

Doanh thu theo mảng của MML


Nguồn: MSN, VCBS tổng hợp

Masan High-Tech Materials

MHT ghi nhận kết quả kinh doanh trái chiều trong Q4 và cả năm 2024. Doanh thu tăng 21,3% trong Q4, đạt 3.868 tỷ VND, và tăng 1,7% cả năm, đạt 14.336 tỷ VND, nhờ giá thị trường thuận lợi và doanh số đồng tăng. Tuy nhiên, MHT báo lỗ 246 tỷ VND trong Q4 và lỗ 840 tỷ VND trong cả năm do ảnh hưởng của bão Yagi, gián đoạn chuỗi cung ứng, bảo trì nhà máy và nhu cầu thị trường thấp. Việc bán H.C.Starck (HCS) cho Mitsubishi Materials dự kiến giúp tăng NPAT thêm 20-30 triệu USD dài hạn và giảm gánh nặng nợ 196 triệu USD từ quỹ hưu trí HCS. Trong tương lai, MHT sẽ tập trung bán hàng tồn kho đồng, tối ưu chi phí và nâng cao hiệu quả hoạt động. MHT đã ký hợp đồng mới với một nhà thầu khai thác và khoan nổ mìn trong khuôn khổ chương trình "Fit for Future", giúp giảm tới 10% chi phí khai thác so với các thỏa thuận trước đó.

Techcombank

Trong Q4/24, TCB, công ty liên kết của Masan, đóng góp 732 tỷ VND vào EBITDA. Tuy nhiên, con số này giảm 21% svck do khoản chi phí một lần từ việc chấm dứt hợp đồng với Manulife, làm giảm đóng góp 288 tỷ VND vào lợi nhuận sau thuế của cả tập đoàn.

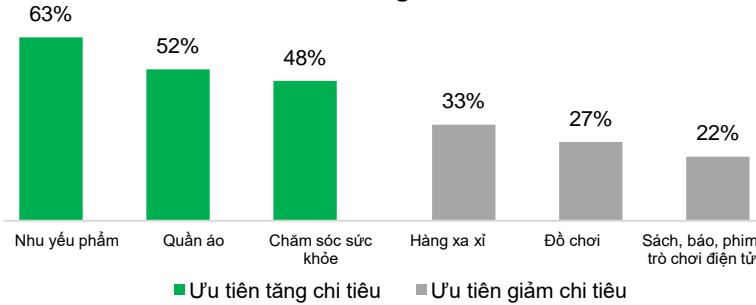
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP
Sức mua tiêu dùng hồi phục ở mức vừa phải, tập trung vào các sản phẩm thiết yếu

Theo Khảo sát Người tiêu dùng của PwC tại Việt Nam, lạm phát tiếp tục là mối lo ngại hàng đầu của người tiêu dùng Việt Nam trong năm 2025, với 63% quan ngại về giá cả tăng cao, đặc biệt là lương thực, năng lượng và nhà ở. Trong bối cảnh giá cả leo thang, người tiêu dùng có xu hướng cắt giảm chi tiêu vào hàng xa xỉ, giải trí và sách/báo, đồng thời tập trung vào các nhu yếu phẩm, quần áo và chăm sóc sức khỏe. Khi lựa chọn thương hiệu, yếu tố quan trọng nhất

ảnh hưởng đến lòng trung thành là giá trị sản phẩm (28,2%), sự sáng tạo trong công nghệ (29,5%) và danh tiếng thương hiệu (23,7%).

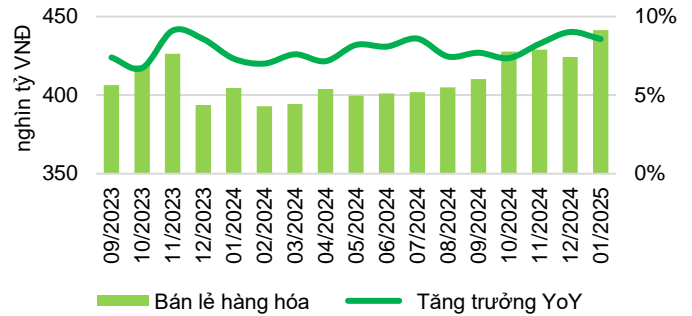
Thị trường FMCG tại Việt Nam năm 2025 dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức vừa phải, tập trung vào các lựa chọn thực tế và có lợi cho sức khỏe. Doanh số bán lẻ được kỳ vọng đạt khoảng 350 tỷ USD, đóng góp 54% vào GDP quốc gia. Tuy nhiên, chi tiêu trong dịp Tết và nửa đầu duy trì thận trọng do những bất ổn kinh tế. Dù vậy, xu hướng chung vẫn cho thấy triển vọng tích cực nhờ tầng lớp trung lưu ngày càng mở rộng.

Khảo sát xu hướng tiêu dùng Việt Nam trong 12 tháng tới



Nguồn: PwC

Chi tiêu bán lẻ hàng hóa



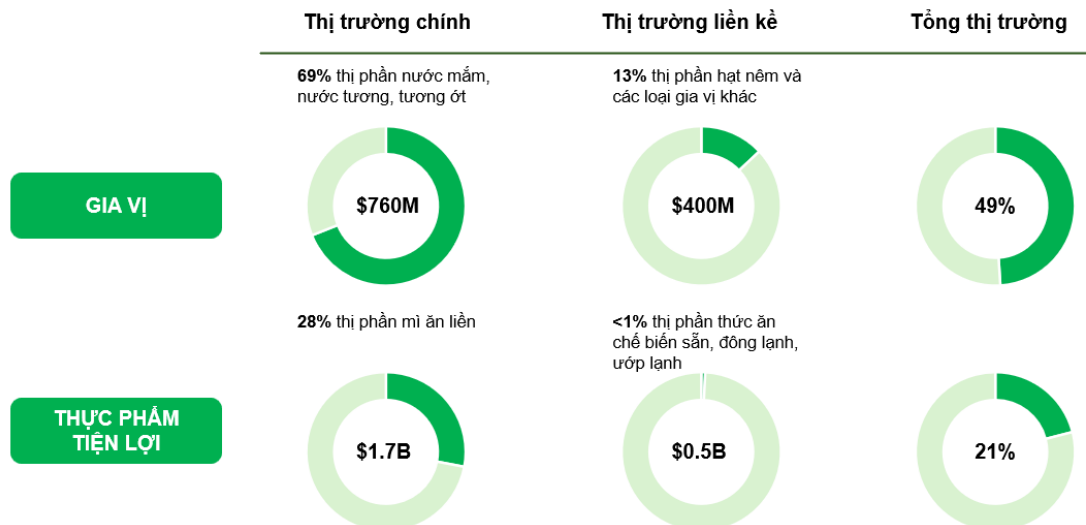
Nguồn: FiinPro

MCH tập trung khai thác thị trường mới vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng

Nhịp sống hiện đại bận rộn và quá trình đô thị hóa đã làm gia tăng nhu cầu về thực phẩm tiện lợi, đặc biệt là trong nhóm người tiêu dùng có thu nhập cao. Khi thời gian dành cho nấu nướng ngày càng ít đi, họ sẵn sàng chi trả nhiều hơn cho các sản phẩm cao cấp như thực phẩm chế biến sẵn và các thực phẩm tiện lợi chất lượng cao. Nhóm khách hàng này ít nhạy cảm với giá cả, ưu tiên sự tiện lợi nhưng vẫn đòi hỏi chất lượng và giá trị dinh dưỡng cao. Trong giai đoạn 2017-2023, thị trường thực phẩm tiện lợi cao cấp phát triển mạnh mẽ với mức tăng trưởng từ 16-20% CAGR, vượt trội so với tăng trưởng mức 11% CAGR của toàn ngành thực phẩm. Và chúng tôi cho rằng, xu hướng này vẫn sẽ tiếp tục kéo dài trong những năm tới.

MCH hiện đang giữ thị phần lớn trong ngành gia vị và thực phẩm tiện lợi thông thường, nhưng vẫn chưa khai thác mạnh các thị trường liên kề. Giá trị ước tính của thị trường này tương đương một nửa quy mô hiện tại, cho thấy tiềm năng tăng trưởng đáng kể.

Thị phần của MCH



Nguồn: MCH, VCBS tổng hợp

Với lợi thế về kinh nghiệm, vị thế thương hiệu và hệ thống phân phối sẵn có, đặc biệt là chuỗi siêu thị WCM, MCH có tiềm năng cạnh tranh và khai thác hiệu quả thị trường liền kề. Động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của MCH trong thời gian tới sẽ đến từ cải thiện giá bán trung bình (ASP), khi giá bán của các sản phẩm cao cấp hơn gấp 0,5-1,5 lần cùng với biên lợi nhuận gộp ước tính cao hơn 10-15% so với các sản phẩm thông thường.

So sánh giá bán các sản phẩm nước mắm và mì ăn liền

	Nước mắm				
					
	Không thương hiệu USD 1/L	Có thương hiệu USD 2.4/L	Pha sẵn USD 3.5/L	Cao cấp USD 8/L	Mùa vụ USD 27/L
	Mì ăn liền				
					
	Không thương hiệu USD 0.15/gói	Mì khoai tây USD 0.25/gói	Mì trộn sốt USD 0.30/gói	Mì có thịt USD 0.60/gói	Thực phẩm tiện lợi USD 4/sản phẩm

Nguồn: MCH, VCBS tổng hợp

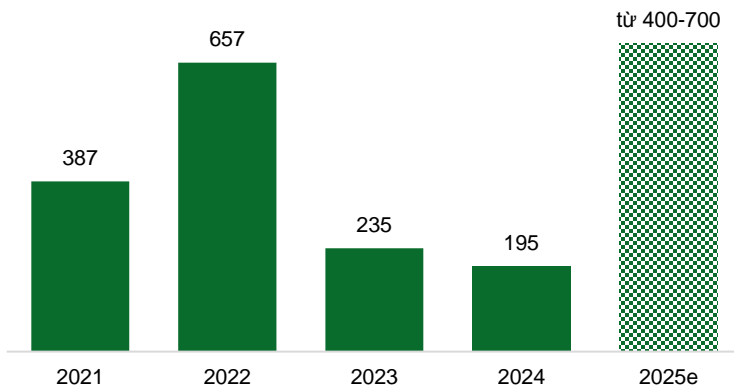
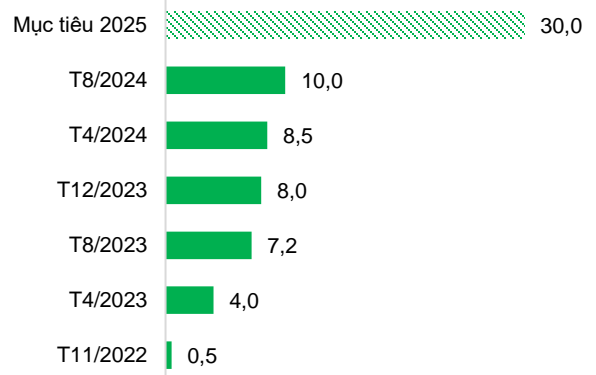
Tận dụng sức mạnh hệ sinh thái phân phối tiêu dùng của WCM

WCM đóng vai trò như một kênh phân phối thử nghiệm cho các sản phẩm mới của Masan trước khi tung ra kênh GT và tăng nhận diện thương hiệu, đồng thời thu thập thông tin khách hàng qua chương trình WIN membership nhằm cá nhân hóa trải nghiệm khách hàng và khai thác dữ liệu tiêu dùng.

Hiện nay, tỷ lệ đóng góp doanh thu của nhóm sản phẩm đến từ MCH và MML đang chiếm 7% tổng doanh thu của WCM. Nhờ vào sức mạnh của chuỗi cung ứng và chương trình WIN Membership, WCM đã giúp nâng cao doanh thu đáng kể cho cả MCH và MML. Cụ thể, doanh số các sản phẩm MCH tại WCM đã tăng 33% trên mỗi cửa hàng sau chương trình thử nghiệm, với một số thương hiệu đạt mức tăng gấp đôi, trong đó thành viên WIN mua nhiều hơn 22% sản phẩm CHIN-SU và 5% sản phẩm Chanté so với khách hàng thông thường.

Đối với MML, doanh thu thịt tươi tại WCM ghi nhận mức tăng trưởng 26%, trung bình mỗi cửa hàng WCM tạo ra 2 triệu VND/ngày từ sản phẩm MML. WCM cũng đang triển khai mô hình “Meat Corner” để đẩy mạnh thị phần thịt chế biến, dự kiến nâng tỷ lệ đóng góp của phân khúc này từ 16.6% lên 20% vào năm 2025, với tham vọng dài hạn đạt 40%.

Với kết quả kinh doanh tích cực trong năm 2024, WCM dự kiến sẽ quay lại đẩy mạnh thêm 400 – 700 CH mới trong năm 2025, ước tính trong Q1/25 mở mới 200 CH.

Số lượng CH mở mới dự kiến

Số lượng hội viên WIN (triệu người)


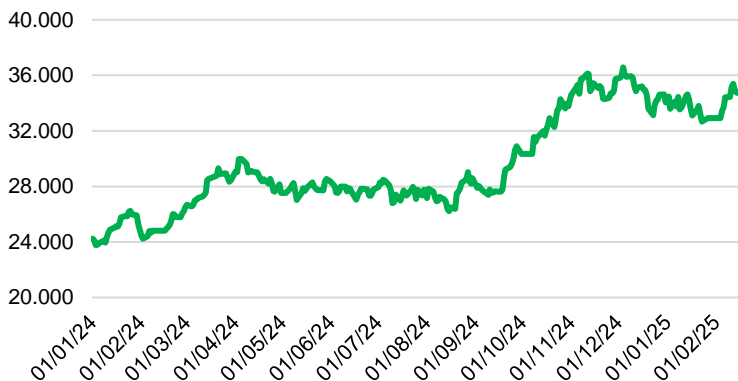
Nguồn: MSN, VCBS tổng hợp

Nhận định về biến động giá hàng hóa đến triển vọng tăng ngành hàng của MSN
Giá đầu vào của MCH ước tính không ảnh hưởng quá nhiều đến biên lợi nhuận gộp

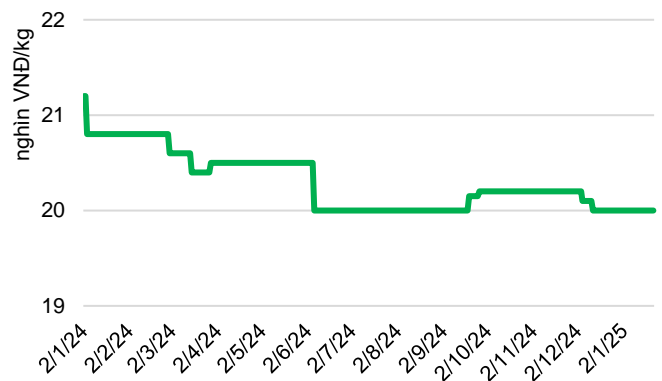
Nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu của MCH sẽ bao gồm tinh bột khoai tây, dầu cọ và chất béo, hương liệu, đường, muối, nông sản khô, v.v trong đó có dầu cọ và chất béo (shortening) đang được dự báo sẽ tiếp tục tăng khoảng 5,4% trong năm 2025 do nhu cầu sản xuất nhiên liệu sinh học B40 tại Indonesia, nguồn cung giảm và điều kiện thời tiết bất lợi ở Đông Nam Á.

Giá tinh bột khoai tây và muối duy trì ổn định hơn do dễ sản xuất. Giá đường nội địa được dự báo giảm do nguồn cung dồi dào từ sản xuất trong nước, nhập khẩu chính ngạch và đường nhập lậu, trong bối cảnh sản lượng đường niên vụ 2024/25 của Thái Lan dự kiến tăng 18% so với cùng kỳ, thúc đẩy nguồn cung nhập lậu.

MCH đã mua phần lớn nguyên vật liệu cho đến Q2/2025, trong đó các nguyên liệu nhập khẩu được công ty mua thông qua một đơn vị trung gian xuất nhập khẩu để giảm thiểu tác động của chu kỳ tăng giá trong 1H25.

Diễn biến giá dầu cọ thế giới


Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

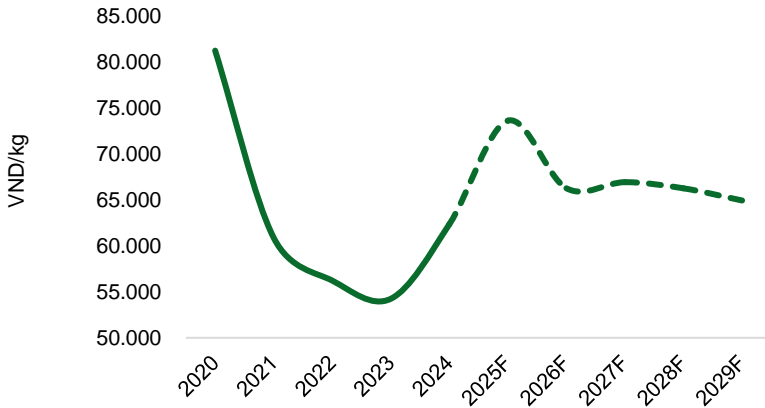
Diễn biến giá đường nội địa


Nguồn: Agromonitor, VCBS tổng hợp

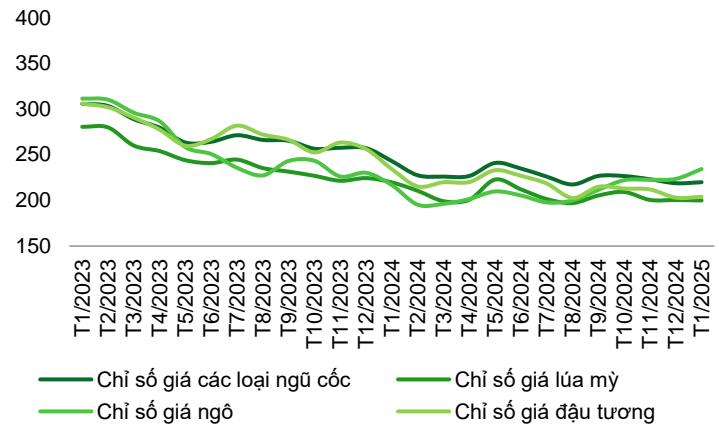
Giá heo dự kiến tăng trong ngắn hạn do cung bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh

Giá thịt heo giảm khoảng 8% trong nửa đầu quý 4/2024 do nguồn cung dồi dào từ sự phục hồi tổng đàn sau bão Yagi, dịch bệnh khiến heo bị bán tháo, và lượng thịt nhập khẩu tăng. Tuy nhiên, từ đầu tháng 12, giá heo tăng mạnh, đạt 67.200 đồng/kg vào cuối năm do nhu cầu tiêu thụ dịp Tết Nguyên đán tăng cao trong khi nguồn cung hạn chế bởi dịch tả heo châu Phi. Dự

báo giá tiếp tục tăng trong năm 2025 do nguồn cung suy giảm bởi dịch bệnh và quy định mới của Luật Chăn nuôi, cùng với giá thức ăn chăn nuôi có xu hướng đi lên do tình trạng khô hạn ở Tây Âu. Tuy nhiên, sản lượng heo giống tăng mạnh từ quý 2/2024 và lượng heo giống nhập khẩu tăng trong quý 4 có thể giúp tổng đàn phục hồi, tác động đến đà tăng giá heo. Về nguyên vật liệu đầu vào, giá ngũ cốc sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong năm 2025, ảnh hưởng đến chi phí TACN, tuy nhiên giá heo hơi vẫn duy trì đà tăng trong năm nên nhìn chung, giá heo neo cao sẽ tác động tốt đến biên lợi nhuận gộp của MML.

Dự báo giá heo hơi trong năm 2025


Nguồn: ANOVA Feed, VCBS dự báo

Chỉ số giá các loại ngũ cốc bắt đầu tạo đáy


Nguồn: IGC

Giá kim loại ước tính tăng do nhu cầu xe điện và áp đặt kiểm soát xuất khẩu của Trung Quốc

Giá đồng và vonfram năm 2025 dự kiến tiếp tục tăng do nguồn cung thắt chặt và nhu cầu cao. Đối với đồng, thị trường quặng khan hiếm, chi phí xử lý tăng, nguồn cung bị ảnh hưởng bởi việc đóng cửa mỏ Cobre Panama, trong khi nhu cầu mạnh từ năng lượng tái tạo và xe điện. Kinh tế Trung Quốc suy yếu cũng tạo thêm biến động, đặc biệt khi nước này áp dụng kiểm soát xuất khẩu kim loại quan trọng. Với vonfram, nhu cầu lớn từ ngành bán dẫn, điện tử và quốc phòng, cùng với hạn chế xuất khẩu và sản lượng giảm ở Trung Quốc, khiến nguồn cung eo hẹp. Dù vậy, các dự án mới tại Úc, Kazakhstan, Tây Ban Nha và mỏ Sangdong (Hàn Quốc) có thể giúp ổn định thị trường.

Diễn biến này có lợi cho MSR trong 2025 khi (1) giá bán kim loại tăng và (2) 85% lượng tồn kho đồng hiện có của công ty đã được bao tiêu với một đối tác trong nước.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

Dự phóng của chúng tôi dựa trên các giả định chính sau:

	2024	2025F	+/-	Giả định
MCH				
Doanh thu	30.897	32.929	7%	Ước tính trung bình chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng 5% svck, tỷ trọng đóng góp của sản phẩm cao cấp tăng thêm 3% svck.
EBITDA	10.012	11.037	10%	
WCM				
Doanh thu	32.961	35.077	6%	Số lượng cửa hàng mở mới ước tính đạt 600 CH, với chi phí đầu tư ban đầu khoảng 1 tỷ/ cửa hàng.

EBITDA	1.298	1.403	8%	Doanh thu/CH/tháng duy trì 0,66 tỷ (-5% svck) do tăng tốc độ mở mới.
PLH				
Doanh thu	1.621	1.910	18%	Dự kiến doanh số tại các cửa hàng cải tạo duy trì tăng trưởng 13% và mở mới 30 CH trong năm.
EBITDA	290	348	20%	
MML				
Doanh thu	7.650	7.087	-7%	Ước tính giá thịt heo trung bình tăng 9,5% svck.
EBITDA	822	914	11%	
MSR				
Doanh thu	14.244	7.129	-50%	Ước tính trung bình giá bán kim loại tăng 4% svck với chi phí khai thác giảm 10%.
EBITDA	1.780	1.556	-13%	

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **91.603 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 59x dựa trên phương pháp định giá từng phần:

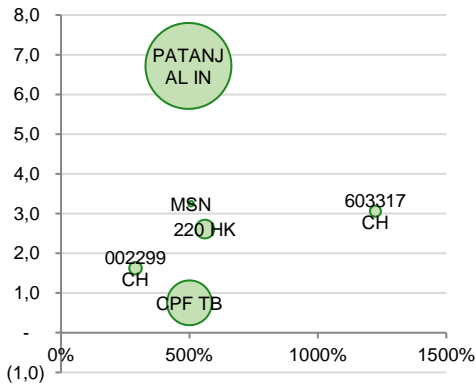
Đơn vị: tỷ VNĐ	Phương pháp	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu của MSN	Đóng góp vào MSN	Mutiple 2025
MCH	DCF	188.114	72,8%	136.947	P/E = 16
WCM	P/S	35.077	78,7%	27.606	P/S = 1
P/L	P/S	1.910	85,0%	1.624	P/S = 1
MML	EV/EBITDA	4.511	94,3%	4.254	EV/EBITDA = 16
MHT	EV/EBITDA	17.106	94,9%	16.234	EV/EBITDA = 10
TCB	Báo cáo VCBS	213.768	19,8%	42.326	
Điều chỉnh ảnh hưởng tập đoàn				(97.232)	
Giá trị VCSH của MSN				131.757	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)				1.438	
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				91.603	

RỦI RO ĐẦU TƯ

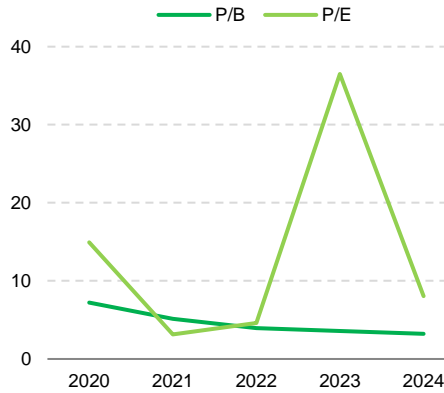
- **Rủi ro lạm phát và sức mua:** Nếu lạm phát tăng cao, sức mua của người tiêu dùng giảm, ảnh hưởng đến doanh số các mảng FMCG, bán lẻ của MSN.
- **Rủi ro tỷ giá:** MSN có nợ vay ngoại tệ và nguyên vật liệu nhập khẩu, do đó biến động tỷ giá và lãi suất có thể làm tăng chi phí tài chính.
- **Rủi ro nguyên vật liệu:** MSN phụ thuộc vào nhiều loại nguyên vật liệu đầu vào như thức ăn chăn nuôi và nguyên liệu thực phẩm. Nếu giá nguyên vật liệu tăng mạnh mà công ty không thể điều chỉnh giá bán tương ứng, lợi nhuận sẽ bị suy giảm.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

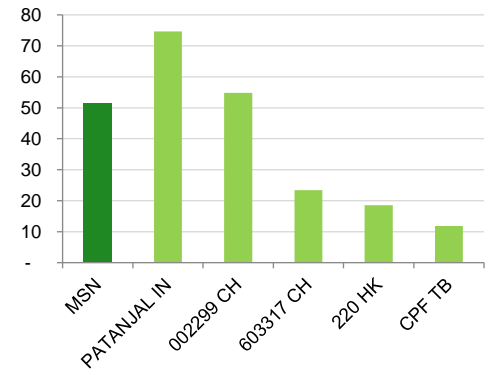
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

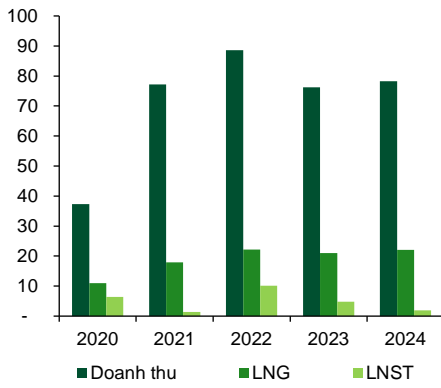


P/E ngành

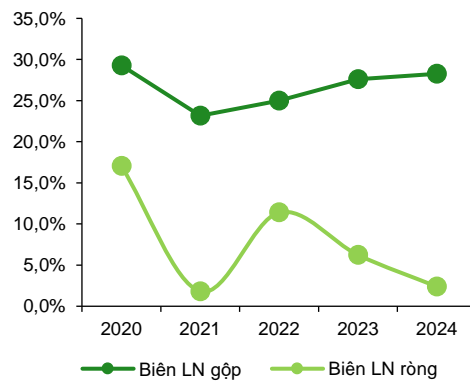


KẾT QUẢ KINH DOANH

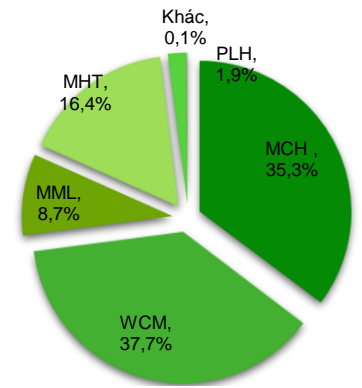
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

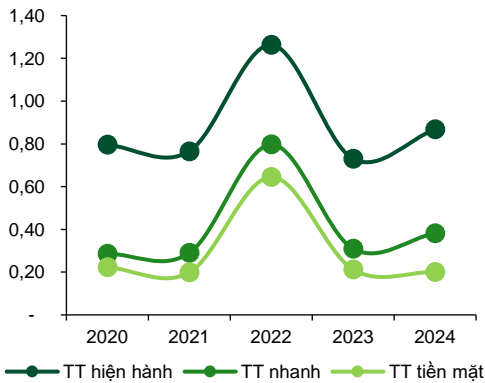


Cơ cấu doanh thu

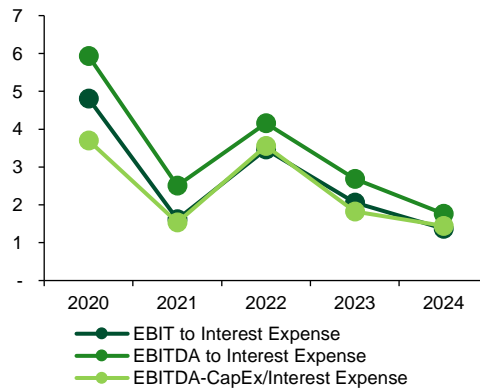


SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

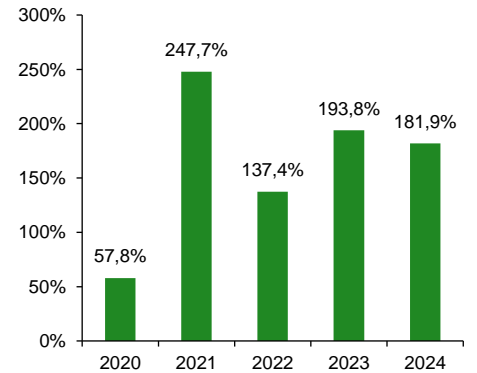
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Nợ/VCSH



ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Ngô Lê Nhật Hạ

Chuyên viên Phân tích

nlnha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>