

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ130,700 (từ VNĐ154,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/8/2025)	113,000
Mã Bloomberg	MCH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	105,000-179,292
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	113,233
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	118,814
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,518
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,051
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	526
Slg CP NN được mua (tr.đv)	356
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	16.2%
Tỷ lệ freefloat	30.1%
Cổ đông lớn	Consumer Holdings (69.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.24)	(10.8)	(13.1)
So với chỉ số	(11.9)	(30.9)	(37.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	6,345	7,319	(13.3)
2026F	7,312	8,270	(11.6)
2027F	8,256	9,555	(13.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Hàng tiêu dùng Masan là công ty con của Công ty TNHH Masan Consumer Holdings. Chuyên sản xuất và phân phối nhiều loại gia vị, thực phẩm, đồ uống và các sản phẩm chăm sóc cá nhân và nhà cửa.

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA

Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Nhiều thách thức hơn trong nửa cuối năm 2025; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với MCH xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 16% giá mục tiêu xuống 130.700đ (tiềm năng tăng giá: 16%) do tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận (dựa trên quan điểm của HSC rằng Công ty sẽ gặp nhiều khó khăn hơn trong nửa cuối năm 2025 do gián đoạn ở kênh bán hàng truyền thống) lớn hơn tác động tích cực từ việc giảm giả định WACC.
- Mặc dù công ty đang chuyển đổi sang mô hình bán hàng mới, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng do sự gián đoạn ở kênh bán hàng truyền thống có khả năng sẽ tiếp diễn trong khi việc triển khai mô hình mới ở giai đoạn đầu có thể tạo ra áp lực lên doanh thu. Chúng tôi giảm 13-15% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 giảm 15% so với cùng kỳ, sau đó tăng trưởng lần lượt 15% và 13% trong năm 2026 và 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, MCH đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,6 lần, cao hơn 8% so với bình quân từ năm 2021 ở mức 13,5 lần. MCH có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 17,8 lần, thấp hơn 28% so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 24,7 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2025

MCH công bố KQKD Q2/2025 kém tích cực và thấp hơn kỳ vọng của HSC. Lợi nhuận thuần giảm 24,5% so với cùng kỳ đạt 1.326 tỷ đồng, thấp hơn 17% so với dự báo của chúng tôi ở mức 1.600 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 6.276 tỷ đồng, giảm 15% so với cùng kỳ. Những thay đổi về mặt chính sách đã làm gián đoạn kênh bán hàng truyền thống, kênh đóng góp hơn 80% doanh thu của MCH, dẫn đến việc các cửa hàng bán lẻ đóng cửa và giảm tồn kho. Về mặt nội bộ, MCH đã cắt giảm hàng tồn kho để quản lý mức tồn kho, trong khi các sản phẩm và chương trình khuyến mãi mới không thu hút được sự chú ý do nhu cầu thấp.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Nhằm đẩy mạnh hoạt động bán hàng, MCH đang triển khai một mô hình bán hàng mới, chuyển từ mô hình bán hàng theo tuyến cố định sang mô hình bao phủ địa lý. Mặc dù có mô hình bán hàng mới, HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng do sự gián đoạn ở kênh bán hàng truyền thống có khả năng sẽ tiếp diễn trong khi việc triển khai mô hình bán hàng mới ở giai đoạn đầu có thể tạo ra áp lực lên doanh thu.

Dựa trên cơ sở này, chúng tôi giảm 13-15% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 xuống mức thấp hơn 12-14% so với bình quân dự báo của thị trường. Theo đó, lợi nhuận thuần dự kiến giảm 15% trong năm 2025 xuống 6.672 tỷ đồng, sau đó phục hồi 15% trong năm 2026 (lên 7.688 tỷ đồng) và 13% trong năm 2027 (lên 8.681 tỷ đồng).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, MCH đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,6 lần, cao hơn 8% so với bình quân từ năm 2021 ở mức 13,5 lần. MCH có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 17,8 lần, thấp hơn 28% so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 24,7 lần.

HSC giảm 16% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 130.700đ (từ 154.900đ) để phản ánh tác động tiêu cực của việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực của việc giảm giả định WACC. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với MCH xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào với tiềm năng tăng giá tại giá mục tiêu mới là 17,8 lần. Bỏ qua những thách thức trong ngắn hạn, chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu MCH nhờ có vị thế dẫn đầu thị trường ở tất cả các phân khúc kinh doanh chính, điều này mang lại cho Công ty vị thế tốt để phục hồi mạnh khi các kênh phân phối vận hành ổn định.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 19/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	7,239	8,089	7,770 ▼	8,918 ▼	10,120 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,085	7,803	6,672 ▼	7,688 ▼	8,681 ▼
EPS ĐC (đồng)	6,738	7,421	6,345 ▼	7,312 ▼	8,256 ▼
DPS (đồng)	10,000	26,800	6,000	7,000	8,000
BVPS (đồng)	35,978	14,766	13,630 ▼	13,942 ▼	14,198 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.6	10.8	16.0	14.0	12.3
P/E ĐC (lần)	16.8	15.2	17.8	15.5	13.7
Lợi suất cổ tức (%)	8.85	23.7	5.31	6.19	7.08
P/B (lần)	3.14	7.65	8.29	8.10	7.96
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	30.0	10.1	(14.5)	15.2	12.9
ROAE (%)	29.7	42.8	53.3	53.0	58.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Áp lực từ sự gián đoạn và đình trệ của kênh bán hàng truyền thống

KQKD Q2/2025 của MCH kém tích cực, thấp hơn kỳ vọng của HSC, do những thách thức bên ngoài và bên trong tạo ra áp lực lên KQKD của Công ty. Đáng chú ý, những thay đổi về mặt chính sách đã làm gián đoạn kênh bán hàng truyền thống, dẫn đến việc đóng cửa một số cửa hàng và giảm tồn kho. Nhằm đẩy mạnh hoạt động bán hàng, MCH đang triển khai mô hình bán hàng mới, chuyển từ mô hình bán hàng theo tuyến cố định sang mô hình bao phủ địa lý. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng trong nửa cuối năm 2025 do sự gián đoạn ở kênh bán hàng truyền thống có khả năng tiếp diễn và giai đoạn triển khai mô hình mới có thể gây áp lực lên doanh thu trong thời gian đầu. Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh giảm 13-15% và giá mục tiêu được điều chỉnh giảm 16% xuống 130.700đ. HSC hạ khuyến nghị đối với MCH xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào), với tiềm năng tăng giá 16%.

KQKD Q2/2025: Yếu kém do thách thức từ bên ngoài và nội tại

MCH công bố KQKD Q2/2025 kém tích cực và thấp hơn kỳ vọng của HSC. Lợi nhuận thuần giảm mạnh 24,5% so với cùng kỳ đạt 1.326 tỷ đồng, thấp hơn 17% so với dự báo của HSC ở mức 1.600 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 6.276 tỷ đồng, giảm 15% so với cùng kỳ. Tính chung 6 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần giảm 14,4% so với cùng kỳ xuống 2.912 tỷ đồng – chỉ bằng 38% dự báo trước đây cho lợi nhuận cả năm của chúng tôi – trên doanh thu thuần 13.765 tỷ đồng, giảm 1,5% so với cùng kỳ.

KQKD Q2/2025 chịu áp lực từ những khó khăn đến từ bên ngoài và nội tại. Về mặt chính sách, kênh bán hàng truyền thống phải đối mặt với sự gián đoạn nghiêm trọng từ các quy định thuế mới và việc thực thi chính sách nghiêm ngặt hơn. Nghị quyết 198/2025/QH15, ban hành ngày 17/5/2025, bãi bỏ chính sách thuế khoán đối với hộ kinh doanh và cá nhân kinh doanh từ ngày 1/1/2026, trong khi Nghị định 70/2025/NĐ-CP yêu cầu những hộ kinh doanh có doanh thu hàng năm trên 1 tỷ đồng phải sử dụng hóa đơn điện tử từ ngày 1/6. Những quy định này làm gia tăng gánh nặng tài chính cho các tiểu thương nhỏ lẻ. Song song đó, chiến dịch trấn áp hoạt động buôn lậu, gian lận thương mại, hàng giả và vi phạm quyền sở hữu trí tuệ do Chính phủ phát động trên toàn quốc ngày 15/5/2025 đến ngày 15/6/2025 (theo Điện tín 65/CD-TTg) đã buộc nhiều đơn vị bán lẻ quy mô nhỏ phải đóng cửa.

Bảng 1: KQKD Q2/2025 và 6 tháng đầu năm 2025, MCH

Lợi nhuận thuần giảm 25% so với cùng kỳ trong Q2/2025, thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	7,388	6,276	-15.1%	13,968	13,764	-1.5%
Lợi nhuận gộp	3,416	2,769	-18.9%	6,492	6,269	-3.4%
Chi phí BH&QL	(1,777)	(1,387)	-22.0%	(3,340)	(3,165)	-5.2%
EBIT	1,639	1,382	-15.7%	3,152	3,104	-1.5%
Lợi nhuận / (lỗ) hoạt động tài chính	377	138	-63.4%	739	242	-67.2%
EBITDA	1,843	1,605	-12.9%	3,556	3,524	-0.9%
LNST	1,789	1,347	-24.7%	3,458	2,961	-14.4%
Lợi nhuận thuần	1,757	1,326	-24.5%	3,402	2,912	-14.4%

Nguồn: MCH, HSC ước tính

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần, MCH

Doanh thu các mảng sản phẩm chính giảm mạnh trong Q2/2025

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
Gia vị	2,509	1,985	-20.9%	4,818	4,662	-3.2%
Thực phẩm tiện lợi	2,211	1,956	-11.5%	4,343	4,173	-3.9%
Đồ uống	1,479	1,096	-25.9%	2,594	2,308	-11.0%
Cà phê	391	398	1.8%	726	866	19.4%
SP chăm sóc cá nhân & gia đình	438	443	1.3%	847	904	6.8%
Khác	360	398	10.4%	640	851	33.0%
Doanh thu thuần	7,388	6,276	-15.1%	13,968	13,764	-1.5%

Nguồn: MCH, HSC ước tính

Với 83% doanh thu đến từ kênh bán hàng truyền thống, KQKD của MCH bị ảnh hưởng nặng nề trong Q2/2025, với 600 tỷ đồng doanh thu bị sụt giảm. Khoảng 20% trên tổng số điểm bán hàng truyền thống bị ảnh hưởng – nhiều nơi đóng cửa hoặc giảm tồn kho – trong khi các nhà bán lẻ lớn hơn cắt giảm 7-8 ngày tồn kho.

Thứ hai, Công ty chủ động cắt giảm khoảng 400 tỷ đồng hàng tồn kho tại các nhà phân phối và nhà bán lẻ để đảm bảo mức tồn kho lành mạnh trong bối cảnh tâm lý tiêu dùng yếu. Đồng thời, các hoạt động đổi mới sản phẩm quan trọng không thu hút được sự chú ý do những hạn chế của thị trường, trong khi các chương trình khuyến mãi, bao gồm bán hàng theo gói, không hỗ trợ đáng kể cho tăng trưởng doanh thu do tính cạnh tranh của sản phẩm còn kém.

Xét theo kênh bán hàng, doanh thu kênh bán hàng truyền thống giảm 19,3% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu kênh bán hàng hiện đại tăng 5,7% so với cùng kỳ và doanh thu kênh HORECA tăng mạnh 34,2%.

Cập nhật triển vọng nửa cuối năm 2025: Thách thức từ sự gián đoạn của kênh bán hàng truyền thống

Các sáng kiến mang tính chiến lược nâng cao hiệu quả bán hàng

MCH đang trong quá trình chuyển đổi toàn diện để tăng cường khả năng tiếp cận thị trường và nâng cao tính hiệu quả, chuyển từ mô hình bán hàng theo tuyến cố định, trong đó nhân viên bán hàng xử lý các nhóm sản phẩm cụ thể và phụ thuộc vào hơn 2.000 đơn vị bán buôn và bán lẻ lớn, chuyển dịch sang mô hình bao phủ địa lý. Theo cách tiếp cận này, mỗi nhân viên bán hàng quản lý tất cả các nhóm sản phẩm trong một khu vực và làm việc trực tiếp với các nhà bán lẻ địa phương, giúp MCH đẩy nhanh doanh thu sản phẩm mới và mở thêm các điểm bán hàng.

Mô hình bao phủ địa lý đã được thí điểm vào tháng 7/2024 tại Cà Mau, Ninh Thuận, Quảng Ngãi và Lào Cai, và mở rộng sang hơn 10 tỉnh trong Q2/2025. Công ty dự kiến triển khai mô hình này một cách toàn diện trong Q3/2025, và xem đây là lợi thế cạnh tranh trong dài hạn. Cấu trúc bán hàng mới sẽ tạo điều kiện cho công ty tiếp cận trực tiếp 300.000 điểm bán lẻ của tất cả các nhóm sản phẩm.

Trong khi việc thay đổi chiến lược bán hàng đang được triển khai, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với triển vọng cho nửa cuối năm 2025. Sự gián đoạn của kênh bán hàng truyền thống dự kiến sẽ tiếp diễn trước khi ổn định trở lại, và doanh thu có thể bị ảnh hưởng tạm thời trong thời gian đầu của việc triển khai mô hình bán hàng mới tại mỗi khu vực.

Giảm 13-15% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Dựa trên KQKD kém tích cực trong 6 tháng đầu năm 2025 và triển vọng kém khả quan trong 6 tháng cuối năm 2025, HSC giảm 13-15% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, sau khi điều chỉnh giảm 12-13% dự báo doanh thu thuần. Chi tiết như sau:

- Cho năm 2025, lợi nhuận thuần dự kiến giảm 16% so với cùng kỳ xuống 6.672 tỷ đồng trên doanh thu thuần 29.848 tỷ đồng, giảm 3,4% so với cùng kỳ.
- Cho năm 2026, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần phục hồi 15% lên 7.668 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 33.218 tỷ đồng, tăng trưởng 11%.
- Cho năm 2027, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng 13% đạt 8.681 tỷ đồng trên doanh thu thuần 36.885 tỷ đồng, tăng trưởng 11%.

Chi tiết về các dự báo được trình bày trong Bảng 3-4.

Bảng 3: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2025-2027, MCH

HSC giảm 13-15% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	34,287	29,848	-12.9%	-3.4%
Lợi nhuận thuần	7,647	6,672	-12.8%	-14.5%
2026F				
Doanh thu thuần	37,892	33,218	-12.3%	11.3%
Lợi nhuận thuần	8,985	7,688	-14.4%	15.2%
2027F				
Doanh thu thuần	42,014	36,885	-12.2%	11.0%
Lợi nhuận thuần	10,213	8,681	-15.0%	12.9%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 4: Dự báo doanh thu thuần theo mảng sản phẩm, MCH

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu toàn bộ các mảng sản phẩm

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới				Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F		
Gia vị	11,195	12,034	12,997	14,294	10,577	11,424	12,337	-12.1%	-12.1%	-13.7%		
Tăng trưởng		7.5%	8.0%	10.0%	-5.5%	8.0%	8.0%					
Thực phẩm tiện lợi	9152	10,285	11,519	12,671	8,875	9,941	11,133	-13.7%	-13.7%	-12.1%		
Tăng trưởng		12.4%	12.0%	10.0%	-3.0%	12.0%	12.0%					
Đồ uống	5249	5,775	6,353	6,988	4,581	5,268	6,058	-20.7%	-17.1%	-13.3%		
Tăng trưởng		10.0%	10.0%	10.0%	-12.7%	15.0%	15.0%					
Cà phê	1769	2,050	2,255	2,435	1,993	2,192	2,412	-2.8%	-2.8%	-1.0%		
Tăng trưởng		15.9%	10.0%	8.0%	12.7%	10.0%	10.0%					
SP chăm sóc cá nhân & gia đình	1809	2,030	2,233	2,456	1,881	2,163	2,379	-7.4%	-3.2%	-3.1%		
Tăng trưởng		12.2%	10.0%	10.0%	4.0%	15.0%	10.0%					
Sản phẩm khác	1,723	2,113	2,535	3,169	1,940	2,231	2,565	-8.2%	-12.0%	-19.0%		
Tăng trưởng		22.6%	20.0%	25.0%	12.6%	15.0%	15.0%					
Tổng	30,897	34,287	37,892	42,014	29,848	33,218	36,885	-12.9%	-12.3%	-12.2%		
Tăng trưởng		11.0%	10.5%	10.9%	-3.4%	11.3%	11.0%					

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 5: Dự báo cho 6 tháng cuối năm 2025, MCH

Trong dự báo mới của HSC, lợi nhuận thuần ước tính sẽ giảm 15% so với cùng kỳ trong 6 tháng cuối năm 2025

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T đầu 2024	6T đầu 2025	% so với cùng kỳ	6T cuối 2024	6T cuối 2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	7,388	6,276	-15.1%	13,968	13,764	-1.5%	16,929	16,083	-5.0%
Giá vốn hàng bán	(3,971)	(3,507)	-11.7%	(7,476)	(7,496)	0.3%	(9,017)	(8,802)	-2.4%
Lợi nhuận gộp	3,416	2,769	-18.9%	6,492	6,269	-3.4%	7,912	7,281	-8.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46.2%	44.1%		46.5%	45.5%		46.7%	45.3%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	377	138	-63.4%	739	242	-67.2%	683	362	-47.1%
Chi phí BH&QL	(1,777)	(1,387)	-22.0%	(3,340)	(3,165)	-5.2%	(3,540)	(3,320)	-6.2%
Chi phí BH&QL / Doanh thu	24.1%	22.1%		23.9%	23.0%				
Lợi nhuận HĐ	2,034	1,544	-24.1%	3,922	3,384	-13.7%	5,091	4,358	-14.4%
LNTT	2,035	1,546	-24.1%	3,923	3,384	-13.7%	5,082	4,358	-14.2%
Lợi nhuận thuần	1,757	1,326	-24.5%	3,402	2,912	-14.4%	4,402	3,760	-14.6%

Nguồn: HSC ước tính

Nửa cuối năm 2025: Lợi nhuận dự kiến giảm 15% so với cùng kỳ

Dựa trên các giả định mới cho năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 đạt 3.760 tỷ đồng (giảm 15 so với cùng kỳ), trên doanh thu thuần 16.083 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ). Doanh thu vẫn thấp do kênh bán hàng truyền thống bị gián đoạn. HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên 45,3% từ 44,1% trong Q2/2025 nhưng vẫn thấp hơn mức 46,7% trong nửa cuối năm 2024 do doanh thu thấp. Đồng thời, lợi nhuận HĐ tài chính sẽ giảm mạnh do Công ty đã chi một khoản tiền mặt lớn 23 nghìn tỷ đồng để trả cổ tức vào năm ngoái.

Trong đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần Q3/2025 đạt 8.769 tỷ đồng, giảm 8% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 2.114 tỷ đồng, giảm 22% so với cùng kỳ.

Giảm 16% giá mục tiêu, hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (tiềm năng tăng giá: 16%)

Kết luận và phương pháp định giá

Do tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực từ việc giảm giả định WACC, HSC giảm 16% giá mục tiêu xuống 130.700đ và hạ khuyến nghị đối với MCH xuống Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 16%. Giá mục tiêu mới cho thấy P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 20,6 lần và 17,9 lần.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá cổ phiếu MCH. Giả định WACC ở mức 9% (giảm từ 9,8% trước đó) và tốc độ tăng trưởng dài hạn 3% (không đổi). Chi tiết như sau:

- Hệ số beta là 0,9 lần (không đổi), theo dữ liệu của Bloomberg.
- Lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn là 4% (không đổi).
- Phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75% (so với 9% trước đó).
- Chi phí nợ trước thuế là 5% (không đổi).
- Tỷ trọng nợ tăng lên 40% (từ 32% trước đó).

Bảng 6: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, MCH

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	6,672	7,688	8,681	9,404
+ Khấu hao	704	769	848	936
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	281	267	293	319
- Thay đổi vốn lưu động	(30)	(190)	(380)	(611)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(1,035)	(1,352)	(1,509)	(1,685)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	6,592	7,183	7,933	8,362

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Giả định WACC, MCH

WACC là 9,1%

	Giá định
Tỷ trọng vốn CSH	60%
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Chi phí vốn CSH	12.3%
Tỷ trọng nợ	40%
Chi phí nợ	5.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.0%
WACC	9.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Giá mục tiêu giữa năm 2026, MCH

Giá mục tiêu là 130.700đ/cp

	Tỷ đồng
<i>Giá trị dài hạn</i>	<i>152,211</i>
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	122,859
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	17,162
Giá trị của doanh nghiệp	140,021
Tài sản phi hoạt động	6,413
Nợ	(9,017)
Giá trị của vốn CSH	137,417
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,051
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	130,693

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MCH

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro					
		2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	124,345	118,925	113,970	109,424	105,237	
	2.5%	133,723	127,413	121,687	116,467	111,689	
	3.0%	144,842	137,394	130,693	124,631	119,121	
	3.5%	158,236	149,299	141,339	134,205	127,774	
	4.0%	174,683	163,744	154,121	145,590	137,975	

Nguồn: HSC ước tính

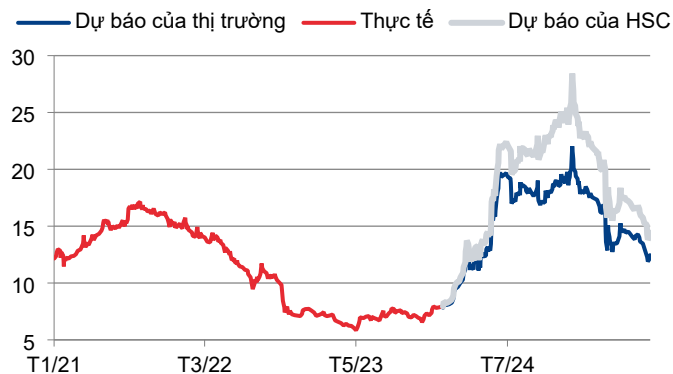
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN-Index, có khả năng do KQKD Q2/2025 kém tích cực trong bối cảnh kênh bán hàng truyền thống bị gián đoạn, MCH đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,6 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn (hoặc 8%) so với mức bình quân

từ tháng 1/2021 ở mức 13,5 lần (Biểu đồ 10-11). Trong khi đó, MCH có P/E dự phóng năm 2025 là 17,8 lần, thấp hơn 28% so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 24,7 lần.

Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, MCH

MCH đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,6 lần (dựa trên ước tính của HSC) ...



Ghi chú: Dựa trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 11: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MCH

... cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ T1/2021 là 13,5 lần



Ghi chú: Dựa trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Bảng 12: So sánh các công ty cùng ngành, MCH

P/E năm 2025 của MCH là 17,4 lần, thấp hơn 28% so với mức bình quân 24,7 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực

	Thị trường năm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026
Các công ty cùng ngành trong khu vực				
Hindustan Unilever	Ấn Độ	64,524	54.1	49.0
Nestle Indian	Ấn Độ	27,025	62.1	55.2
Inner Mongolia Yili Industrial	Trung Quốc	25,719	15.8	14.3
Henan Shuanghui Investment	Trung Quốc	13,032	16.7	15.9
Indofood CBP	Indonesia	7,429	11.1	10.0
Want Want China Holdings	Trung Quốc	7,512	13.9	13.4
Unilever Indonesia Tbk	Indonesia	2,991	16.7	17.3
Universal Robina Corp	Philippines	2,679	15.2	14.3
Jonjee Hi-tech Industrial and Commercial Holding Co	Trung Quốc	2,334	17.5	15.8
Farm Fresh Bhd	Malaysia	709	24.2	21.3
Bình quân		15,395	24.7	22.7
Trung vị		7,471	16.7	15.9
Các công ty cùng ngành trong nước				
CTCP Sữa Việt Nam	Việt Nam	4,895	14.5	13.9
CTCP Tập đoàn Masan	Việt Nam	4,215	35.6	27.0
CTCP Bia – Rượu – NGK Sài Gòn	Việt Nam	2,353	14.8	14.8
CTCP Đường Quảng Ngãi	Việt Nam	699	7.2	6.6
Bình quân		3,041	18.0	15.6
Trung vị		3,284	14.7	14.4
Bình quân, tất cả các công ty cùng ngành		11,865	22.8	20.6
Trung vị, tất cả các công ty cùng ngành		4,555	16.3	15.3
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	Việt Nam	4,593	17.8	15.5

Ghi chú: Dữ liệu ngày 18/8.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	28,241	30,897	29,848	33,218	36,885
Lợi nhuận gộp	12,974	14,405	13,550	15,325	17,083
Chi phí BH&QL	(6,254)	(6,880)	(6,484)	(7,176)	(7,811)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,721	7,525	7,066	8,148	9,272
Lãi vay thuần	1,315	1,423	604	694	714
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	58.7	65.1	71.6	78.7	86.6
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	4.09	(8.28)	0	0	0
LN TT	8,099	9,004	7,742	8,921	10,073
Chi phí thuế TNDN	(905)	(1,084)	(970)	(1,117)	(1,262)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(109)	(117)	(100)	(116)	(130)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	7,085	7,803	6,672	7,688	8,681
Lợi nhuận thuần ĐC	7,085	7,803	6,672	7,688	8,681
EBITDA ĐC	7,239	8,089	7,770	8,918	10,120
EPS (đồng)	9,888	10,769	6,345	7,312	8,256
EPS ĐC (đồng)	6,738	7,421	6,345	7,312	8,256
DPS (đồng)	10,000	26,800	6,000	7,000	8,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	717	725	1,051	1,051	1,051
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	717	725	1,051	1,051	1,051
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,051	1,051	1,051	1,051	1,051

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,790	5,677	3,258	3,568	4,165
Đầu tư ngắn hạn	4,908	365	3,000	3,000	3,000
Phải thu khách hàng	10,989	1,705	2,559	3,207	3,369
Hàng tồn kho	2,178	2,582	2,619	2,915	3,431
Các tài sản ngắn hạn khác	56.1	64.3	62.2	69.2	76.8
Tổng tài sản ngắn hạn	23,922	10,394	11,498	12,760	14,042
TSCĐ hữu hình	4,789	4,535	4,952	5,622	6,372
TSCĐ vô hình	763	714	628	541	452
Bất động sản đầu tư	5.75	4.17	4.17	4.17	4.17
Đầu tư dài hạn	275	332	332	332	332
Đầu tư vào Cty LD,LK	295	347	347	347	347
Tài sản dài hạn khác	10,503	11,574	11,521	11,467	11,414
Tổng tài sản dài hạn	16,631	17,506	17,784	18,313	18,921
Tổng cộng tài sản	40,553	27,900	29,282	31,073	32,963
Nợ ngắn hạn	8,469	9,067	6,865	7,640	8,484
Phải trả người bán	2,024	2,315	2,287	2,511	2,779
Nợ ngắn hạn khác	2,577	2,511	2,426	2,697	2,992
Tổng nợ ngắn hạn	13,729	14,600	12,263	13,610	15,100
Nợ dài hạn	227	1,764	1,764	1,764	1,764
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	160	150	150	150	150
Nợ dài hạn khác	49.7	45.9	34.4	34.4	34.4
Tổng nợ dài hạn	437	1,960	1,949	1,949	1,949
Tổng nợ phải trả	14,177	16,572	14,223	15,570	17,061
Vốn chủ sở hữu	25,780	10,700	14,331	14,659	14,929
Lợi ích cổ đông thiểu số	596	628	728	843	974
Tổng vốn chủ sở hữu	26,376	11,328	15,059	15,503	15,903
Tổng nợ phải trả và VCSH	40,553	27,900	29,282	31,073	32,963
BVPS (đ)	35,978	14,766	13,630	13,942	14,198
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,906	5,154	5,372	5,836	6,083

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	6,721	7,525	7,066	8,148	9,272
Khấu hao	(518)	(565)	(704)	(769)	(848)
Lãi vay thuần	1,315	1,423	604	694	714
Thuế TNDN đã nộp	(731)	(1,108)	(970)	(1,117)	(1,262)
Thay đổi vốn lưu động	(2.21)	2,381	(30.0)	(190)	(380)
Khác	(1,565)	(1,558)	(2,624)	434	473
LCT thuần từ HĐKD	6,256	9,227	4,750	8,739	9,666
Đầu tư TS dài hạn	(573)	(514)	(1,035)	(1,352)	(1,509)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	3.89	8.12	8.12	8.12	8.12
Khác	(6,519)	11,980	(901)	(500)	0
LCT thuần từ HĐĐT	(7,088)	11,474	(1,928)	(1,844)	(1,501)
Cổ tức trả cho CSH	(262)	(23,070)	(6,309)	(7,360)	(8,412)
Thu từ phát hành CP	0	119	3,268	0	0
Tăng/giảm nợ	1,295	2,135	(2,202)	775	843
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,034	(20,816)	(5,242)	(6,585)	(7,568)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,588	5,790	5,677	3,258	3,568
LCT thuần trong kỳ	202	(115)	(2,420)	311	597
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.06	2.63	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,790	5,677	3,258	3,568	4,165
Dòng tiền tự do	5,682	8,713	3,715	7,387	8,157

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	45.9	46.6	45.4	46.1	46.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	25.6	26.2	26.0	26.8	27.4
Tỷ suất LNT (%)	25.1	25.3	22.4	23.1	23.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	11.2	12.0	12.5	12.5	12.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	4.68	9.41	(3.40)	11.3	11.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	16.2	11.7	(3.95)	14.8	13.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	30.0	10.1	(14.5)	15.2	12.9
Tăng trưởng EPS (%)	30.0	8.91	(41.1)	15.2	12.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	30.0	10.1	(14.5)	15.2	12.9
Tăng trưởng DPS (%)	nm	168	(77.6)	16.7	14.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	101	249	94.6	95.7	96.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	29.7	42.8	53.3	53.0	58.7
ROACE (%)	26.7	37.5	46.6	47.3	52.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.76	0.90	1.04	1.10	1.15
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.93	1.23	0.67	1.07	1.04
Số ngày tồn kho	52.1	57.1	58.7	59.5	63.2
Số ngày phải thu	263	37.7	57.3	65.4	62.1
Số ngày phải trả	48.4	51.2	51.2	51.2	51.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	11.5	49.0	38.1	40.5	41.4
Nợ/tài sản (%)	21.6	39.1	29.8	30.6	31.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.21	1.35	1.12	1.07	1.02
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.74	0.71	0.94	0.94	0.93
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.97	2.82	4.16	3.75	3.39
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.6	10.8	16.0	14.0	12.3
P/E (lần)	11.4	10.5	17.8	15.5	13.7
P/E ĐC (lần)	16.8	15.2	17.8	15.5	13.7
P/B (lần)	3.14	7.65	8.29	8.10	7.96
Lợi suất cổ tức (%)	8.85	23.7	5.31	6.19	7.08

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn