

CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG +5,0%

Ngành	FMCG
Ngày báo cáo	28/11/2025
Giá hiện tại	216.100 VND
Giá mục tiêu	220.800 VND
TL tăng	+2,2%
Lợi suất cổ tức	2,8%
Tổng mức sinh lời	+5,0%

GT vốn hóa	228 nghìn tỷ đồng
Room KN	191 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	21 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	1.058,8 tr
Pha loãng	1.058,8 tr

	MCH	VNI
P/E (trượt)	32,4x	16,2x
P/B (hiện tại)	14,3x	2,0x
ROE	51,8%	13,5%
ROA	23,9%	2,0%

Tổng quan Công ty

MCH là nhà sản xuất hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) hàng đầu tại Việt Nam, cung cấp danh mục sản phẩm đa dạng từ thực phẩm thiết yếu cho nhà bếp đến các sản phẩm chăm sóc gia đình, chăm sóc cá nhân và thực phẩm & đồ uống (F&B) tiêu dùng bên ngoài. MCH nắm giữ vị thế vững chắc trong một số ngành hàng FMCG chủ lực tại Việt Nam, với 50% thị phần gia vị và 24% thị phần mì ăn liền.

Diễn biến giá cổ phiếu

Hoàng Nam
Giám đốc

Bùi Xuân Vĩnh
Chuyên viên cao cấp

tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	30.897	29.781	34.376	38.476
% YoY	9,4%	-3,6%	15,4%	11,9%
LN từ HĐKD	12,0%	-9,6%	17,4%	15,3%
LNST sau lợi ích CĐTS	7.803	6.426	7.687	8.868
EPS	8,9%	-17,9%	18,8%	14,6%
Biên LN gộp	46,6%	45,6%	45,8%	46,2%
Biên LN từ HĐKD	24,4%	22,8%	23,2%	23,9%
Biên LN ròng	25,3%	21,6%	22,4%	23,0%
DTTD/doanh thu	40,8%	22,1%	24,4%	24,7%
P/E	29,1x	35,5x	29,9x	26,1x
ROE	42,8%	48,0%	43,8%	42,7%
ROA	23,1%	21,5%	22,4%	23,1%

Quán quân hàng tiêu dùng cộng hưởng cùng chuỗi bán lẻ

- Masan Consumer sản xuất gia vị (50% thị phần), thực phẩm tiện lợi (20%), đồ uống không cồn (3%), cà phê (14%) và chăm sóc gia đình & cá nhân (4%).
- MCH là một tài sản kết hợp tăng trưởng và quy mô đặc biệt trong ngành FMCG Châu Á. Xét về tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu giai đoạn 2017-24, công ty đạt 11% (12% ở mảng gia vị so với 5% của Châu Á TBD và 14% ở mảng thực phẩm tiện lợi so với 7% của Châu Á TBD).
- Chúng tôi dự phóng (1) LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2026 sẽ giảm 18% sau đó phục hồi 20% YoY do tái cấu trúc hệ thống phân phối và (2) CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-28 đạt 15%, với biên lợi nhuận ròng tăng từ 22,4% lên 23,6%. Chúng tôi cũng kỳ vọng MCH sẽ duy trì ROE ở mức 45% mặc dù vị thế tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu trên 30%.
- Trong khi đó, trong giai đoạn 2020-24, mức trung vị của nhóm các công ty cùng ngành Châu Á ghi nhận CAGR LNST là 4%, biên lợi nhuận ròng trung bình là 13%, ROE là 21% và tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu là 1%. Với vị thế vượt trội của MCH và sự phục hồi mạnh mẽ vào năm 2026, chúng tôi định giá MCH ở mức P/E dự phóng năm 2026 là 31 lần so với mức trung vị P/E trượt 12T trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 36 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Việc chuyển sang sàn HOSE (tháng 12/2025) và được đưa vào rổ VN30 cũng như các rổ chỉ số khác (tháng 6-9/2026) có thể thu hút nguồn vốn đáng kể; chiến dịch số hóa phân phối 4P giúp biên LN tăng tốt.
- Rủi ro đầu tư: cạnh tranh cao hơn dự kiến, gián đoạn kéo dài do cắt giảm đại lý bán buôn.

Nhiều con đường tăng trưởng trong một thị trường 16 tỷ USD. So sánh CAGR doanh thu MCH giai đoạn 2026-28 của chúng tôi với CAGR ngành tiêu dùng 2024-29 của Frost & Sullivan như sau. Thứ nhất, duy trì sự thống trị trong mảng gia vị (8% so với 8%) thông qua việc cao cấp hóa nước mắm, giá và sản lượng nước tương và nhu cầu sản lượng ngày càng tăng đối với tương ớt. Thứ hai, cải tiến và cao cấp hóa thực phẩm tiện lợi (10% so với 8%), đặc biệt trong việc thâm nhập thị trường ngách thực phẩm chế biến sẵn (CAGR 9% giai đoạn 2024-29). Thứ ba, bán chéo và mở rộng danh mục đồ uống (16% so với 10%, thị trường khổng lồ trị giá 8,5 tỷ USD) và cà phê (10% so với 7%). Thứ tư, giành thị phần trong ngành hàng hóa mỹ phẩm (16% so với 6%) - nơi người tiêu dùng ngày càng nhạy cảm về giá và bớt trung thành với thương hiệu - đặc biệt bằng cách thâm nhập từ WCM.

Sản phẩm: Năng lực cải tiến và cao cấp hóa đã được chứng minh. MCH đã tạo ra mì khoai tây và nước tăng lực vị cà phê đầu tiên tại Việt Nam. Công ty cũng mở rộng từ nước tương sang tương ớt và hạt nêm vốn còn nhiều dư địa phát triển. Vào quý 4/2023, MCH gia nhập thị trường trà đóng chai với Tea 365, đóng góp 10% tổng doanh số đồ uống năm 2024. Chu kỳ cải tiến của MCH là 4 đến 12 tháng, nhanh hơn so với tiến độ truyền thống của ngành. Công ty có kế hoạch tiếp tục tiên phong trong các loại gia vị cao cấp và tốt cho sức khỏe, thực phẩm chế biến sẵn (giá bán bình quân gấp 3-4 lần mì ăn liền) và các hương vị đồ uống mới.

Cải tổ phân phối và công nghệ để thống lĩnh ở cả kênh thương mại truyền thống (GT) và thương mại hiện đại (MT). Tại kênh GT, MCH đang khai phá tiềm năng thực sự của mạng lưới hàng đầu của mình. Đội ngũ bán hàng đang giảm sự phụ thuộc vào các đại lý sỉ để trực tiếp bao phủ 313.000 điểm bán vào cuối năm 2024, hướng tới đạt 500.000 trong trung hạn. MCH cũng đang

số hóa mạng lưới phân mảnh và truyền thống này. Những động thái này cải thiện việc bán chéo đồ uống và hóa mỹ phẩm, thời gian đưa sản phẩm ra thị trường và sự thấu hiểu người tiêu dùng. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ thâm nhập bách hóa kênh MT của Việt Nam sẽ tăng từ 12% lên >20% trong giai đoạn 2025-2030, làm thay đổi cục diện cạnh tranh giữa các thương hiệu FMCG. Một lợi thế của MCH là WCM, cũng nằm trong hệ sinh thái của MSN. WCM là chuỗi bán lẻ bách hóa hàng đầu đang đặt mục tiêu tăng gấp đôi số lượng cửa hàng trong 5 năm tới. WCM cung cấp cho MCH dữ liệu về thị trường tiêu dùng, nơi thử nghiệm sản phẩm mới, và hỗ trợ logistics, công nghệ.

Mục lục

Người khổng lồ hàng tiêu dùng cộng hưởng cùng chuỗi bán lẻ..... 1

Luận điểm đầu tư..... 3

 Triển vọng 2025-2028: LNST sau lợi ích CĐTTS tăng trưởng với CAGR 17%..... 3

 Nhiều con đường tăng trưởng trong thị trường tiềm năng trị giá 16 tỷ USD..... 5

 Năng lực cải tiến & cao cấp hóa sản phẩm đã được chứng minh..... 7

 Kênh truyền thống (GT): MCH đang khai phá tiềm năng thực sự của mạng lưới rộng khắp bằng cách thâm nhập sâu hơn..... 8

 Kênh hiện đại (MT): Wincommerce là lợi thế trong bối cảnh chuyển dịch sang mô hình siêu thị mini (minimart) tại việt nam..... 10

 Việc chuyển sang sàn HOSE sẽ thu hút dòng vốn đáng kể..... 12

Định giá: Hợp lý với tăng trưởng vượt trội và rủi ro 14

Rủi ro đầu tư..... 17

Tổng quan Công ty: Nhà sản xuất FMCG hàng đầu trong nước tại việt nam..... 18

Tiêu dùng FMCG: MCH đã tăng trưởng vượt trội so với mức chung của việt nam 21

 Gia vị: Củng cố vị thế dẫn đầu thị trường với chiến lược cao cấp hóa 22

 Thực phẩm tiện lợi: Cao cấp hóa và cải tiến; thực phẩm chế biến sẵn có tiềm năng lớn..... 24

 Đồ uống không cồn: Giành thị phần trong một ngành lớn và tăng trưởng nhanh 26

 Cà phê: Cải thiện hương vị và xuất khẩu hỗ trợ doanh số 27

 Chăm sóc gia đình và cá nhân: Tận dụng WCM để phổ cập sản phẩm mới..... 29

Kết quả hoạt động tài chính qua các năm..... 30

Báo cáo Tài chính..... 34

Phụ lục 1: Cơ cấu doanh nghiệp Tập đoàn Masan (MSN) 35

Phụ lục 2: Ứng dụng Shikhar của Hindustan Unilever Limited 35

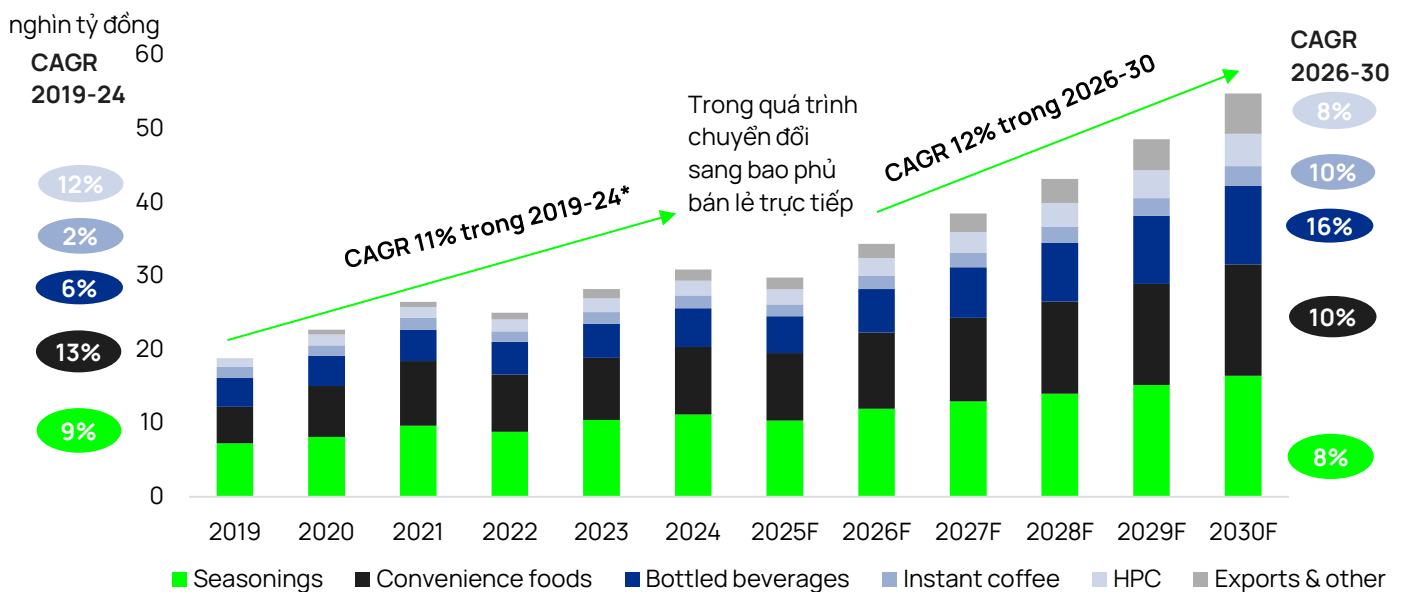
Luận điểm đầu tư

Triển vọng 2025-2028: LNST sau lợi ích CĐTTS tăng trưởng với CAGR 17%

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sẽ kém khả quan trong năm 2025 do những gián đoạn tạm thời từ (1) việc chính phủ chính quy hóa các kênh phân phối tại Việt Nam và (2) quá trình chuyển đổi của MCH sang mô hình bao phủ trực tiếp nhà bán lẻ, trước khi bật tăng trong năm 2026 từ mức nền thấp, sau đó trở lại mức bình thường trong giai đoạn 2027-2028 với mức tăng trưởng vượt trội so với ngành.

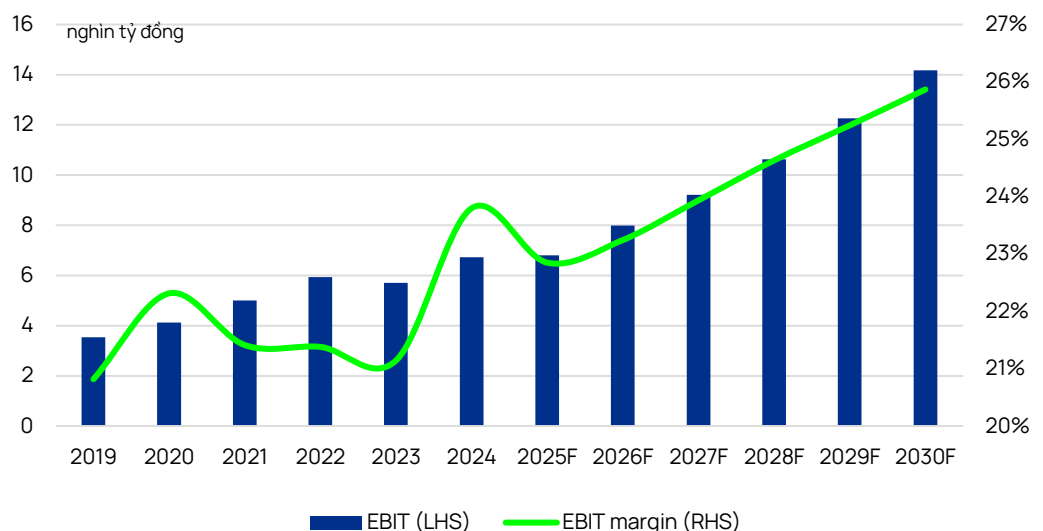
Bên cạnh (1) chi tiết tăng trưởng doanh thu đã thảo luận ở trang 1, chúng tôi cũng dự báo: (2) biên lợi nhuận từ HĐKD sẽ phục hồi từ 23,2% lên 24,6% vào năm 2028 và (3) số ngày tồn kho sẽ giảm 6 ngày trong giai đoạn 2025-2028 từ 50 ngày xuống 44 ngày nhờ bao phủ trực tiếp, áp dụng 4P trong digital marketing (Digital 4P) và sự cộng hưởng từ WCM.

Hình 1: Doanh thu của MCH theo danh mục



Nguồn: MCH, Vietcap; *Doanh thu thuần không bao gồm doanh số bán thịt chế biến, sau khi chuyển giao bộ phận thịt chế biến, Masan Jinju, cho Masan Meatlife (UPCoM: MML) vào tháng 11/2022

Hình 2: LN từ HĐKD và biên LN từ HĐKD của MCH



Nguồn: MCH, dự báo của Vietcap

Hình 3: Dự báo giai đoạn 2025-2028 của Vietcap cho MCH

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	Dự báo 2026	Dự báo 2027	Dự báo 2028	Dự báo CAGR 2025- 2028	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	30.897	29.781	34.376	38.476	43.173	13%	15% trong năm 2026 và CAGR 12% giai đoạn 2026-28
Gia vị	11.198	10.356	11.970	12.945	14.009	11%	* Kỳ vọng doanh thu gộp của nước mắm và nước tương sẽ tăng trưởng với CAGR 2025-28 là 7%, chủ yếu được thúc đẩy bởi giá bán trung bình nhờ vào chiến lược cao cấp hóa. * Kỳ vọng tương ớt sẽ tăng trưởng với CAGR 1%, chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng sản lượng nhờ nhu cầu tiêu dùng gia tăng.
Thực phẩm tiện lợi	9.155	9.155	10.346	11.380	12.518	11%	* Tăng trưởng chủ yếu được thúc đẩy bởi giá bán trung bình và sản lượng, nhờ vào (1) sự mở rộng hơn nữa của Omachi sang danh mục thực phẩm chế biến sẵn và (2) các cải tiến sản phẩm của Kokomi.
Thức uống đóng chai	5.275	5.011	5.913	6.859	7.957	17%	* Được thúc đẩy bởi cả nước tăng lực và các loại đồ uống khác.
Cà phê hòa tan	1.770	1.636	1.800	1.980	2.178	10%	* Chúng tôi kỳ vọng MCH sẽ cao cấp hóa danh mục Vinacafé với các sản phẩm mới và cũng giới thiệu các sản phẩm được tùy chỉnh theo vùng miền.
hóa mỹ phẩm	1.809	2.021	2.425	2.813	3.263	17%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi việc triển khai Chante trên toàn quốc cùng với việc ra mắt sản phẩm mới trong danh mục chăm sóc cá nhân.
Xuất khẩu & khác	1.690	1.602	1.922	2.499	3.248	27%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng liên tục từ mức nền thấp tại các thị trường mới.
Lợi nhuận gộp	14.405	13.588	15.751	17.781	20.123	14%	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-6.880	-6.784	-7.761	-8.572	-9.488	12%	
Lợi nhuận từ HĐKD	7.525	6.804	7.990	9.209	10.634	16%	
Thu nhập tài chính ròng	1.423	546	816	958	1.049	24%	
Thu nhập tài chính	1.801	1.127	1.397	1.540	1.631	13%	* Chúng tôi dự báo thu nhập tài chính sẽ giảm 38% YoY trong năm 2025, chủ yếu do số dư tiền mặt và đầu tư ngắn hạn giảm sau đợt chi trả cổ tức đặc biệt trong năm 2024. Sau đợt giảm này, chúng tôi dự báo thu nhập tài chính sẽ trở lại mức bình thường, tăng trưởng với CAGR 2025-28 là 18%.
Chi phí tài chính	-378	-581	-581	-581	-581	0%	
LNTT	9.004	7.415	8.871	10.233	11.748	17%	
LNST	7.921	6.523	7.803	9.001	10.334	17%	
LNST sau lợi ích CĐTS	7.803	6.426	7.687	8.868	10.181	17%	20% trong năm 2026 và CAGR 15% giai đoạn 2026-2028
Biên lợi nhuận gộp	46,6%	45,6%	45,8%	46,2%	46,6%		* Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện nhờ vào chiến lược cao cấp hóa của MCH kết hợp với năng lực định giá mạnh.
Biên LN từ HĐKD	24,4%	22,8%	23,2%	23,9%	24,6%		
SG&A/doanh thu	22,3%	22,8%	22,6%	22,3%	22,0%		
Thuế TNDN	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	25,3%	21,6%	22,4%	23,0%	23,6%		

Nguồn: MCH, dự báo của Vietcap

Nhiều con đường tăng trưởng trong thị trường 16 tỷ USD

Trong năm 2024, tổng thị trường tiềm năng của MCH trên các ngành hàng FMCG chủ chốt được có giá trị tổng 15,7 tỷ USD, với tiềm năng tăng trưởng mạnh lên 23,4 tỷ USD vào năm 2029 (theo Frost & Sullivan). Mặc dù MCH đã nắm giữ thị phần cao ở một số danh mục trong các thị trường cốt lõi (7,4 tỷ USD), các thị trường lân cận (8,5 tỷ USD) phần lớn vẫn chưa được MCH thâm nhập sâu, đặc biệt là thực phẩm chế biến sẵn, đồ uống và chăm sóc gia đình & cá nhân (hóa mỹ phẩm).

Hình 4: Tổng thị trường tiềm năng của MCH theo từng danh mục

15,7 tỷ USD MCH: 10% CAGR 2024-2029 +8%	Gia vị 1,3 tỷ USD 50%	Thực phẩm tiện lợi 2,6 tỷ USD 16%	Đồ uống không cồn 8,5 tỷ USD 3%	Cà phê 0,7 tỷ USD 14%	Chăm sóc gia đình & cá nhân 2,7 tỷ USD 4%
Thị trường cốt lõi	Nước mắm, nước tương, tương ớt	Mì ăn liền (từ lúa mì & gạo)	Nước tăng lực, ngũ cốc, nước uống đóng chai	Cà phê hòa tan	Chất tẩy rửa
7,4 tỷ USD 19%	 0,85 tỷ USD	 2,1 tỷ USD	 2,6 tỷ USD	 0,58 tỷ USD	 1,2 tỷ USD
Thị trường 2024-29	CAGR +7,9%	CAGR +7,5%	CAGR +9,6%	CAGR +6,7%	CAGR +7,2%
Thị trường lân cận	Hạt và các loại gia vị khác	Thực phẩm chế biến sẵn	Nước ngọt và nước uống dinh dưỡng	Cà phê rang xay và cà phê pha sẵn	Các sản phẩm chăm sóc gia đình khác, dầu gội, sữa tắm
8,3 tỷ USD 1,5%	 0,42 tỷ USD	 0,5 tỷ USD	 5,8 tỷ USD	 0,13 tỷ USD	 1,5 tỷ USD
Thị trường 2024-29	N/A	CAGR +9%	CAGR +7,0%	N/A	CAGR +5,5%

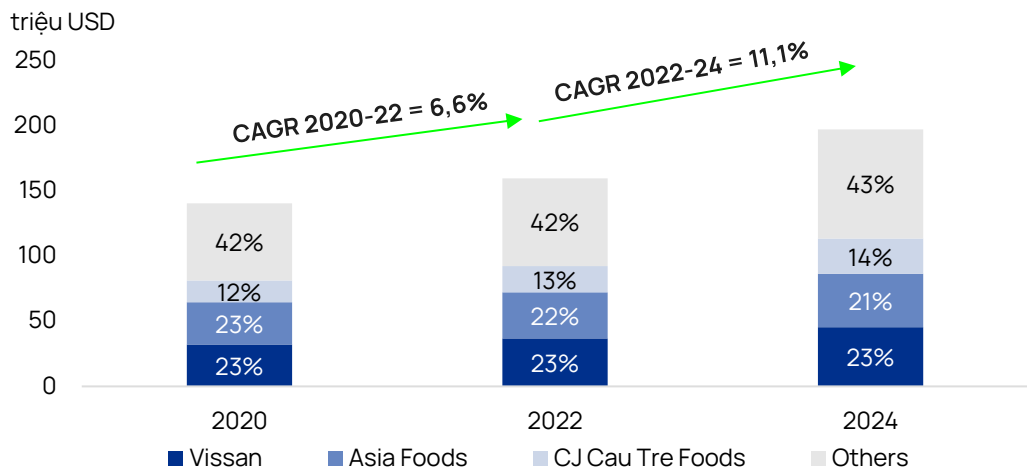
Nguồn: Frost & Sullivan, MCH, Vietcap. Lưu ý: Quy mô thị trường và thị phần dựa trên giá trị bán lẻ. (*) bao gồm đồ uống tăng lực, nước đóng chai và đồ uống ngũ cốc

Đồ uống không cồn: Chúng tôi kỳ vọng MCH sẽ tăng trưởng thông qua các thương hiệu mới và cải tiến sản phẩm trong danh mục hiện có. Trong khi MCH hiện nắm giữ 10% thị phần thị trường nước tăng lực tại Việt Nam, sự hiện diện trong các loại đồ uống không cồn khác vẫn còn trong giai đoạn sơ khởi, với nhiều chiến dịch mở rộng. Vào quý 4/2023, MCH đã gia nhập danh mục trà uống liền với sản phẩm đầu tiên (cụ thể là Tea 365), cho thấy kết quả đầy hứa hẹn, tạo ra doanh số 20 triệu USD trong năm 2024 (chiếm 10% tổng doanh số đồ uống trong năm). Đối với danh mục hiện có là nước tăng lực, MCH có kế hoạch mở rộng phạm vi tiếp cận khách hàng vượt ra ngoài nhóm lao động phổ thông truyền thống tại Việt Nam sang người tiêu dùng trẻ tuổi bằng cách giới thiệu các hương vị mới.

Thực phẩm chế biến sẵn: Euromonitor kỳ vọng thị trường Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR 2024-29 là 9%. Đây là phân khúc chưa được thâm nhập sâu trong mảng thực phẩm tiện lợi. Hầu hết các doanh nghiệp tập trung vào các sản phẩm ăn vặt đông lạnh như há cảo, chả giò, v.v. Các sản phẩm này thường được người tiêu dùng xem là ít dinh dưỡng hơn so với bữa ăn nấu tại nhà.

Thị hiếu tiêu dùng hiện đang hướng đến các bữa ăn chế biến sẵn lành mạnh, đặc biệt là các món ăn truyền thống nhưng ở phiên bản đóng gói. Omachi của MCH đang tiên phong trong các sản phẩm lẩu tự sôi và cơm tự nấu cũng như các loại mì kiểu châu Á.

Hình 5: Thị phần và tốc độ tăng trưởng của mảng thực phẩm chế biến sẵn của Việt Nam



Nguồn: Euromonitor, Vietcap

Hình 6: Các sản phẩm thực phẩm chế biến sẵn của Việt Nam trên thị trường

  Dumpling	  Dumpling	  Spring rolls
 Spring rolls	 Spring rolls	 Pork rib porridge
 Caramelized pork and eggs	 Mandu	 Self-boiling hot pot
 Pork offal stew	 Fried rice	 Self-heating rice box

Nguồn: MCH, Vietcap

hóa mỹ phẩm (Chăm sóc gia đình & cá nhân): Người tiêu dùng ngày càng quan tâm giá cả, cho phép MCH thâm nhập thông qua WCM, sau đó mở rộng sang kênh GT. Thị trường chất tẩy rửa tại Việt Nam có đặc điểm là sự nhạy cảm về giá, đặc biệt là ở nhóm người tiêu dùng thu nhập trung bình và thấp, buộc các thương hiệu phải cân bằng giữa giá cả phải chăng và chất lượng. Sự

cạnh tranh sát sao giữa các đối thủ ở nhóm dưới cho thấy cơ hội tăng trưởng để MCH thăng hạng. Công ty đã thâm nhập và giành thị phần thành công rõ rệt với Bột giặt NET thông qua mua lại và với Chante thông qua việc ra mắt tại WinCommerce. MCH cũng đa dạng hóa sang các dòng sản phẩm lân cận, áp dụng chiến lược phân phối tương tự thông qua WCM.

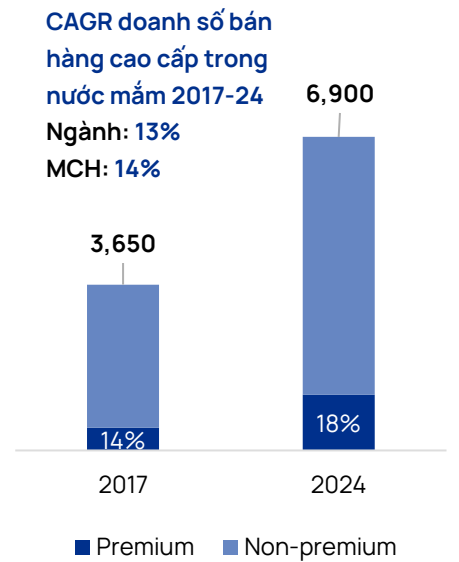
Năng lực cải tiến & cao cấp hóa sản phẩm đã được chứng minh

Hình 7: Tăng trưởng doanh số cao cấp MCH trong phân khúc mì ăn liền



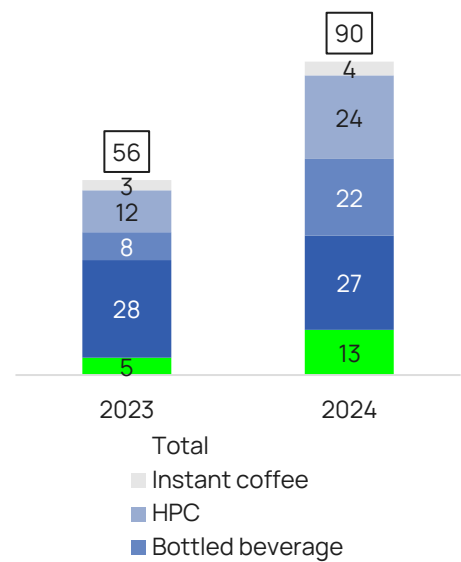
Nguồn: MCH, Vietcap

Hình 8: Tăng trưởng doanh số cao cấp MCH trong mảng nước mắm



Nguồn: MCH, Vietcap

Hình 9: Doanh thu gộp từ cải tiến của MCH (triệu USD)



Nguồn: MCH, Vietcap

Khả năng mở rộng thị trường và cải tiến mạnh mẽ

Chin-su, vốn là thương hiệu nước tương và nước mắm, đã mở rộng phạm vi sang các mảng chưa được thâm nhập sâu trong ngành hàng gia vị, cụ thể là tương ớt và hạt nêm, đạt CAGR doanh số 2022-24 là 16%, và đóng góp 37% vào doanh số gia vị của MCH trong năm 2024.

Omachi, loại mì khoai tây đầu tiên tại Việt Nam được MCH ra mắt vào năm 2007, đã duy trì CAGR doanh số 2022-24 vững chắc là 13%, vượt qua mức tăng trưởng của ngành mì ăn liền Việt Nam trong cùng kỳ (theo Euromonitor).

MCH cũng đã mở rộng nỗ lực cải tiến sang các phân khúc mới nổi như đồ uống không cồn và chăm sóc gia đình & cá nhân, đạt được những kết quả tích cực ban đầu.

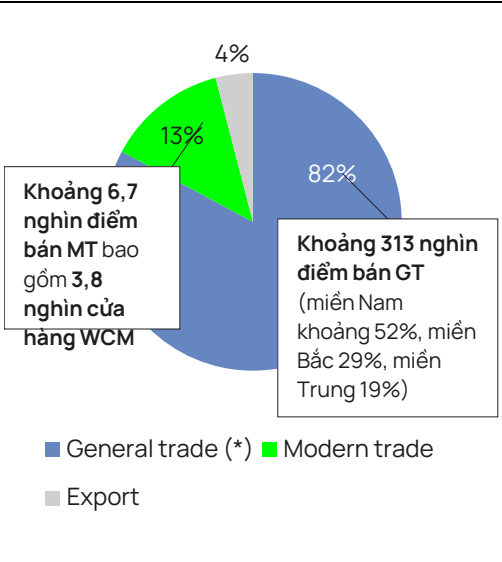
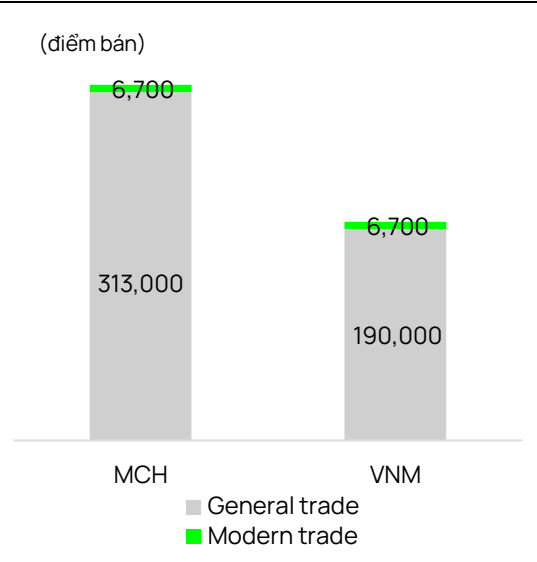
Cải tiến sản phẩm là lợi thế cạnh tranh của MCH

MCH theo đuổi tư duy cải tiến sản phẩm liên tục. Với khoản đầu tư đáng kể vào R&D, MCH đã áp dụng chu kỳ cải tiến rút ngắn từ 4 tháng (cải tiến sản phẩm hiện có) đến 12 tháng (sản phẩm mới như lẩu tự sôi). Chu kỳ này nhanh hơn so với tiến độ truyền thống của ngành.

MCH đã thành lập **Trung tâm Cải tiến Người tiêu dùng** (Consumer Innovation Center - CIC) vào năm 2023. Cơ sở này thu thập phản hồi từ một nhóm chọn lọc "consumer-in-love" (người tiêu dùng yêu thích sản phẩm), bao gồm cả những người dùng trung thành của đối thủ cạnh tranh. Giai đoạn cuối cùng của quá trình cải tiến sản phẩm bao gồm giai đoạn thử nghiệm tại các cửa hàng WCM, kéo dài từ 3 đến 6 tháng. Điều này cho phép MCH tinh chỉnh các thuộc tính chính của sản phẩm như hương vị, thương hiệu và bao bì dựa trên những thấu hiểu thực tế từ người tiêu dùng trước khi ra mắt trên toàn quốc.

Kênh truyền thống (GT): MCH đang khai phá tiềm năng thực sự của mạng lưới khổng lồ bằng cách thâm nhập sâu hơn

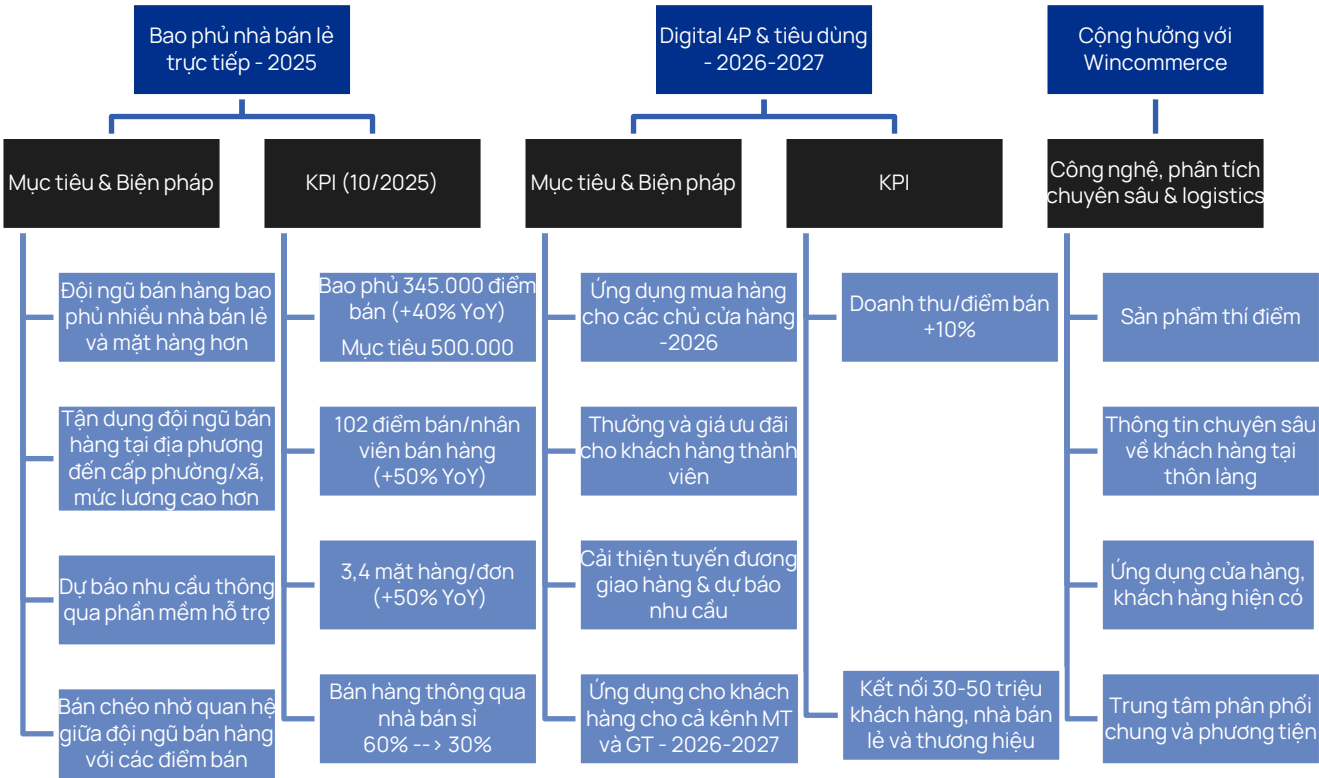
Mạng lưới GT rộng khắp của MCH là một lợi thế khó sao chép đối với các doanh nghiệp mới gia nhập ngành. Kênh thương mại truyền thống vẫn chiếm hơn 80% sản lượng bán lẻ tại Việt Nam (theo NielsenIQ). Người tiêu dùng tại các tỉnh thành cấp 2 vẫn giữ thói quen mua sắm gắn liền với các mô hình bán lẻ truyền thống. Kênh GT có mức độ phân mảnh cao, tạo ra thách thức lớn cho các doanh nghiệp FMCG mới trong việc thiết lập vị thế do tính phức tạp của công tác quản lý logistics và quan hệ với nhà bán lẻ. MCH có sự hiện diện tại khoảng 313.000 điểm bán (POS) trên cả nước, bao gồm chợ truyền thống, cửa hàng bách hóa nhỏ độc lập, kênh tiêu dùng tại chỗ và các nền tảng thương mại điện tử. Theo nghiên cứu của chúng tôi, các điểm bán này đóng góp 93% vào tổng doanh số FMCG kênh truyền thống của Việt Nam.

Hình 10: Doanh thu năm 2024 của MCH theo kênh thương mại	Hình 11: So sánh các kênh phân phối: MCH so với VNM
 Khoảng 6,7 nghìn điểm bán MT bao gồm 3,8 nghìn của hàng WCM Khoảng 313 nghìn điểm bán GT (miền Nam khoảng 52%, miền Bắc 29%, miền Trung 19%) General trade (*) Modern trade Export	 (điểm bán) 6,700 313,000 6,700 190,000 MCH VNM General trade Modern trade
Nguồn: MCH, Vietcap. Lưu ý: (*) Nền tảng tiêu dùng tại chỗ và thương mại điện tử thuộc kênh GT; số điểm bán tính đến cuối năm 2024.	Nguồn: MCH, VNM, Vietcap. Lưu ý: số điểm bán tính đến cuối năm 2024.

Mục tiêu cuối cùng của việc bao phủ trực tiếp nhà bán lẻ, Digital 4P và hợp tác với WCM là bán được nhiều sản phẩm hơn. Bằng cách tiếp cận người tiêu dùng và nhà bán lẻ trực tiếp hơn, MCH không chỉ giành được quyền tiếp cận thị trường từ các đối thủ cạnh tranh mà còn thu thập được nhiều sự thấu hiểu hơn để phục vụ họ. Từ đó, công ty có thể bán các sản phẩm hóa mỹ phẩm, đồ uống và ra mắt các sản phẩm cải tiến nhanh hơn, đặc biệt là trong mảng gia vị và thực phẩm tiện lợi. Theo MCH, sự tăng trưởng quy mô như vậy là bất khả thi với mô hình phân phối cũ. Bên cạnh tăng trưởng doanh thu, chúng tôi dự báo sẽ có sự tiết kiệm chi phí rỗng và tối ưu hóa số ngày tồn kho từ các kế hoạch này trong trung và dài hạn.

So với các đối thủ cạnh tranh, các yếu tố khác biệt cho phép MCH triển khai kế hoạch này là (1) chuyên môn về bán lẻ và logistics từ WCM và MCH, (2) WCM là nơi thử nghiệm cho các sản phẩm mới và (3) vị thế thương hiệu FMCG hàng đầu của MCH.

Hình 12: Cải tiến công nghệ và mạng lưới phân phối để giành quyền tiếp cận thị trường và tăng doanh thu



Nguồn: MCH, Vietcap

Lý do đằng sau chiến lược bao phủ trực tiếp của MCH. MCH đã thực hiện 6 Giai đoạn từ tháng 9/2024 đến tháng 9/2025, bao phủ tất cả 34 tỉnh thành. Khi nhân viên bán hàng bán các ngành hàng thể mạnh như gia vị và thực phẩm tiện lợi cho các chủ cửa hàng, họ có thể bán chéo đồ uống và hóa mỹ phẩm. Trước đây, các ngành hàng thứ yếu này được phụ trách bởi các nhân viên bán hàng riêng biệt. Việc bán chéo gặp khó khăn do mối quan hệ yếu hơn của nhân viên bán hàng với các chủ điểm bán kênh GT và việc MCH bị phụ thuộc vào các đại lý bán sỉ.

Mặc dù sự đóng góp từ các đại lý bán sỉ giảm, tất cả khoảng 180 nhà phân phối vẫn được giữ nguyên và ghi nhận được nhiều dữ liệu chuyên sâu ở cấp độ nhà bán lẻ, do đó họ hỗ trợ kế hoạch của MCH.

MCH cho rằng tổng chi phí từ nhà máy đến người tiêu dùng sẽ không giảm - mức chiết khấu thấp hơn cho các đại lý bán sỉ được bù đắp bởi chi phí cao hơn cho nhân viên bán hàng nội bộ và công nghệ hỗ trợ.

Bao phủ trực tiếp cũng là bước đầu tiên để triển khai Digital 4P vì MCH cần tiếp cận trực tiếp các điểm bán, sau đó giúp các điểm bán hiện đại hóa trước khi tạo ra bản sao kỹ thuật số cho danh mục sản phẩm MCH của các điểm bán để có thể sử dụng trong ứng dụng nhập hàng của cửa hàng.

Digital 4P sẽ giúp tiếp cận sâu hơn đến các nhà bán lẻ và người tiêu dùng. Sau khi triển khai phần mềm hỗ trợ cho đội ngũ bán hàng, MCH có kế hoạch giới thiệu các ứng dụng cho chủ cửa hàng và cuối cùng là người tiêu dùng. Các ứng dụng cho chủ cửa hàng có thể tái lập thành công của WinCommerce, đơn vị đã triển khai danh mục sản phẩm linh hoạt và công cụ tự động bổ sung hàng, giúp tiết kiệm nhiều giờ làm việc mỗi ngày cho cửa hàng trưởng. Tương tự, ứng dụng WinMember dành cho người tiêu dùng của WinCommerce có thể cộng hưởng giúp cho tham vọng của MCH tạo ứng dụng cho người tiêu dùng kênh GT.

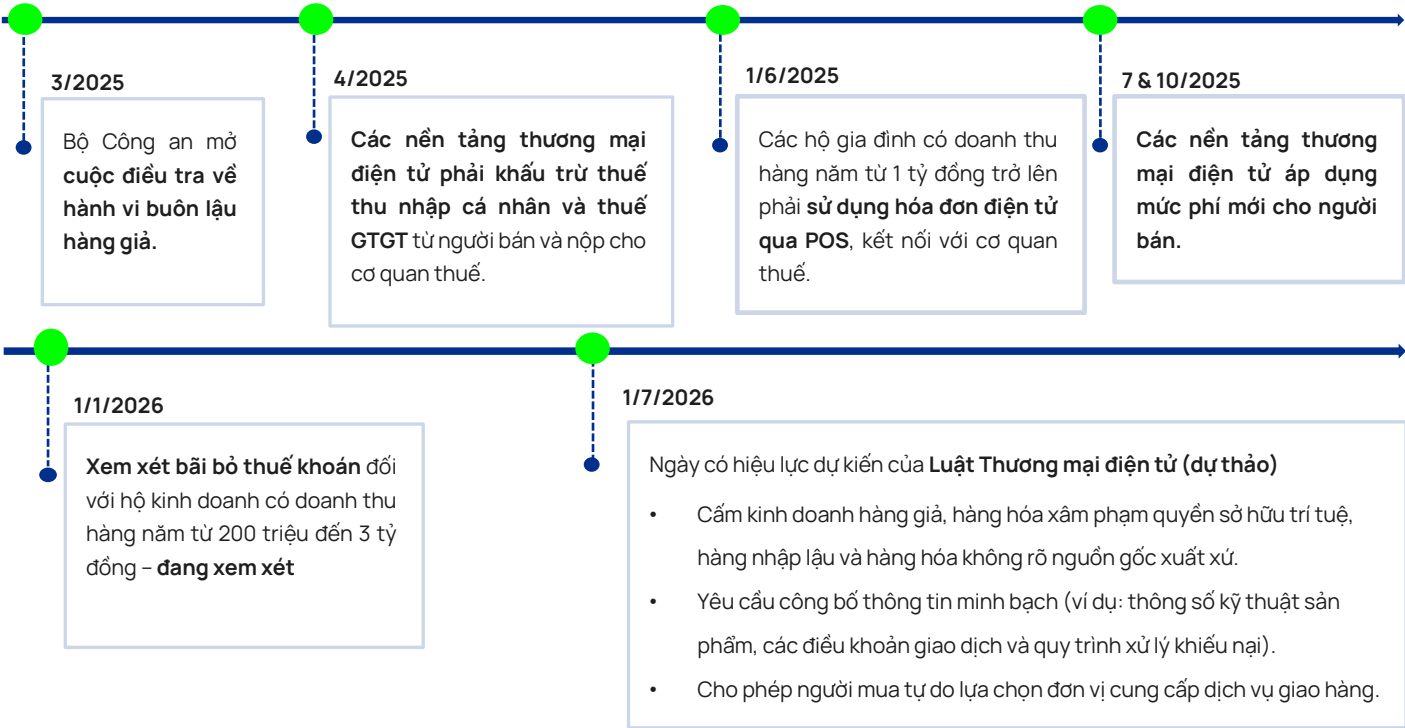
Một bài học thành công tại Ấn Độ là Hindustan Unilever Limited, công ty đã triển khai ứng dụng eB2B Shikhar, ứng dụng này đã tăng trưởng lên mức chiếm 25% doanh thu của tên tuổi FMCG này trong vòng 4 năm, tạo ra một lợi thế cạnh tranh mạnh về phân phối (xem Phụ lục 2).

Kênh hiện đại (MT): Wincommerce là lợi thế trong bối cảnh chuyển dịch sang mô hình siêu thị mini (minimart) tại Việt Nam

MCH cũng có sự hiện diện mạnh mẽ tại kênh thương mại hiện đại (MT) với khoảng 6.700 điểm bán MT, bao gồm các siêu thị và chuỗi bán lẻ. Động lực lớn thúc đẩy sự mở rộng kênh MT của MCH là WCM, mảng bán lẻ bách hóa hiện đại của MSN, vận hành khoảng 4.300 cửa hàng tính đến tháng 10/2025. WCM đóng vai trò là nơi thử nghiệm chiến lược cho MCH, cho phép công ty kiểm tra mức độ đón nhận sản phẩm mới trước khi triển khai trên quy mô lớn. Điều này giúp giảm thiểu chi phí marketing và rút ngắn thời gian đưa sản phẩm ra thị trường, đồng thời cung cấp những hiểu biết sâu & trực tiếp về người tiêu dùng để thúc đẩy cải tiến sản phẩm. Ngoài ra, sự hiện diện mạnh mẽ của WCM tại miền Bắc hỗ trợ cho mạng lưới phân phối tập trung nhiều vào kênh GT của MCH tại miền Nam, tạo ra độ bao phủ cân bằng hơn trên toàn quốc và mở rộng sự hiện diện của MCH khắp Việt Nam.

Chính phủ đang thực hiện chính thức hóa nền kinh tế phi chính thức, qua đó thúc đẩy tốc độ thâm nhập của kênh MT. Các quy định này tạo ra sân chơi bình đẳng cho kênh MT của hàng vật lý so với kênh GT và thương mại điện tử. Nhiều hộ kinh doanh tại Việt Nam đã kê khai thấp doanh thu với cơ quan chức năng để được hưởng thuế khoán.

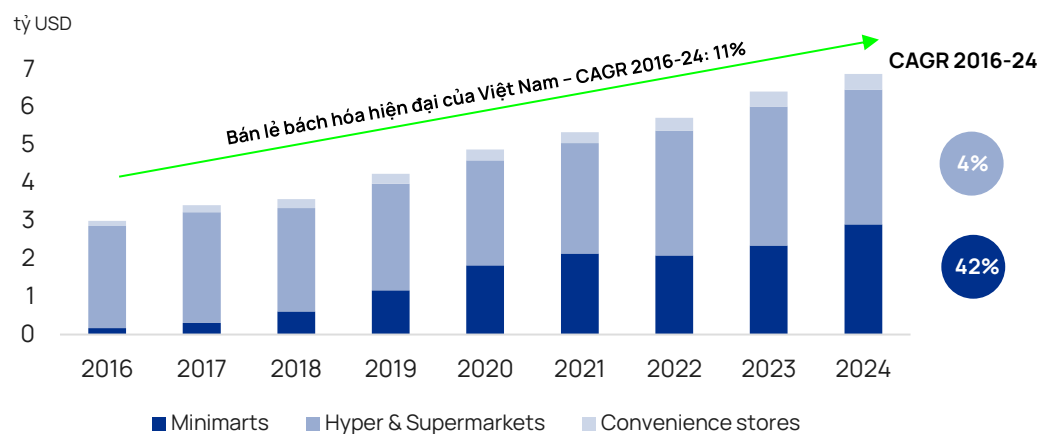
Hình 13: Các biện pháp chính để chính thức hóa nền kinh tế phi chính thức (2025-2026)



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng doanh số bách hóa tại các minimart sẽ tăng gấp 2-3 lần trong 5 năm tới. Sự mở rộng nhanh chóng của kênh thương mại hiện đại được thúc đẩy bởi các minimart nhờ sự tiện lợi vượt trội. Tuy nhiên, tỷ lệ thâm nhập của kênh bán lẻ bách hóa hiện đại tại Việt Nam năm 2024 mới chỉ đạt 13% so với mức 27% của khu vực (Euromonitor). Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ đạt 18%-22% vào năm 2030. Tỷ lệ đô thị hóa được dự báo sẽ tăng từ 40% lên 45% trong giai đoạn 2024-30 theo Fitch Solutions. WinCommerce và Bách Hóa Xanh, hai chuỗi minimart dẫn đầu, đã đặt mục tiêu giai đoạn 2025-2030 sẽ tăng gấp đôi và gấp 3 số lượng cửa hàng tương ứng của họ, bắt đầu tăng tốc vào năm 2025. WCM có kế hoạch mở 1.000-1.500 cửa hàng mới trong năm 2026 và đạt mốc 10.000 cửa hàng vào năm 2030. Biên lợi nhuận ròng của chuỗi đạt 1,5% ngay cả khi mới mức kỷ lục 400 cửa hàng trong 9T 2025. Tăng trưởng cửa hàng hiện hữu (LFL) đã tăng mạnh lên mức 12%-15% trong tháng 9 và tháng 10/2025.

Hình 14: Giá trị thị trường của các hình thức bán lẻ bách hóa hiện đại tại Việt Nam



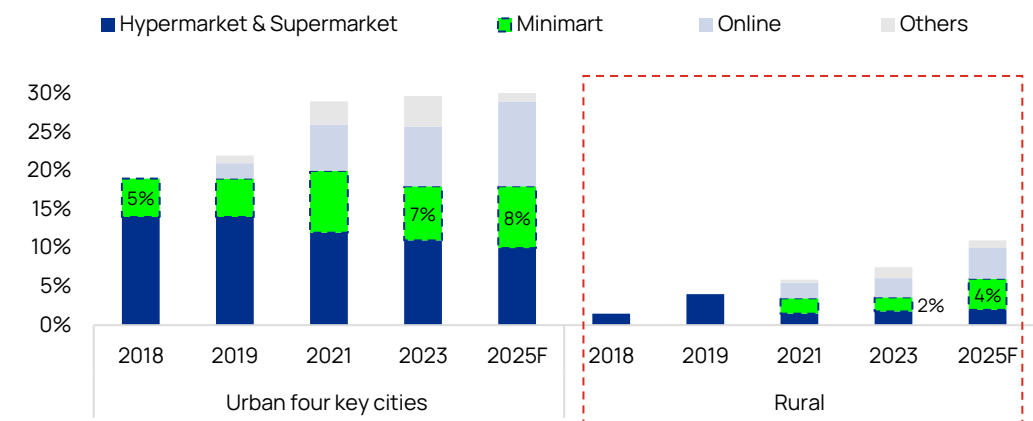
Nguồn: Euromonitor, Vietcap

Hình 15: Cơ cấu doanh số bán bách hóa theo kênh tại một số quốc gia



Nguồn: Euromonitor, Vietcap. Ghi chú: CN: Trung Quốc, IN: Ấn Độ, TH: Thái Lan, ID: Indonesia, PH: Philippines, VN: Việt Nam

Hình 16: Tỷ trọng giá trị kênh bán lẻ FMCG tại Việt Nam (không bao gồm thực phẩm tươi sống)



Nguồn: Kantar Worldpanel, Vietcap

Việc chuyển sang sàn HOSE sẽ thu hút dòng vốn đáng kể

Tính đến ngày 12/11/2025, MCH là công ty lớn thứ 8 về vốn hóa thị trường tính trên tổng cả 3 sàn UPCOM, HOSE và HNX.

MCH hiện đáp ứng hầu hết các tiêu chí cần thiết để được đưa vào các chỉ số chính (xem bên dưới). Công ty chỉ chưa đạt tiêu chí về thanh khoản, điều mà chúng tôi tin rằng sẽ được cải thiện khi MCH chuyển sang sàn HOSE. Trong giai đoạn 2020-2024, tổng giá trị giao dịch trung bình ngày (GTGDTB) trong 30 ngày của các cổ phiếu có vốn hóa lớn hơn 350 triệu USD đã tăng 200% trong vòng 6 tháng sau khi chuyển từ UPCOM sang HOSE.

Khả năng được đưa vào các chỉ số dự kiến sẽ diễn ra vào tháng 6-9/2026.

Bên cạnh đó, vì MCH sẽ trở thành một cổ phiếu thành phần quan trọng của VN-Index sau khi chuyển sang sàn HOSE, cổ phiếu này có thể thu hút dòng vốn tiềm năng từ các quỹ chủ động vốn theo dõi hiệu suất đầu tư so với VN-Index.

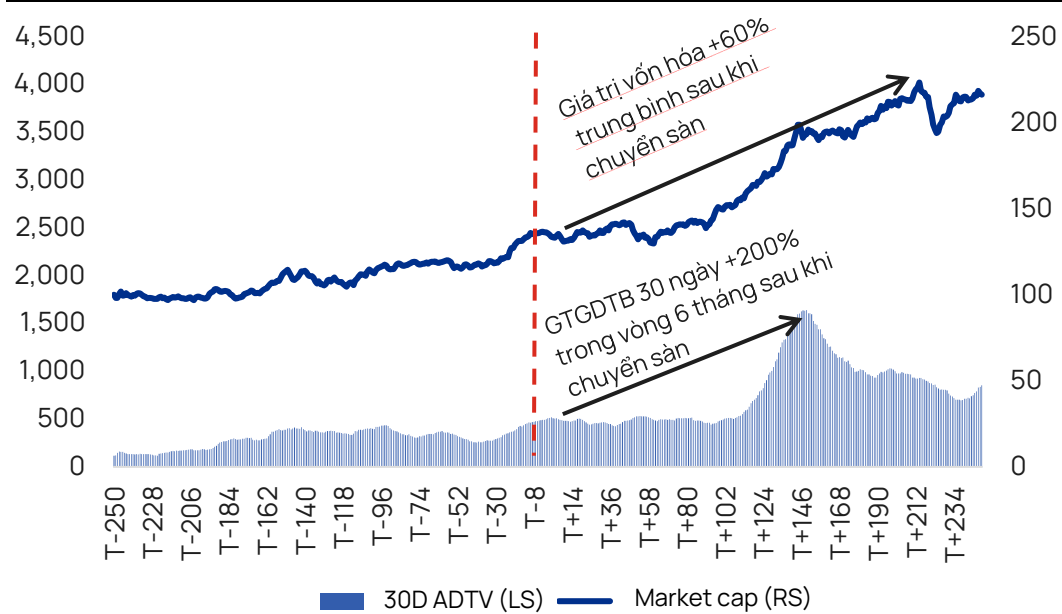
Ngoài ra, sau 6 tháng niêm yết trên HOSE, MCH có thể đủ điều kiện giao dịch ký quỹ, qua đó thu hút vốn từ các nhà đầu tư tham gia giao dịch ký quỹ.

Hình 17: Các tiêu chí chính cần đưa vào chỉ số chính

Tiêu chí	VN30	MVIS MarketVector Vietnam Local Index (VanEck)	STOXX Vietnam Total Market Liquid Index (Xtrackers)	FTSE Vietnam 30 Index (Fubon)	FTSE EM
Giá trị vốn hóa	Đạt	Đạt	Đạt	Đạt	Đạt
Giá trị vốn hóa điều chỉnh theo tỷ lệ tự do chuyển nhượng	Không yêu cầu	Đạt	Đạt	Không yêu cầu	Không yêu cầu
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng	Đạt	Đạt	Không yêu cầu	Đạt	Đạt
Room khối ngoại	Không yêu cầu	Đạt	Đạt	Đạt	Đạt
Thanh khoản	Không đạt	Đạt	Không đạt	Không yêu cầu	Không yêu cầu
Tỷ suất quay vòng	Đạt	Không yêu cầu	Đạt	Đạt	Đạt

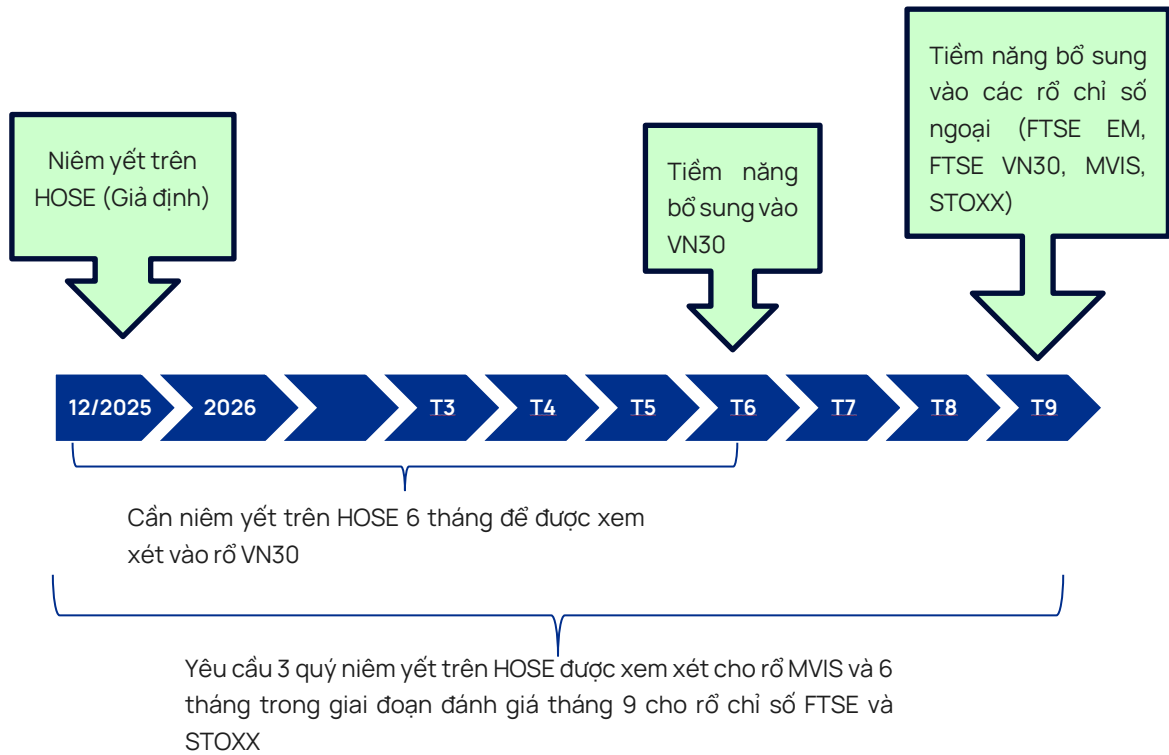
Nguồn: HSX, MVIS, FTSE Russell, STOXX, Vietcap

Hình 18: Giá trị vốn hóa ước tính và GTGDTB của các cổ phiếu chuyển từ UPCOM sang HOSE trong giai đoạn 2020-2024 (triệu USD)



Nguồn: Vietcap, Dữ liệu tính toán lũy kế dựa trên các cổ phiếu chuyển từ Upcom sang HSX trong 5 năm gần nhất với vốn hóa trên 350 triệu USD, bao gồm: TAL, BSR, GEE, VTP, NAB, SIP, PGV, VIB, LPB, BCM, GVR)

Hình 19: Lịch trình bổ sung vào các chỉ số



Nguồn: Vietcap

Định giá: Hợp lý với tăng trưởng vượt trội

Chúng tôi định giá MCH sử dụng phương pháp kết hợp 50:50 giữa mô hình Chiết khấu dòng tiền (CKDT) 10 năm và P/E mục tiêu. Mô hình CKDT của chúng tôi bao gồm 2 giai đoạn: giai đoạn một bao phủ từ 2025-30 và giai đoạn hai kéo dài từ 2031-35, nhằm phản ánh tiềm năng của công ty như một đại diện chủ chốt cho tăng trưởng tiêu dùng dài hạn của Việt Nam. Giá mục tiêu của chúng tôi là 220.800 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn định giá một năm đến cuối năm 2026, tương ứng mức P/E dự phóng các năm 2025/26/27 lần lượt là 36 lần/31 lần/27 lần.

Hình 20: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	LNST sau lợi ích CĐTTS 2026	Giá trị VCSH	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)
CKDT (50%)		240.121	225.208
P/E: 30 lần (50%)	7.687	230.620	216.296
Giá mục tiêu			220.800
P/E dự phóng các năm 2025/2026/2027 P/E tại giá mục tiêu			36x/31x/27x

Nguồn: Vietcap

Hình 21: Các công ty cùng ngành tại Châu Á (5 năm qua, ngoại trừ GTVH và P/E hiện tại)

Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	CAGR doanh thu	CAGR LNST	Biên LN gộp	Biên LN HKKD	Biên LN ròng	ROE	ROIC	Nợ vay ròng/ VCSH	P/E	P/E trượt 12T hiện tại
Uni-President China	Trung Quốc	4.740	6,6	6,2	32	7,3	5,9	11,6	9,8	-25,1	18	15,5
Nongfu Spring	Trung Quốc	78.497	12,3	19,6	58,7	32,4	25,9	41	33,5	-51,0	56,2	41,3
Trung vị CT cùng ngành Đông Á		41.619	9,5	12,9	45,4	19,9	15,9	26,3	21,7	-38,0	37,1	28,4
Carabao Group	Thái Lan	1.251	7	2,5	31,8	17,8	14,5	25,8	17,5	36,7	37,4	13,1
Mayora Indah	Indonesia	2.811	7,6	8,5	25,3	10,1	7,5	17,8	12,8	13,4	27	16,5
Nestle Malaysia	Malaysia	6.438	2,4	-9,2	32,7	12,9	9,1	92,5	39,7	141,1	53	62,1
Unilever Indonesia	Indonesia	5.732	-3,9	-14,5	49,1	17,5	13,3	129,1	84,1	38,3	29,8	26
San Miguel F&B	Philippines	5.203	5,2	7,1	27,8	13,3	5,9	20,8	14	31,0	17,8	10,8
Osotspa	Thái Lan	1.457	1,1	-12,9	34,5	9,7	9,6	13,9	10	-0,6	34,3	13,3
Trung vị CT cùng ngành Đông Nam Á		2.811	5,2	2,5	31,8	12,9	9,1	20,8	14,0	31,0	29,8	16,5
Britannia Industries	Ấn Độ	15.749	8,9	9,2	N/A	16,5	13,1	56,6	32,2	18,6	50,4	60,3
Dabur India	Ấn Độ	10.473	7,9	4,1	N/A	16,8	15,5	20,4	15,1	-9,6	53,7	52,7
Hindustan Unilever	Ấn Độ	63.996	9,7	9,6	N/A	22,2	17,1	21,7	18,4	-15,7	57,3	52,4
Tata Consumer Products	Ấn Độ	12.897	12,8	22,7	N/A	11,4	7,7	6,8	5,6	-6,5	73,3	84
Nestle India	Ấn Độ	27.479	N/A	N/A	N/A	20,9	N/A	N/A	105	-38,3	N/A	76,4
Godrej Consumer Products	Ấn Độ	13.204	7,8	4,4	N/A	18,7	10,4	12,2	1,2	1,0	51,6*	64,4
Trung vị CT cùng ngành Ấn Độ		14.477	8,9	9,2	N/A	17,8	13,1	20,4	16,8	-8,1	53,7	62,4
Sữa Việt Nam	Việt Nam	4.981	1,9	-2,4	42,3	17,8	16	27,9	21	-41,2	19,3	16,9
Bia - Rượu - NGK Sài Gòn	Việt Nam	2.293	-3,4	-3	29,8	14,6	14,6	19,7	14,2	-85,5	22,5	14,3
Trung vị CT cùng ngành Việt Nam		3.637	-0,8	-2,7	36,1	16,2	15,3	23,8	17,6	-63,3	20,9	15,6
Trung vị CT cùng ngành không bao gồm Ấn Độ		4.740	5,2	2,5	32,0	13,3	9,6	20,8	14,2	13,4	27,0	16,5
Trung vị CT cùng ngành		5.732	7,3	5,3	32,0	16,5	11,8	20,6	15,1	-0,6	35,9	26,0
MCH	Việt Nam	8.563	10,8	14,1	43,8	22,4	21,9	34,4	20,3	6,6	14,4	32,2

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 11/11/2025); CAGR 2019-2024; trung bình 2020-2024
*không bao gồm tháng 3/2023-tháng 3/2024 do lỗ ròng đáng kể trong quý 1/2023.

Theo quan điểm của chúng tôi, các công ty FMCG tại Việt Nam có giai đoạn tăng trưởng khác, do đó chưa phản ánh đủ định giá sự tăng trưởng của MCH. VNM và SAB có quy mô tương đương nhưng ghi nhận CAGR LNST sau lợi ích CBTS là -2%/-3% trong giai đoạn 2020-2024, so với mức 14,6% của MCH. Ngay cả trong giai đoạn định giá P/E đạt đỉnh 2017-2019 (VNM ở mức 20 lần-30 lần, SAB ở mức 30 lần-40 lần), hai doanh nghiệp đầu ngành trong nước này chỉ ghi nhận CAGR doanh thu và LNST sau lợi ích CBTS ở mức một chữ số.

So với nhóm các công ty cùng ngành trong khu vực, MCH không chỉ thể hiện sự tăng trưởng mà còn có biên lợi nhuận vượt trội và đòn bẩy thấp, cho thấy rủi ro thấp hơn. Trong giai đoạn 2020-24, mức trung vị của nhóm công ty cùng ngành ghi nhận CAGR LNST là 4.4%, biên lợi nhuận ròng trung bình là 13%, biên lợi nhuận từ HĐKD là 17%, ROE là 21% và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu là 1%. Các công ty này đã giao dịch ở mức P/E trượt trung bình 5 năm là 25 lần trong cùng kỳ. Đối với MCH, trong giai đoạn 2026-28, chúng tôi dự phóng CAGR doanh thu đạt 12% và CAGR LNST sau lợi ích CBTS đạt 15%. Về biên lợi nhuận, chúng tôi kỳ vọng sự cải thiện nhẹ so với lịch sử lên biên lợi nhuận từ HĐKD là 25% và biên lợi nhuận ròng khoảng 24%. Chúng tôi cũng kỳ vọng MCH sẽ duy trì ROE trên 40% mặc dù vị thế tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu trên 30%. Mức ROE dự phóng cao hơn so với lịch sử phản ánh khoản cổ tức tiền mặt khổng lồ mà MCH đã chi trả trong năm 2024.

Định giá của MCH vẫn ở mức chiết khấu so với các công ty cùng ngành Ấn Độ trong bối cảnh có những điểm tương đồng về tiềm năng tăng trưởng của thị trường FMCG ở 2 quốc gia. Ấn Độ và Việt Nam là 2 quốc gia nổi bật tại Châu Á về tiềm năng của thị trường FMCG, nhờ sự hội tụ hiếm có của: (1) Tăng trưởng GDP mạnh mẽ (7%-8% năm 2024 so với 2,5%-5,6% tại Thái Lan, Indonesia, Philippines và Malaysia); (2) Tăng trưởng thu nhập khả dụng bình quân đầu người dẫn đầu Châu Á (6% so với 3%-4%); và (3) Dự địa tăng trưởng đáng kể do tỷ lệ đô thị hóa vẫn ở mức nền thấp (khoảng 40% so với 53%-78%).

Hình 22: Định giá dòng tiền thuần VCSH (FCFF)

FCFF	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD	6.869	8.055	9.274	10.699	12.326	14.242
Trừ: Thuế	-827	-969	-1.116	-1.288	-1.484	-1.714
Cộng: Khấu hao	700	732	767	805	846	890
Trừ: Vốn đầu tư XDCB ròng	-548	-598	-648	-698	-748	-798
(tăng) / giảm vốn lưu động thuần (NWC)	-84	461	377	453	531	625
Dự báo dòng tiền tự do (DTTD)	6.111	7.680	8.653	9.971	11.471	13.244
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		7.001	7.191	7.553	7.921	8.337
Lũy kế GTHT của FCFE		7.001	14.192	21.744	29.665	38.001
GTHT của giá trị cuối (10% tăng trưởng trung hạn cho giai đoạn 2031-35 và 4% trong thời gian tiếp theo)						196.225

Chi phí VCSH	
Beta	0,7
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0
Chi phí VCSH %	11,6
Chi phí nợ vay %	5,0
Thuế TNDN năm cuối %	20,0
Nợ vay/vốn %	25,0
WACC	9,7%

Định giá FCFE (10 năm)	Tỷ đồng
GTHT của DTTD giai đoạn 2025-30	38.001
GTHT của DTTD 2031-35 (TT=10%)	42.026
GTHT của giá trị cuối (TT = 4.0%)	152.107
GTHT của DTTD và giá trị cuối	232.135
+ tiền mặt ròng	-724,2
- lợi ích CBTS	8.711
Giá trị VCSH	240.121
SL cổ phiếu năm 2026 (triệu)	1.066,2
Giá trị trên cổ phiếu (đồng)	225.208

Nguồn: Vietcap; số lượng cổ phiếu cuối năm 2026

Chúng tôi giả định tỷ lệ tăng trưởng dự báo DTTD giữa kỳ là 10% trong giai đoạn 2030-2035 và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 4%. Tỷ lệ 10% giai đoạn giữa tương ứng với tốc độ tăng trưởng doanh thu ở mức khoảng 5% do nhu cầu tái đầu tư ở mức vừa phải, vốn là đặc thù của các doanh

ngiệp FMCG. Tỷ lệ này phù hợp với mức tăng trưởng tiêu thụ FMCG. Chúng tôi tin rằng mức tăng trưởng như vậy có thể được duy trì khi MCH giữ vững vị thế trước sự cạnh tranh nhờ sự cộng hưởng từ WinCommerce. Quyền lực thương lượng của các nhà bán lẻ kênh MT gia tăng cùng với độ thâm nhập của thương mại hiện đại.

MCH đã đưa ra kế hoạch cổ tức cao và đang cải thiện hiệu quả vốn lưu động. Chúng tôi giả định tỷ lệ chi trả cổ tức là 100% trong giai đoạn 2025-2030. Công ty mẹ, MSN, có tỷ lệ nợ ròng/EBITDA khoảng 3 lần trong năm 2024 và MCH là cổ máy tạo tiền cho MSN. Vòng quay tiền mặt của MCH trung bình chỉ 20 ngày trong giai đoạn 2023-2025. Chúng tôi kỳ vọng chỉ số này sẽ cải thiện xuống còn 10 ngày vào năm 2030 nhờ vào chiến lược Retail Supreme. MCH chỉ chi 17% dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) cho vốn đầu tư XDCB trong giai đoạn 2014-2024.

Hình 23: Phân tích độ nhạy của giá trị trên mỗi cổ phiếu theo định giá CKDT của chúng tôi liên quan đến WACC và tốc độ tăng trưởng cuối cùng, các yếu tố khác không đổi

		WACC				
Tốc độ TT cuối %		8,7%	9,2%	9,7%	11,2%	12,7%
	3,0%	234.483	217.419	202.748	168.800	144.635
	3,5%	249.492	229.779	213.072	175.233	148.949
	4,0%	267.695	244.514	225.208	182.560	153.759
	4,5%	290.231	262.386	239.677	190.980	159.156
	5,0%	318.858	284.512	257.225	200.758	165.253

Nguồn: Vietcap

Chúng tôi đưa ra khoảng định giá từ 295.400 đồng đến 328.220 đồng/cổ phiếu vào năm 2029 cho MCH, tương ứng tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) từ 8%-11% dựa trên thị giá hiện tại là 216.100 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi tin rằng với vị thế là một công ty hàng tiêu dùng sở hữu các động lực tăng trưởng rõ ràng và hiếm có tại Việt Nam, như đã phân tích ở trên, MCH xứng đáng với tiềm năng định giá cao hơn trong tầm nhìn 3 năm tới. Điều này dựa trên giả định rằng công ty có thể duy trì đà tăng trưởng bền vững khi nền kinh tế Việt Nam bước vào một kỷ nguyên tăng trưởng mới. Theo đó, chúng tôi đã thực hiện phân tích kịch bản với giả định P/E mục tiêu là 27 lần (tương đương với P/E trung vị của các công ty hàng tiêu dùng hàng đầu châu Á ngoài Ấn Độ) hoặc 30 lần (phản ánh mức định giá cao hơn cho các chỉ số tài chính vượt trội của MCH).

Hình 24: Các kịch bản bội số đầu ra

So sánh với	Châu Á trừ Ấn Độ	Kịch bản tích cực
LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng năm 2029 của MCH (tỷ đồng)	11.870	11.870
EPS dự phóng năm 2029 của MCH (đồng)	10.941	10.941
Bội số P/E đầu ra (x)	27	30
Giá trị cuối đầu ra/cổ phiếu (đồng)	295.398	328.220
GTHT của giá trị cuối đầu ra/cổ phiếu (đồng)	203.235	225.817
FCFF 2025-2029	29.665	29.665
Giá trị VCSH mục tiêu/cổ phiếu (đồng)	242.092	264.674
IRR giai đoạn 2025-2029	8,3%	11,2%
Lợi suất cổ tức	3,6%	3,6%
Tổng lợi suất (IRR và cổ tức)	11,9%	14,8%

Nguồn: Vietcap

Rủi ro đầu tư

Việc bao phủ trực tiếp các nhà bán lẻ có thể đối mặt với sự gián đoạn. Các đại lý bán sỉ và nhà phân phối có thể cắt giảm hàng tồn kho, dù có hoặc không có kế hoạch của MCH trong ngắn hạn, để thích nghi với hoạt động tái cơ cấu này, gây ảnh hưởng tiêu cực ngắn hạn đến doanh thu của MCH. Trong dài hạn, các đại lý bán sỉ - nhóm đối tượng chịu ảnh hưởng nhiều nhất bởi mô hình này - có thể quyết định hỗ trợ mạnh mẽ hơn cho các đối thủ cạnh tranh của MCH.

Cạnh tranh gia tăng có thể gây áp lực lên thị phần: Ngành FMCG với mức độ cạnh tranh cao tại Việt Nam, với sự tham gia của cả các doanh nghiệp trong nước và đa quốc gia liên tục cải tiến và mở rộng, có thể thách thức thị phần và quyền định giá của MCH, đặc biệt là trong các phân khúc chủ chốt như mì ăn liền, cà phê và gia vị. Để giảm thiểu rủi ro này trong tương lai, MCH đã và đang liên tục cải tiến sản phẩm và đa dạng hóa danh mục đầu tư.

Biến động giá hàng hóa có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận: Những biến động trong giá nguyên liệu thô — chẳng hạn như lúa mì, hạt cà phê và vật liệu đóng gói — có thể tác động đến chi phí sản xuất và khả năng sinh lời. Để giảm thiểu các rủi ro này, MCH tận dụng quy mô của công ty, đa dạng hóa mạng lưới nhà cung cấp và đảm bảo các nguồn nguyên liệu thô ổn định, chất lượng cao. Ngoài ra, danh mục sản phẩm đa dạng của MCH cho phép cân đối biên lợi nhuận một cách chiến lược giữa các ngành hàng, giúp giảm bớt tác động của biến động giá cả.

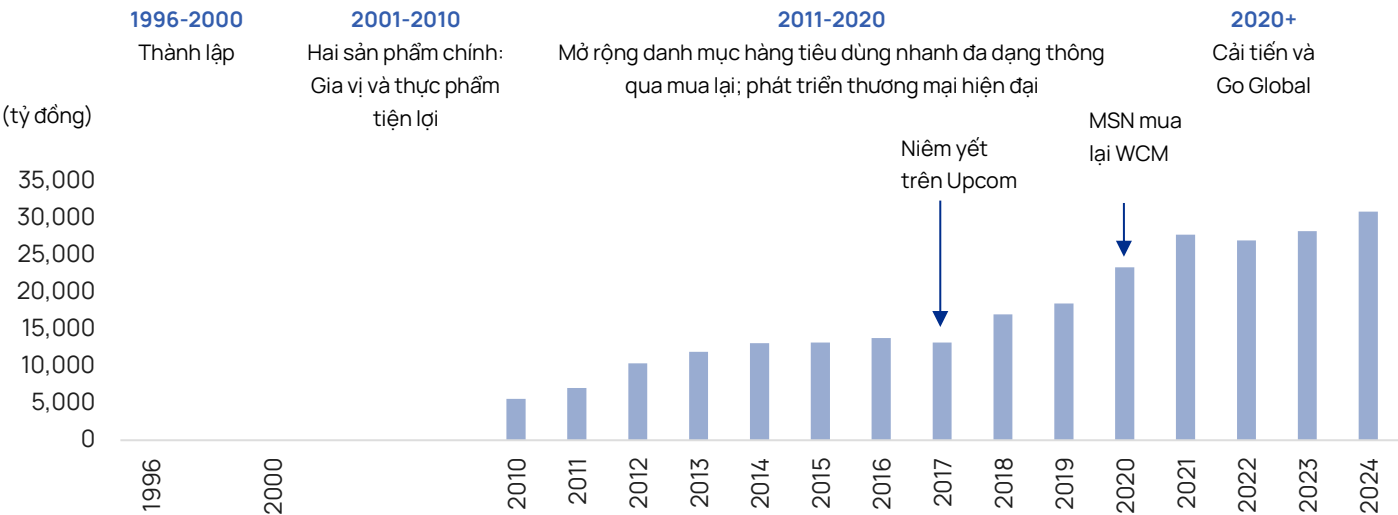
Rủi ro thực thi trong tích hợp M&A và cải tiến sản phẩm: Các hoạt động M&A chiến lược và cải tiến sản phẩm của MCH là một trong những động lực chính giúp công ty đạt hiệu quả vượt trội trong ngành FMCG. Tuy nhiên, việc tích hợp các công ty được mua lại mang đến những thách thức tiềm ẩn trong việc đồng nhất văn hóa doanh nghiệp, tinh gọn bộ máy vận hành và duy trì giá trị thương hiệu, trong khi việc ra mắt sản phẩm mới tiềm ẩn rủi ro về mức độ đón nhận thấp từ người tiêu dùng, điều này có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng. Một ví dụ điển hình về năng lực tích hợp sau thu mua của MCH là trường hợp Vinacafé Biên Hòa, nơi MCH đã nhanh chóng ra mắt dòng sản phẩm Wake-up Sài Gòn Café chỉ trong vòng một năm sau thương vụ M&A và mở rộng sang phân khúc nước tăng lực với Wake-up 247. Đối với sản phẩm mới, chúng tôi tin rằng Trung tâm Cải tiến Người tiêu dùng và việc thử nghiệm tại các cửa hàng WCM đóng vai trò quan trọng trong việc tinh chỉnh sản phẩm và tối ưu hóa chiến lược đưa sản phẩm ra thị trường trước khi mở rộng quy mô toàn diện.

Tổng quan Công ty: Nhà sản xuất FMCG hàng đầu trong nước tại việt nam

MCH là nhà sản xuất hàng đầu trong lĩnh vực hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) tại Việt Nam, được ghi nhận với danh mục sản phẩm đa dạng, với ít nhất một sản phẩm hiện diện trong khoảng 98% hộ gia đình Việt Nam (theo Kantar Worldpanel). Được thành lập vào năm 1996, MCH ban đầu tập trung vào các sản phẩm thiết yếu cho nhà bếp sử dụng hàng ngày, bao gồm hai ngành hàng cốt lõi: gia vị (ví dụ: nước mắm CHIN-SU và Nam Ngư) và thực phẩm tiện lợi (ví dụ: thương hiệu mì ăn liền Omachi). Kể từ năm 2011, MCH đã mở rộng các ngành hàng sang cả phê hòa tan, đồ uống đóng chai và chăm sóc gia đình & cá nhân thông qua việc thu mua các thương hiệu nổi tiếng.

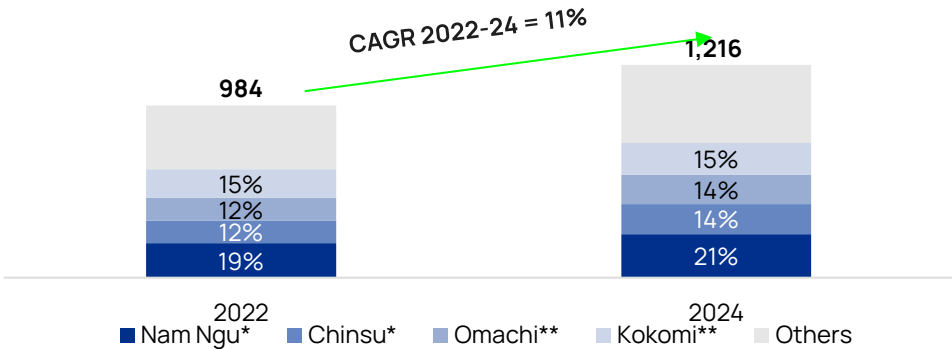
Doanh thu của MCH đã vượt mức 30 nghìn tỷ đồng trong năm 2024. MCH sở hữu 5 "Thương hiệu mạnh", mỗi thương hiệu mang lại doanh thu hàng năm trên 100 triệu USD – bao gồm Nam Ngư, CHIN-SU, Omachi, Kokomi và Wake-up 247 – tổng cộng chiếm 74% doanh thu năm 2024.

Hình 25: Doanh thu hàng năm và các chiến lược chính của MCH kể từ khi thành lập



Nguồn: MCH, Vietcap

Hình 26: Doanh thu của MCH theo thương hiệu (triệu USD)



MCH được niêm yết trên sàn giao dịch UPCoM vào năm 2017. Tính đến tháng 12/2024, Công ty TNHH MasanConsumerHoldings, đơn vị do MSN sở hữu 72,8%, nắm giữ 92,65% cổ phần tại MCH. Từ ngày 18/2 đến ngày 10/3/2025, MCH đã thực hiện đợt phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu, chào bán tổng cộng 326,8 triệu cổ phiếu với tỷ lệ thực hiện là 1.000:451 và mức giá 10.000 đồng/cổ phiếu. MasanConsumerHoldings đã mua 69 triệu cổ phiếu, dẫn đến tỷ lệ sở hữu dự kiến giảm xuống còn 70,4% sau đợt phát hành.

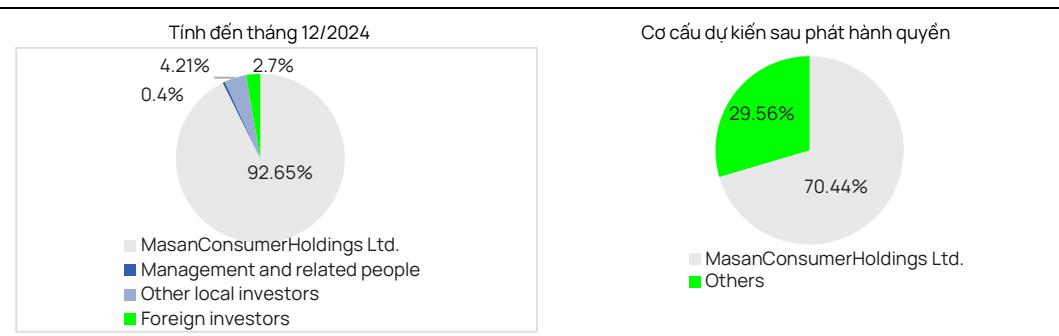
Đội ngũ ban lãnh đạo của MCH giàu kinh nghiệm trong ngành FMCG và ngân hàng đầu tư. Hầu hết các nhân sự cấp cao đều có thâm niên lâu năm tại cả MCH và MSN, tạo dựng được bề dày thành tích trong các lĩnh vực như phát triển chiến lược, xây dựng thương hiệu, cải tiến sản phẩm, M&A và thị trường vốn.

Hình 27: Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm của MCH

Họ tên	Chức vụ	Số năm làm việc tại MSN/MCH	Kinh nghiệm làm việc	Nhận định của Vietcap
Hội đồng Quản trị				
Danny Le	Chủ tịch HĐQT	16	Tổng Giám đốc của MSN; Nguyên Giám đốc Chiến lược & Phát triển tại MSN Nguyên chuyên gia tư vấn tài chính tại Morgan Stanley (New York)	Đóng vai trò chủ chốt trong chiến lược phát triển của Tập đoàn và trực tiếp tham gia vào các thương vụ M&A.
Trương Công Thắng	TV HĐQT	24	Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc The CrownX; Nguyên Chủ tịch HĐQT MCH Nguyên Giám đốc Marketing của P&G	Đóng vai trò chủ chốt trong việc phát triển các "thương hiệu mạnh" như Chinsu, Nam Ngư và Omachi tại Việt Nam, mở rộng sang thị trường nước ngoài và quản lý các chiến lược bán lẻ.
Nguyễn Hoàng Yến	TV HĐQT	26	Thành viên HĐQT MSN; Phụ trách Thương mại Toàn cầu của MCH Hiện nắm giữ các vị trí giám đốc tại các công ty con của MCH	Nhân sự chủ chốt của MCH từ những ngày đầu thành lập.
Nguyễn Thiếu Quang	TV HĐQT	21	Phó Chủ tịch HĐQT TCB	
Nguyễn Thị Thu Hà	TV HĐQT	5	Thành viên HĐQT và thành viên Ủy ban Kiểm toán của MSN	
Nguyễn Thu Hiền	TV HĐQT	5	Giám đốc Kiểm toán Nội bộ của MSN	
Ban lãnh đạo				
Trương Công Thắng	Tổng Giám đốc	24	Như trên	
Nguyễn Hoàng Yến	Phó Tổng Giám đốc	26	Như trên	
Phạm Hồng Sơn	Phó Tổng Giám đốc	25	Từng giữ chức vụ giám đốc tại một số công ty con của MCH	
Huỳnh Việt Thắng	Giám đốc Tài chính	11	Hiện giữ các vị trí quản lý tại các công ty con của MCH	
Lãnh đạo một số phòng ban				
Lê Thị Nga		28	Giám đốc Cải tiến Sản phẩm	Gia nhập MCH từ những ngày đầu. Đóng vai trò chủ chốt trong phát triển và cải tiến sản phẩm.
Đinh Hồng Vân		9	Giám đốc Ngành hàng Gia vị của MCH; Nguyên Giám đốc tại Unilever	
Nguyễn Trương Kim Phượng		16	Giám đốc Ngành hàng Thực phẩm Tiện lợi của MCH	
Đoàn Quang Vinh		4	Giám đốc Ngành hàng Đồ uống của MCH; Từng giữ vị trí quản lý tại Suntory PepsiCo, Momo	
Nguyễn Phương Ngọc Hân		6	Giám đốc Ngành hàng Chăm sóc Gia đình & Cá nhân; Từng giữ vị trí quản lý tại Mead Johnson, Suntory PepsiCo, Unilever	

Nguồn: MCH, MSN, Vietcap

Hình 28: Cơ cấu sở hữu của MCH

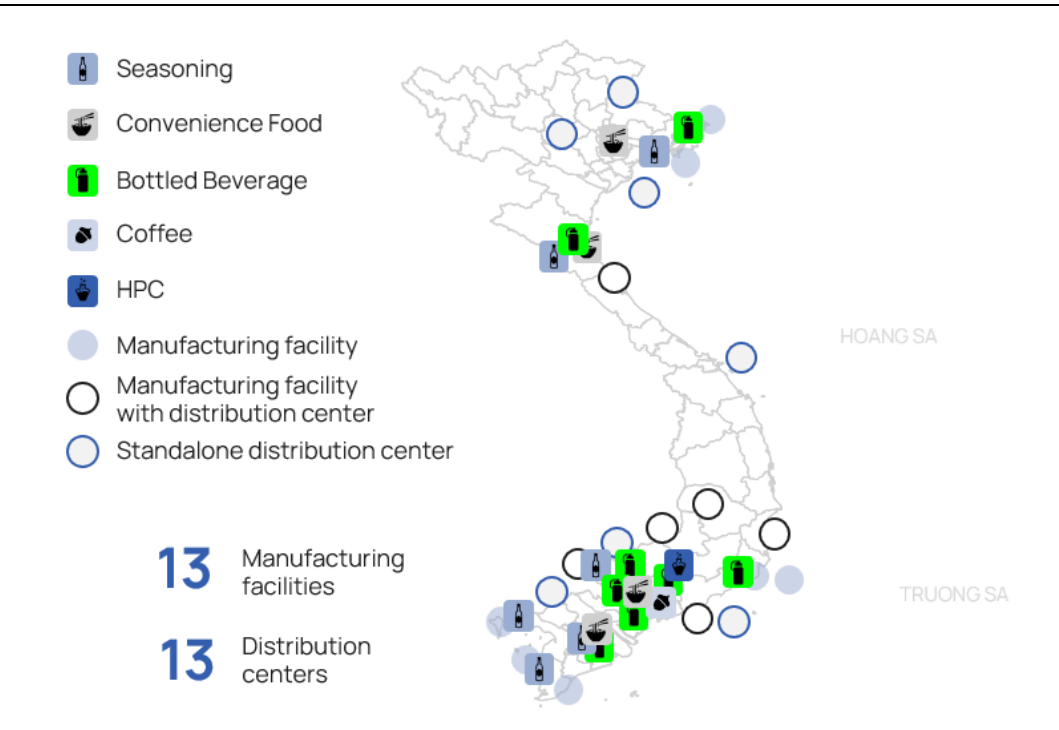


Nguồn: MCH, Vietcap

Năng lực sản xuất vững mạnh thúc đẩy sản xuất và cải tiến

MCH vận hành 13 nhà máy sản xuất trên khắp Việt Nam, có vị trí chiến lược tại các trung tâm sản xuất ở miền Bắc và miền Nam. Để bắt kịp tốc độ cải tiến sản phẩm nhanh chóng, từ năm 2022 đến 2024, MCH đã đầu tư và đưa vào hoạt động các dây chuyền sản xuất mới và nâng cấp công suất trên toàn bộ năm ngành hàng của công ty. Công suất sản xuất tối đa hàng năm hiện tại của công ty bao gồm: 444 triệu lít nước mắm, 108 triệu lít nước tương, 54 triệu kg tương ớt, 4 tỷ gói mì ăn liền, 4.500 tấn cà phê hòa tan và 762 triệu chai đồ uống.

Hình 29: Cơ sở sản xuất và mạng lưới trung tâm phân phối của MCH



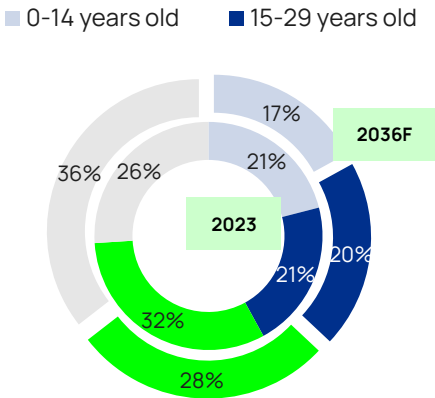
Nguồn: MCH, Vietcap

Tiêu dùng FMCG: MCH đã tăng trưởng vượt trội so với mức chung của việt nam

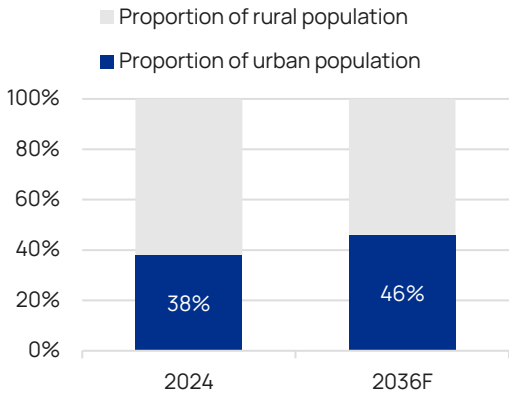
Thị trường FMCG Việt Nam có mức độ cạnh tranh cao, thu hút cả các doanh nghiệp trong nước và đa quốc gia. Trong năm 2024, tổng thị trường mục tiêu trên các ngành hàng FMCG chủ chốt được định giá ở mức 15,7 tỷ USD, với tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ lên 23,4 tỷ USD vào năm 2029 (Hình 4).

Thị trường FMCG Việt Nam đang trải qua một sự chuyển dịch sâu sắc, với xu hướng cao cấp hóa dần trở thành động lực tăng trưởng chính. Với cơ cấu dân số trẻ năng động, kết hợp với tốc độ đô thị hóa và thu nhập ngày càng tăng, chúng tôi tin rằng người tiêu dùng ngày càng sẵn sàng chi trả mức giá cao hơn cho các sản phẩm mang lại chất lượng vượt trội và sự tiện lợi được nâng cao. Xu hướng này thể hiện rõ nét trên tất cả các ngành hàng FMCG chủ chốt, bao gồm gia vị, thực phẩm tiện lợi và đồ uống.

Hình 30: Dự báo cơ cấu dân số Việt Nam

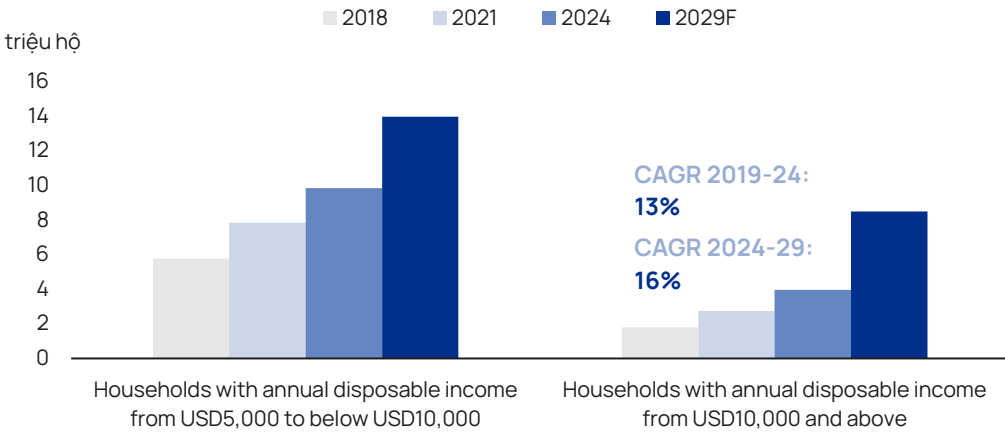


Hình 31: Dự báo tốc độ đô thị hóa của Việt Nam



Nguồn: Cimigo, Cục Thống kê, Vietcap

Hình 32: Tăng trưởng hộ gia đình Việt Nam theo thu nhập hàng năm



Nguồn: Fitchs Solution, Vietcap

Các nhà sản xuất trong nước nắm giữ lợi thế cạnh tranh trong các ngành hàng đòi hỏi chuyên môn sâu về địa phương và sự thấu hiểu sở thích khẩu vị của người Việt, như gia vị và thực phẩm tiện lợi.

Trong khi đó, các công ty đa quốc gia đã hiện diện lâu năm tại Việt Nam thống lĩnh các phân khúc như đồ uống đóng chai và chăm sóc gia đình & cá nhân (hóa mỹ phẩm), nhờ tận dụng các thương hiệu được công nhận toàn cầu và danh mục sản phẩm đa dạng.

MCH đã tăng trưởng vượt trội so với mức tăng trưởng tiêu thụ FMCG chung của Việt Nam từ năm 2017 đến năm 2024 (CAGR 13% so với 6%). Chiến lược tăng trưởng của MCH được thúc đẩy bởi 2 yếu tố chính. Thứ nhất, cải tiến lấy người tiêu dùng làm trọng tâm vẫn là cốt lõi, với doanh thu từ các sản phẩm cải tiến năm 2024 tăng 61% YoY, đóng góp 7% vào tổng doanh thu. Công ty liên tục phát triển các sản phẩm phù hợp với khẩu vị người Việt và thói quen tiêu dùng đang thay đổi. Thứ hai, việc mở rộng thông qua các thương vụ M&A chiến lược đã cho phép MCH củng cố sự hiện diện trên thị trường và đa dạng hóa danh mục sản phẩm.

Hình 33: Vị thế thị trường của MCH trong các danh mục cốt lõi

		Thương hiệu cốt lõi	Năm gia nhập	Xếp hạng (thị phần %)^
Seasonings	Soy sauce	CHIN-SU	2002	#1 (53%)
	Chili sauce		2005	#1 (67%)
	Fish sauce	Nam Ngư	2007	#1 (69%)
Convenience food	Instant noodles	Omachi, KOKOMI	2007	#2 (24%)
Instant coffee*		Whisper, wake-up	2011	#3 (17%)
Bottled beverage*	Mineral water/energy drink	VINH HAO, wake-up	2013	#4 (9%)
HPC*	Detergents	NET	2019	#5 (6%)

Nguồn: MCH, Frost & Sullivan, Vietcap. (*) MCH gia nhập thị trường thông qua mua lại; (^) Dựa trên doanh số bán lẻ năm 2024, thị phần các thị trường cốt lõi và thứ hạng tại Việt Nam.

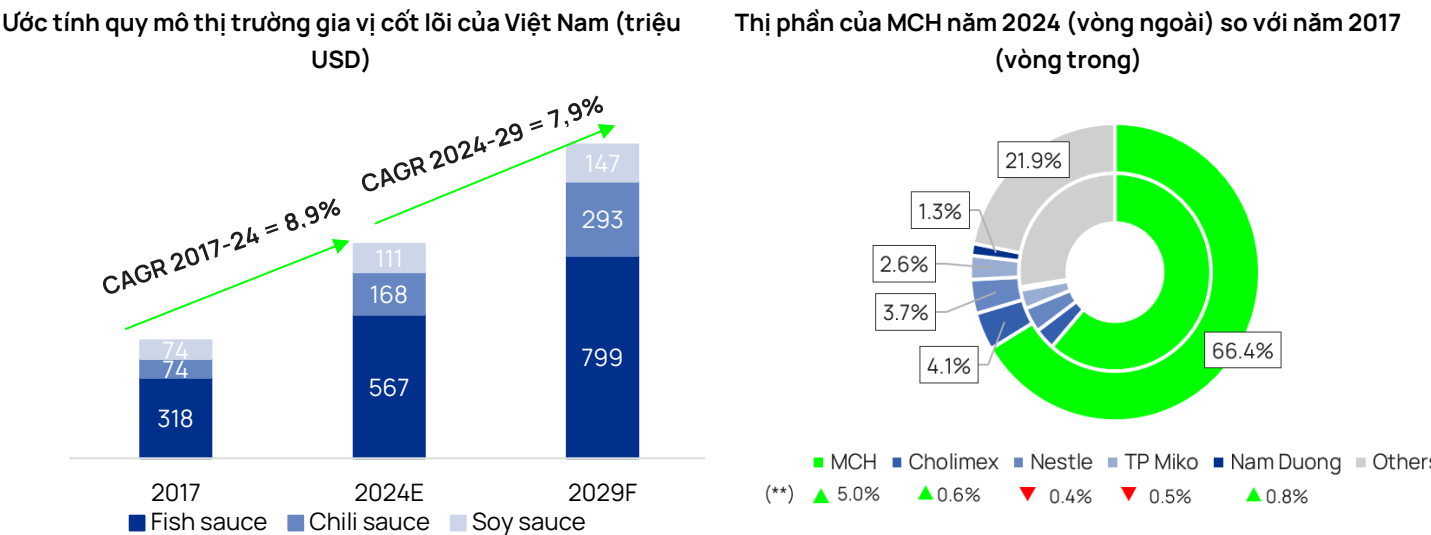
Gia vị: Củng cố vị thế dẫn đầu thị trường với chiến lược cao cấp hóa

Gia vị là ngành hàng có biên lợi nhuận cao nhất trong số các danh mục sản phẩm của MCH. Trong năm 2024, MCH tiếp tục nắm giữ thị phần thống trị trong 3 loại gia vị cốt lõi (nước mắm, nước tương, tương ớt) với 66,4% (+5 điểm % so với năm 2017), vượt xa đối thủ lớn thứ hai là Cholimex (4,1%; trong đó MCH cũng sở hữu 32,85% cổ phần của Cholimex).

Trong các phân khúc của mảng gia vị, MCH đã mở rộng thị phần tương ớt (67,0%; +24,5 điểm %) và nước mắm (68,8%; +3 điểm %) so với năm 2017. Tuy nhiên, nước tương (52,9%; -8,6 điểm %) đã đối mặt với đà giảm do sự cạnh tranh gia tăng từ các sản phẩm cao cấp và hương vị tự nhiên của Nestlé (thương hiệu Maggi) và các thương hiệu mới nổi nhỏ hơn.

Giành thị phần nhanh chóng thông qua hoạt động marketing hiệu quả giải quyết các mối quan tâm của người tiêu dùng. MCH gia nhập thị trường gia vị vào năm 2002 với việc ra mắt thương hiệu nước chấm cao cấp CHIN-SU, tiếp theo là nước mắm Nam Ngư và nước tương Tam Thái Tử. MCH nhanh chóng giành thị phần bằng cách định vị mình là nhà sản xuất đáng tin cậy với câu chuyện "sạch và an toàn" mạnh mẽ. Công ty cũng tinh chỉnh công thức sản phẩm để giảm độ mặn và giảm lượng natri nhằm phù hợp hơn với khẩu vị người Việt. Đáng chú ý, vào năm 2007, đã xảy ra một vụ bê bối thị trường xoay quanh việc phát hiện chất gây ung thư 3-MCPD trong nước tương. Nước tương CHIN-SU và Tam Thái Tử đã phản ứng hiệu quả với khẩu hiệu "nước tương không có 3-MCPD" và giành được thị phần đáng kể từ các sản phẩm phân khúc thấp và trung cấp. Tương tự, Nam Ngư được quảng bá là "nước mắm vì sức khỏe", và hạt nêm của MCH quảng bá thông điệp "không bột ngọt".

Hình 34: Quy mô thị trường gia vị cốt lõi của Việt Nam và thị phần của MCH (*)

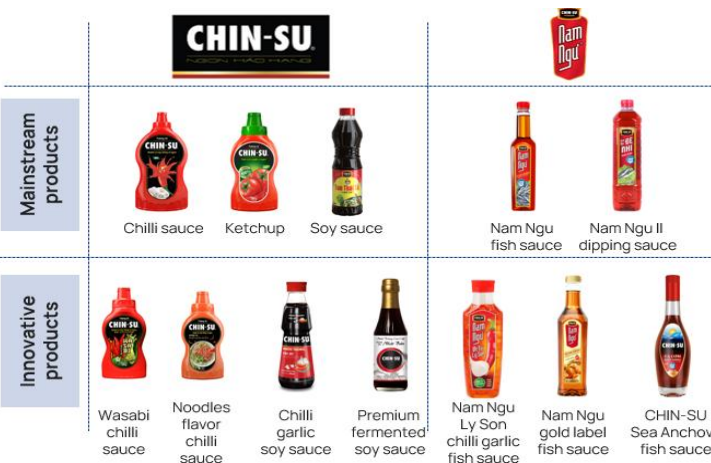


Nguồn: Frost & Sullivan, Vietcap. Ghi chú: (*) Dựa trên giá trị bán lẻ, bao gồm nước mắm, tương ớt và nước tương; (**) thay đổi thị phần từ năm 2017 đến năm 2024.

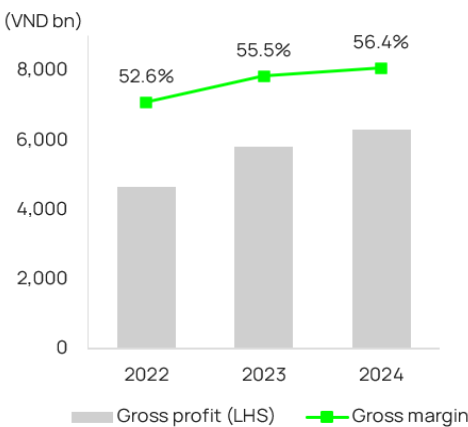
Tiếp đó, MCH tập trung vào cải tiến sản phẩm và chiến lược cao cấp hóa thông qua việc 1) giới thiệu các dòng sản phẩm mới dựa trên việc nâng cao hương vị và bổ sung các nguyên liệu đặc sản địa phương, 2) nâng cấp nguyên liệu chất lượng cao và bao bì, và 3) mở rộng sang các ngành hàng lân cận bao gồm nước cốt lẫu và sốt ướp thịt. Một trong những cải tiến thành công nhất của MCH là **nước mắm Nam Ngư Ot tỏi Lý Sơn**, được ra mắt vào năm 2023, với doanh số bán ra hơn 5 triệu chai chỉ trong vòng một năm. Công ty cũng đã giới thiệu các phiên bản đóng chai thủy tinh cao cấp và các công thức sử dụng nguyên liệu chất lượng cao để thu hút những người tiêu dùng sành ăn hơn, những người sẵn sàng chi trả mức giá cao hơn cho sự nguyên bản và hương vị vượt trội.

Hình 35: Cải tiến sản phẩm gia vị và lợi nhuận gộp của MCH

Cải tiến sản phẩm của MCH hướng tới bao bì lành mạnh, tiện lợi và cao cấp



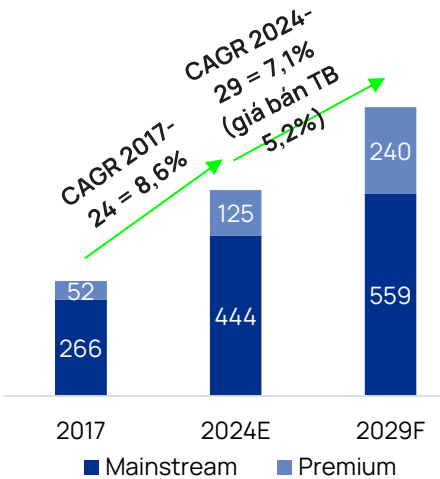
Lợi nhuận gộp của gia vị MCH



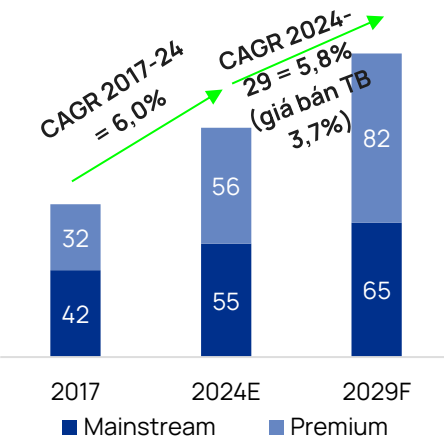
Nguồn: MCH, Frost & Sullivan, Vietcap

Chúng tôi kỳ vọng thị trường gia vị Việt Nam sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR ổn định ở mức 5-9% trong giai đoạn 2024-29, được thúc đẩy bởi xu hướng cao cấp hóa. Chúng tôi kỳ vọng nước mắm và nước tương sẽ tiếp tục là những nguồn đóng góp doanh số chính vào giá trị thị trường gia vị Việt Nam và sự tăng trưởng của 2 phân khúc này sẽ được thúc đẩy bởi xu hướng cao cấp hóa. Ngược lại, chúng tôi kỳ vọng tương ớt sẽ chứng kiến mức tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ, được thúc đẩy bởi sự gia tăng cải tiến sản phẩm và thị hiếu tiêu dùng ngày càng tăng.

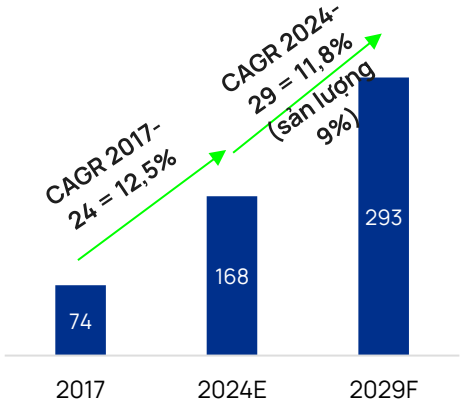
Hình 36: Giá trị thị trường nước mắm (triệu USD)



Hình 37: Giá trị thị trường nước tương (triệu USD)



Hình 38: Giá trị thị trường tương ớt (triệu USD)



Chủ yếu là cao cấp hóa. Chuyển dịch từ các sản phẩm phân khúc thấp sang các lựa chọn phân khúc cao hơn ngay trong phân khúc phổ thông và từ phân khúc phổ thông sang các dòng cao cấp.

Xu hướng cao cấp hóa diễn ra ở mức độ nhẹ hơn. Người tiêu dùng với thu nhập ngày càng tăng đang chuyển dịch sang các công thức hoàn toàn tự nhiên, không chất bảo quản.

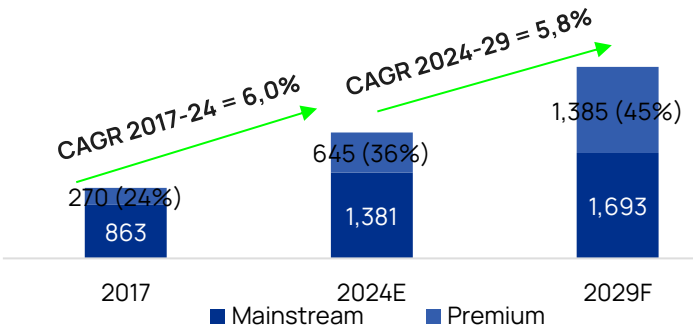
Được thúc đẩy bởi sản lượng. Sự tiện lợi: tương ớt dùng ngay; chuyển đổi người tiêu dùng ớt tươi sang sử dụng tương ớt. Sự phổ biến ngày càng tăng của hương vị cay đã khuyến khích các ứng dụng ẩm thực rộng rãi hơn. Cải tiến về hương vị như các công thức ít ngọt được tinh chỉnh cho phù hợp với sở thích vùng miền.

Nguồn: Frost & Sullivan, Vietcap

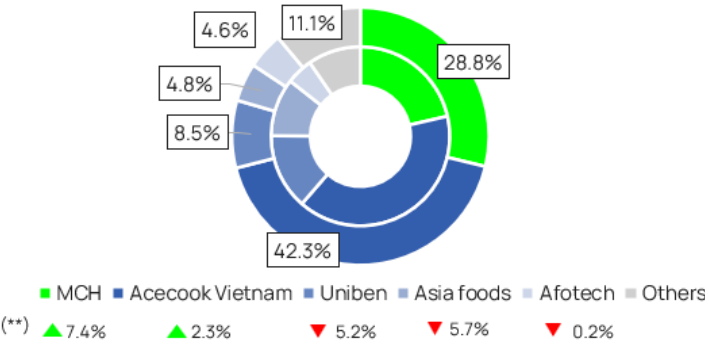
Thực phẩm tiện lợi: Cao cấp hóa và cải tiến; thực phẩm chế biến sẵn có tiềm năng lớn

Hình 39: Quy mô thị trường mì ăn liền Việt Nam và thị phần của MCH (*)

Ước tính quy mô thị trường mì ăn liền Việt Nam (triệu USD)



Thị phần của MCH năm 2024 (vòng ngoài) so với năm 2017 (vòng trong)



CAGR doanh số phân khúc cao cấp giai đoạn 2024-29 đạt 13%. Thị hiếu người tiêu dùng đang gia tăng đối với các bữa ăn liền chất lượng cao hơn, giàu dinh dưỡng hơn và mang phong cách nhà hàng.

Acecook Việt Nam duy trì vị thế dẫn đầu trong mảng mì ăn liền (gốc lúa mì) với thương hiệu phổ thông Hào Hào. MCH theo sau: chiến lược thương hiệu kép tại phân khúc cao cấp (Omachi) và phân khúc phổ thông (Kokomi).

Nguồn: Frost & Sullivan, Vietcap. Lưu ý: (*) Dựa trên giá trị bán lẻ, phân khúc phổ thông và cao cấp chia theo mức giá; (**) thay đổi thị phần từ năm 2017 đến năm 2024.

Việt Nam là một trong những quốc gia tiêu thụ mì ăn liền lớn nhất thế giới, đứng thứ 4 toàn cầu vào năm 2024 với khoảng 8,1 tỷ gói được bán ra (Hiệp hội Mì ăn liền Thế giới – WINA). Mì ăn liền nằm trong số những lựa chọn bữa ăn có mức giá phải chăng nhất. Đây là một trong những ngành hàng FMCG tăng trưởng nhanh nhất mà MCH tập trung tại Việt Nam.

Xu hướng cao cấp hóa thúc đẩy sự mở rộng của Omachi

Dựa trên nhận thức về sức khỏe: Theo đuổi chiến lược tương tự như ngành hàng gia vị, MCH đã ra mắt Omachi vào năm 2007, định vị là loại mì khoai tây đầu tiên tại Việt Nam với khẩu hiệu “không lo nóng trong người”, xây dựng thương hiệu như một sự thay thế lành mạnh hơn cho mì ăn liền truyền thống.

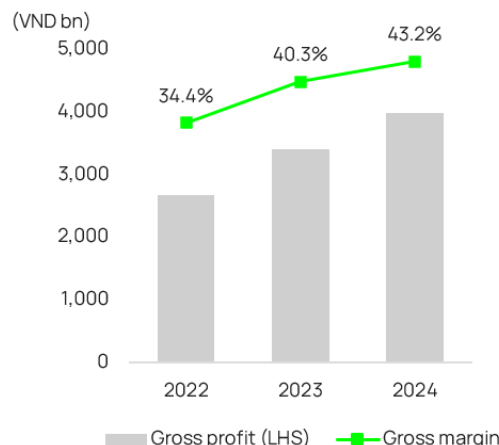
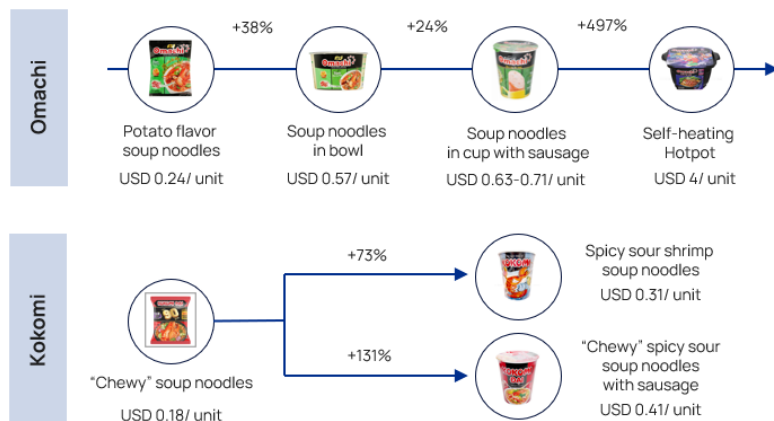
Cao cấp hóa: Theo thời gian, MCH đã mở rộng Omachi vượt ra ngoài mì ăn liền cơ bản, giới thiệu các sản phẩm “có thịt thật” để nâng cao giá trị dinh dưỡng và các loại mì trộn/mì lạnh.

Ngoài ra, MCH đã tham gia vào phân khúc lẩu tự sôi và cơm tự sôi (ra mắt từ năm 2023), đưa thực phẩm tiện lợi hướng tới việc thay thế bữa ăn nấu tại nhà và thay thế bữa ăn nhà hàng. Mặc dù tính năng tự sôi chứng minh năng lực cải tiến sản phẩm của MCH, mức giá bán lẻ 100.000 đồng/gói gặp khó khăn trong việc thu hút sự quan tâm của đại chúng, do sự sẵn có của các lựa chọn bữa ăn tươi ngon ở mức giá tương tự và quan niệm phổ biến của người tiêu dùng rằng thực phẩm tiện lợi nên có giá phải chăng. Chúng tôi tin rằng đợt ra mắt này đóng vai trò như một bài kiểm tra để đo lường độ nhạy cảm về giá trong phân khúc thực phẩm tiện lợi, cung cấp những thấu hiểu để MCH tinh chỉnh các chiến lược sản phẩm cao cấp trong tương lai.

Hình 40: Cải tiến sản phẩm thực phẩm tiện lợi và lợi nhuận gộp của MCH

Cải tiến sản phẩm của MCH hướng tới ‘thịt thật’, thay thế bữa ăn tại nhà hàng/gia đình

Lợi nhuận gộp của mảng thực phẩm tiện lợi của MCH



Nguồn: MCH, Frost & Sullivan, Vietcap

Các thương hiệu mì ăn liền tại Việt Nam đang đầu tư vào cải tiến, từ nâng cao hương vị đến cải tiến bao bì. Ví dụ mới nhất là Omachi với sản phẩm lẩu ly tự sôi mới, một dạng mì ly với hương vị và bao bì cải tiến, đóng vai trò là một sản phẩm thể hiện phong cách sống cho khách hàng trẻ tuổi. Với số lượng người tiêu dùng có thu nhập cao và lối sống bận rộn ngày càng tăng tại Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ gia tăng đối với các lựa chọn mì ăn liền cao cấp có giá trị dinh dưỡng cao hơn, ví dụ như các sản phẩm được bổ sung topping giàu đạm.

Hình 41: Những cải tiến trong mì ăn liền

	
	
Mì ăn liền sợi không chiên	Mì ăn liền giảm dầu
	
Mì ly ăn liền Curry House Coco Ichibanya	Lẩu cốc ăn liền với nhiều loại topping (thanh cua, rau củ, v.v.)
	
Mì hoành thánh	Mì khoai tây lạnh với sốt táo

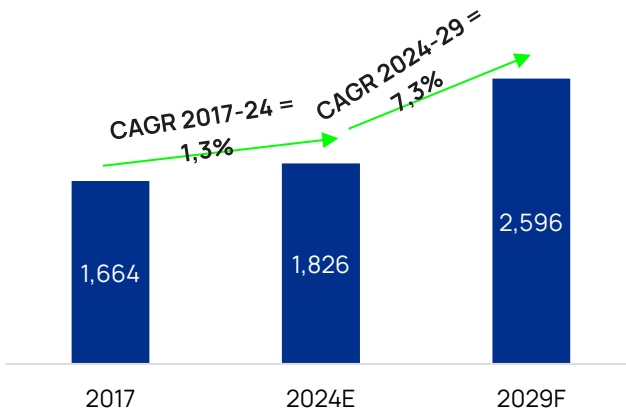
Nguồn: Vietcap

Đồ uống không cồn: Giành thị phần trong một ngành lớn và tăng trưởng nhanh

Đồ uống đóng chai: Giành thị phần trong một ngành tăng trưởng nhanh, được dẫn dắt bởi nước tăng lực. Tăng trưởng của ngành này dự kiến sẽ tăng tốc đáng kể, với CAGR dự phóng là 9,6% từ năm 2024 đến năm 2029, so với mức chỉ 3,8% từ năm 2017 đến năm 2024, được thúc đẩy chủ yếu bởi nhu cầu gia tăng đối với nước tăng lực ở nhóm người tiêu dùng trẻ tuổi.

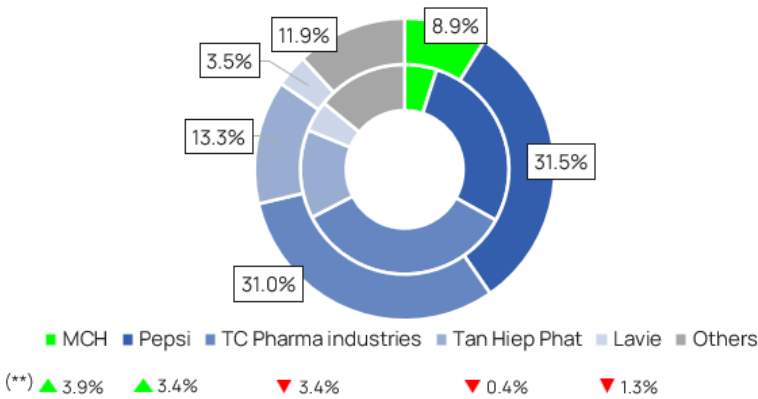
Hình 42: Quy mô thị trường đồ uống không cồn Việt Nam và thị phần của MCH (*)

Quy mô thị trường nước tăng lực Việt Nam ước tính (triệu USD)



CAGR giai đoạn 2024-29 chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng sản lượng 5%. Sự nhạy cảm về giá của nhóm người tiêu dùng chủ chốt dự kiến sẽ hạn chế mức tăng giá.

Thị phần đồ uống không cồn của MCH năm 2024 (vòng ngoài) so với năm 2017 (vòng trong)



Bị thống trị bởi các gã khổng lồ đa quốc gia, với Pepsi và TC Pharma Industries cạnh tranh gay gắt cho vị trí dẫn đầu. MCH đang dần giành được chỗ đứng, xếp thứ 4.

Nguồn: Frost & Sullivan, Vietcap. Lưu ý: (*) Dựa trên giá trị bán lẻ, bao gồm nước tăng lực, nước uống đóng chai và đồ uống ngũ cốc; (**) thay đổi thị phần từ năm 2017 đến năm 2024.

Thông qua các thương vụ đầu tư chiến lược và cải tiến sản phẩm, MCH tiếp tục củng cố vị thế của công ty trong 3 phân khúc chủ chốt:

- 1. Nước đóng chai: MCH đã đầu tư **Vĩnh Hảo** (sở hữu thương hiệu Vĩnh Hảo) vào năm 2013, tiếp theo là Nước khoáng Quảng Ninh (các thương hiệu **Quang Hanh** và **Faith**) vào năm 2015. Những thương vụ này giúp MCH gia nhập thị trường với vị thế là doanh nghiệp nước khoáng nội địa lớn nhất Việt Nam, có chỗ đứng vững chắc ở cả miền Bắc và miền Nam.
- 2. Nước tăng lực: MCH ra mắt **Wake-up 247** vào năm 2014, tận dụng chuyên môn về cà phê để giới thiệu nước tăng lực vị cà phê - một bước mở rộng sau sự chứng lại về thị phần cà phê hòa tan. Năm 2018, công ty mở rộng danh mục với **Compact**. Nhận thấy nhu cầu ngày càng tăng đối với đồ uống ít đường, giàu vitamin và có thành phần tự nhiên, MCH đã giới thiệu Compact hương trái cây; và ra mắt dòng sản phẩm mới EnerZ với khẩu hiệu “**giảm 70% đường**”.
- 3. Đồ uống uống liền: Năm 2023 với **Búp Non Tea365**, củng cố cam kết của MCH đối với các lựa chọn đồ uống lành mạnh hơn.

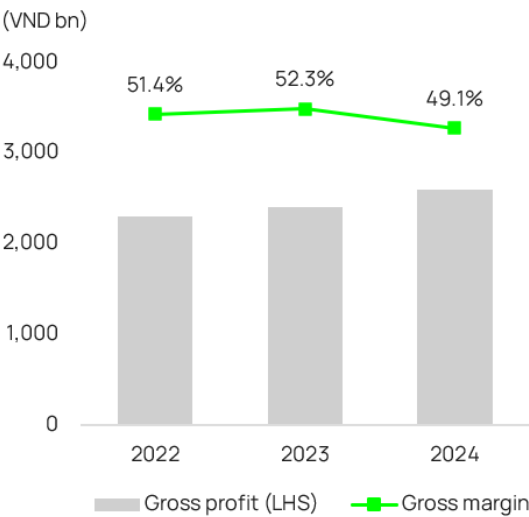
Ngoài ra, trong phân khúc bia, MCH ban đầu ra mắt **Sư Tử Trắng** vào năm 2013, nhưng thương hiệu này chưa đạt mức lợi nhuận như mong muốn do do định vị thương hiệu chưa phù hợp, dẫn đến việc phải rút lui. Hiện tại, MCH duy trì sự hiện diện ngách trong mảng bia với **Red Ruby**, sản phẩm nhắm đến người tiêu dùng trẻ tuổi với hương vị êm dịu và hương hoa nhẹ.

Hình 43: Cải tiến sản phẩm đồ uống đóng chai và lợi nhuận gộp của MCH

Cải tiến sản phẩm của MCH: mở rộng sang các dòng sản phẩm mới và tập trung vào dinh dưỡng



Lợi nhuận gộp đồ uống đóng chai của MCH



Nguồn: MCH, Frost & Sullivan, Vietcap

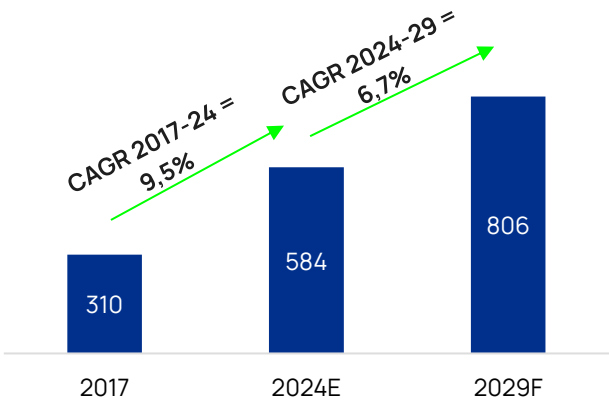
Dân số trong độ tuổi lao động, nhóm học sinh sinh viên ngày càng tăng và lối sống ngày càng bận rộn tại Việt Nam đang thúc đẩy nhu cầu đối với các loại đồ uống không cồn tiện lợi, đặc biệt là nước tăng lực, cà phê hòa tan và trà uống liền. Nước tăng lực, cà phê hòa tan và trà uống liền chiếm tổng cộng gần 50% giá trị thị trường đồ uống không cồn của Việt Nam trong năm 2024. Các sản phẩm cải tiến với hương vị mới hoặc giải quyết các nhu cầu cụ thể của người tiêu dùng (ví dụ: các lựa chọn không đường) đang thúc đẩy tăng trưởng trong các phân khúc này.

Cà phê: Cải thiện hương vị và xuất khẩu hỗ trợ doanh số

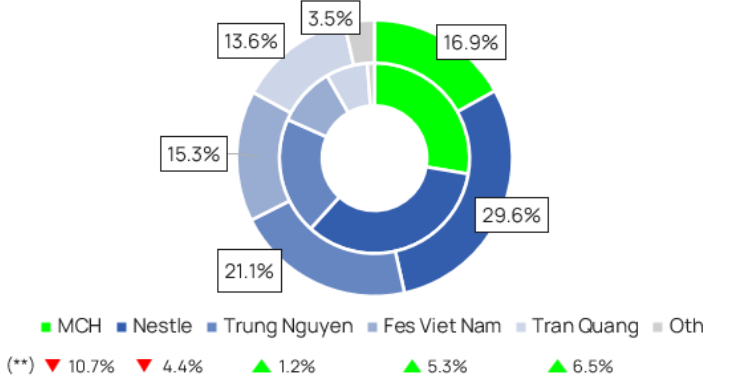
Cùng với mì ăn liền, cà phê hòa tan là ngành hàng tăng trưởng nhanh nhất khác của Việt Nam với tốc độ CAGR là 9,5% từ năm 2017 đến năm 2024, đạt 584 triệu USD vào năm 2024.

Hình 44: Quy mô thị trường cà phê hòa tan Việt Nam và thị phần của MCH (*)

Ước tính quy mô thị trường cà phê hòa tan Việt Nam (triệu USD)



Thị phần của MCH năm 2024 (vòng ngoài) so với năm 2017 (vòng trong)



Chủ yếu được thúc đẩy bởi nhu cầu đối với các sản phẩm cao cấp có hương vị ngon hơn, hoặc các lựa chọn lành mạnh hơn từ nhóm người tiêu dùng có thu nhập trung bình - cao.

MCH từng giữ vị trí số 1 vào năm 2017 nhưng đã tụt xuống vị trí thứ hai vào năm 2019 và thứ ba vào năm 2024 khi Nestlé và Trung Nguyên gia tăng thị phần.

Nguồn: Frost & Sullivan, Vietcap. Lưu ý: (*) Dựa trên giá trị bán lẻ; (**) thay đổi thị phần từ năm 2017 đến năm 2024.

Việc MCH gia nhập phân khúc cà phê hòa tan đánh dấu bước mở rộng lớn đầu tiên vượt ra ngoài danh mục sản phẩm tập trung vào nhà bếp truyền thống.

MCH bắt đầu thu tóm Vinacafé Biên Hòa (VCBH; sở hữu thương hiệu Vinacafé) – một trong những nhà sản xuất cà phê lớn nhất Việt Nam – vào năm 2011 và dần nâng tỷ lệ sở hữu lên hơn 98% vào năm 2018. Vào quý 3/2012, VCBH đã ra mắt Wake-up Café, định vị sản phẩm là “**cà phê buổi sáng**”. Tuy nhiên, bất chấp định vị khác biệt, Wake-up Café chưa tăng trưởng như kỳ vọng với sự hiện diện thị trường mạnh mẽ của G7, dẫn đến doanh thu cà phê của VCBH liên tục sụt giảm sau khi đạt đỉnh vào năm 2014.

Nguyên nhân chính cho sự sụt giảm của MCH là sự trỗi dậy của thương hiệu G7 thuộc Trung Nguyên, vốn được ưa chuộng nhờ tập trung vào hạt cà phê chất lượng cao và hương vị đậm đà hơn. Thêm vào đó, việc Trung Nguyên ra mắt **mạng lưới bán lẻ E-Coffee vào năm 2019** và mở rộng cửa hàng mạnh mẽ đã thúc đẩy đáng kể doanh số của G7. Trong khi đó, Nestlé (Nescafé) vẫn duy trì vị thế thống trị, mặc dù cũng đã mất một phần thị phần do cạnh tranh ngày càng gay gắt.

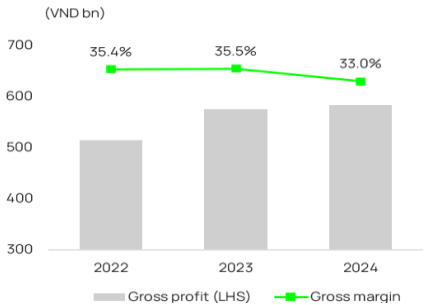
Nhận thấy thách thức này, **MCH đã chuyển hướng sang nước tăng lực với Wake-up 247**, một loại nước tăng lực vị cà phê. Sự chuyển dịch chiến lược này đã chứng minh khả năng thích ứng của MCH trong việc xác định các cơ hội tăng trưởng mới trong ngành đồ uống.

Hình 45: Sự cải tiến sản phẩm cà phê hòa tan và lợi nhuận gộp của MCH

Sự cải tiến sản phẩm của MCH về hương vị



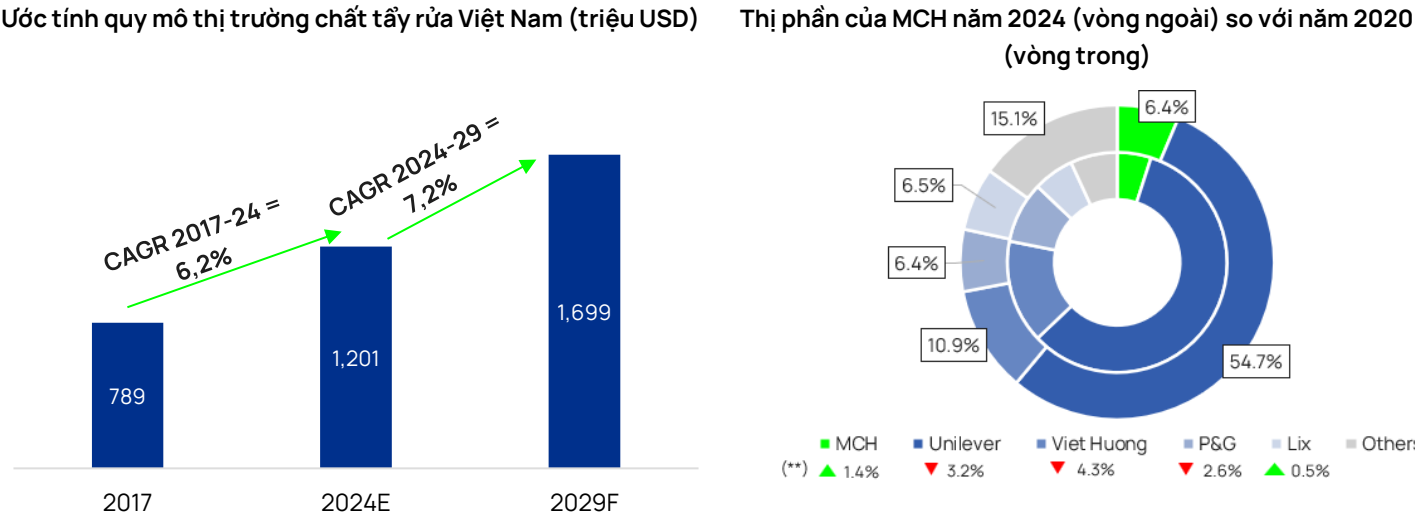
Lợi nhuận gộp cà phê hòa tan của MCH



Nguồn: MCH, Frost & Sullivan, Vietcap

Chăm sóc gia đình và cá nhân: Tận dụng WCM để phổ cập sản phẩm mới

Hình 46: Quy mô thị trường chất tẩy rửa Việt Nam và thị phần của MCH (*)



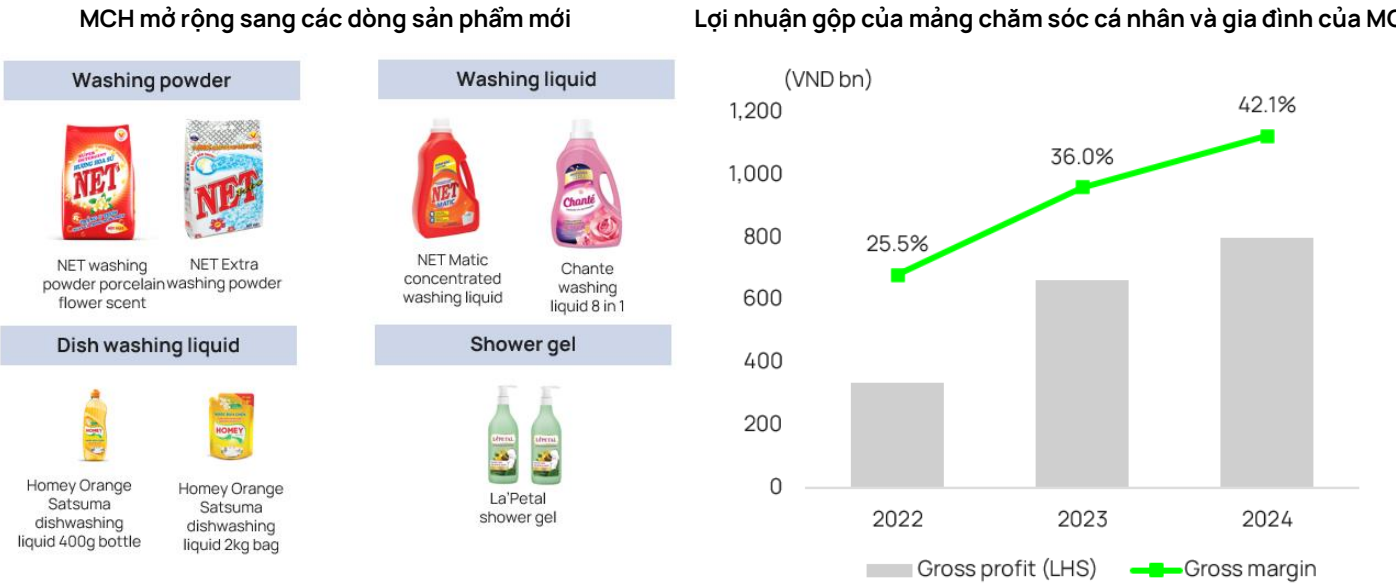
Nhạy cảm về giá, đặc biệt trong nhóm người tiêu dùng thu nhập trung bình và thấp, buộc các thương hiệu phải cân bằng giữa giá cả phải chăng và chất lượng.

Tỷ lệ sở hữu máy giặt gia tăng (từ 52% lên 65% năm 2024), ngay cả tại các hộ gia đình nông thôn, đã thúc đẩy sự chuyển dịch từ bột giặt sang nước giặt và viên giặt.

Bị thống trị bởi các tập đoàn toàn cầu như Unilever (danh mục thương hiệu đa dạng như OMO, VISO và Surf). Việt Hương (thương hiệu Aba) theo sau. Các vị trí thứ 3, 4 và 5 vẫn cạnh tranh gay gắt. MCH xếp thứ 5 ở mức 6,4%, tăng từ 5% năm 2020, sau khi gia nhập thông qua việc thu tóm NET vào năm 2019.

Nguồn: Frost & Sullivan, Euromonitor, Vietcap. Lưu ý: (*) Dựa trên giá trị bán lẻ; (**) thay đổi thị phần từ năm 2020 đến năm 2024; MCH đã gia nhập hóa mỹ phẩm thông qua việc mua lại NET Detergent vào năm 2019.

Hình 47: Cải tiến sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình của MCH và lợi nhuận gộp



Nguồn: MCH, Frost & Sullivan, Vietcap

Sự cạnh tranh sát sao giữa các đối thủ ở nhóm dưới cho thấy cơ hội tăng trưởng để MCH thăng hạng. Bột giặt NET, được biết đến với các thương hiệu NET và NETSOFT có sự hiện diện mạnh mẽ tại khu vực nông thôn, đã là đối tác chiến lược của Unilever từ năm 1998, thực hiện gia công cho

các thương hiệu của Unilever. Thương vụ thầu tóm này cho phép MCH gia nhập phân khúc hóa mỹ phẩm đang tăng trưởng nhanh, tận dụng năng lực sản xuất và mạng lưới phân phối của NET.

Vào năm 2022, MCH đã giới thiệu sản phẩm đa năng mới Chante (tích hợp giặt, xả và lưu hương trong một). Là một sản phẩm mới trong một ngành hàng mới, Chante ban đầu được giới thiệu trong chuỗi bán lẻ WinCommerce (WCM) trước khi mở rộng sang các kênh thương mại truyền thống từ tháng 10/2024. MCH cũng đa dạng hóa sang các dòng sản phẩm lân cận, bao gồm nước rửa chén Honey và sữa tắm La'petal, áp dụng chiến lược phân phối tương tự thông qua WCM trước tiên để củng cố sự hiện diện trên thị trường hóa mỹ phẩm.

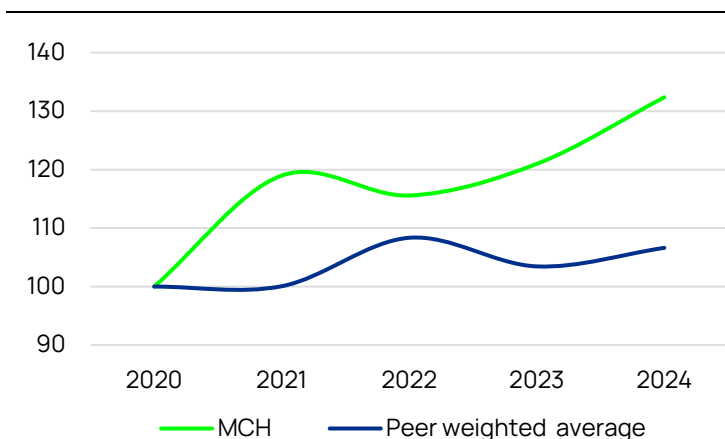
Kết quả hoạt động tài chính qua các năm

Doanh thu thuần¹ tăng trưởng với CAGR 11% trong giai đoạn 2020-24. Hai ngành hàng lớn nhất và tăng trưởng nhanh nhất là gia vị (CAGR +8%) và thực phẩm tiện lợi (CAGR +7%). Điều này được thúc đẩy bởi sự thành công của chiến lược cao cấp hóa sản phẩm (ví dụ: nước mắm trong màng gia vị và Omachi trong màng thực phẩm tiện lợi), cùng với sự gia tăng tiêu thụ trong nước và quốc tế, được hỗ trợ bởi việc phát triển các thị trường mới. Xu hướng cao cấp hóa đã góp phần tăng giá bán trung bình, với màng gia vị và thực phẩm tiện lợi ghi nhận mức tăng trưởng giá bán trung bình tương ứng là 7% và 8% từ năm 2020 đến 2023. Bên cạnh đó, doanh thu xuất khẩu thực phẩm tiện lợi đã tăng gần gấp 3 trong năm 2024 so với năm 2022, chiếm 2,8% doanh thu thuần. Ngoài ra, doanh thu từ xuất khẩu gia vị ghi nhận mức tăng trưởng ổn định từ năm 2022 đến 2024, đóng góp 4,4% vào doanh thu thuần năm 2024. Doanh số đồ uống theo sau với mức CAGR 6%, được hỗ trợ bởi (1) thành công bền vững của Wake Up 247 và (2) việc ra mắt trà uống liền vào năm 2023 với Búp Non Tea 365. Ngành hàng cà phê cũng ghi nhận CAGR 6%, được thúc đẩy bởi (1) xu hướng cao cấp hóa và (2) sự gia tăng sức hút đối với Vinacafé tại miền Bắc. Trong khi đó, màng hóa mỹ phẩm² đạt mức CAGR 5% trong giai đoạn này, với mức CAGR doanh số đáng chú ý 14% trong giai đoạn 2022-2024, chủ yếu được thúc đẩy bởi việc ra mắt nước giặt **Chante**.

Lưu ý: ¹ Doanh thu thuần loại trừ doanh số thịt chế biến, sau khi chuyển nhượng bộ phận thịt chế biến, Masan Jinju, sang Masan MeatLife (UPCoM: MML) vào tháng 11/2022; ² Doanh thu trong nước.

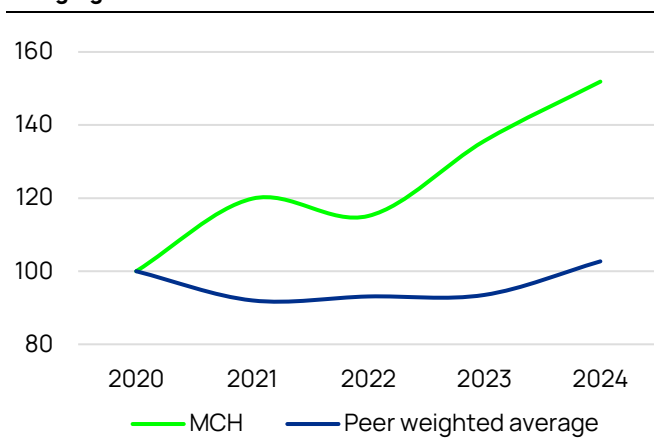
MCH liên tục vượt trội so với các công ty cùng ngành tiêu dùng Việt Nam về cả tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từ HĐKD. Từ năm 2020 đến 2024, chỉ số doanh thu của MCH tăng mạnh 32%, cao gấp 4,6 lần so với mức tăng 7% của nhóm các công ty cùng ngành được chúng tôi lựa chọn. Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD thậm chí còn rõ rệt hơn, với chỉ số này của MCH tăng 52% trong cùng kỳ, trong khi các công ty cùng ngành chỉ ghi nhận mức tăng khiêm tốn 3%.

Hình 48: Doanh thu của MCH so với các công ty cùng ngành¹



Nguồn: Công bố thông tin công ty, Vietcap; ¹Doanh thu theo tỷ trọng của các công ty cùng ngành được tính toán dựa trên doanh thu bia của SAB, doanh thu rỗng của VNM và doanh thu sữa đậu nành của QNS

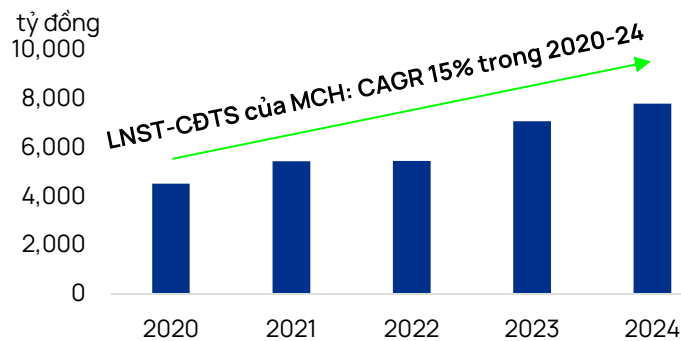
Hình 49: Lợi nhuận từ HĐKD của MCH so với các công ty cùng ngành¹



Nguồn: Công bố thông tin công ty, Vietcap; ¹LN từ HĐKD có trọng số của các công ty cùng ngành được tính toán dựa trên LN từ HĐKD của SAB, VNM và QNS

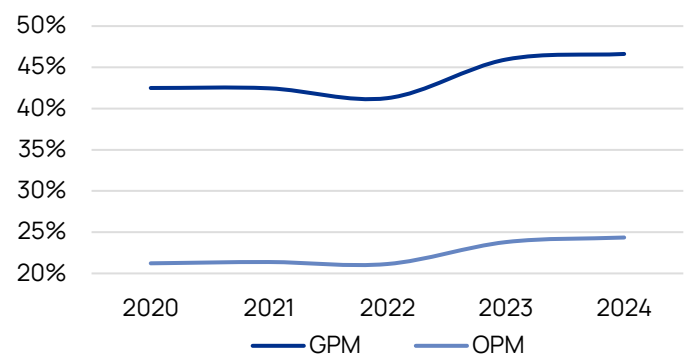
LNST sau lợi ích CĐTS tăng trưởng với CAGR 15% trong giai đoạn 2020-24, được củng cố bởi sự cải thiện khả năng sinh lời. Biên lợi nhuận gộp duy trì tương đối ổn định ở mức 42,5% trong giai đoạn 2020-21, do cơ cấu doanh thu có ít thay đổi. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm 1,2 điểm % YoY vào năm 2022 do đóng góp doanh thu thấp hơn từ ngành hàng gia vị có biên lợi nhuận cao, và biên lợi nhuận gộp thấp hơn của các ngành hàng cà phê và hóa mỹ phẩm. Vào năm 2023, biên lợi nhuận gộp đã phục hồi 4,7 điểm % YoY, theo sau là mức cải thiện khiêm tốn 0,7 điểm % trong năm 2024, được thúc đẩy bởi mức tăng trong biên lợi nhuận trên tất cả các phân khúc. Mức tăng này phản ánh quyền định giá mạnh mẽ của MCH dựa trên giá trị thương hiệu vững chắc và định vị thị trường chiến lược, cho phép công ty chuyển chi phí sang người tiêu dùng bất chấp áp lực chi phí nguyên vật liệu. Tỷ lệ chi phí nguyên vật liệu/doanh thu thuần liên tục giảm từ 51,8% năm 2022 xuống 47,8% năm 2023, tiếp theo là mức giảm nhẹ xuống 47,5% năm 2024. Ngoài ra, hiệu quả sản xuất được cải thiện như tối ưu hóa bao bì và chi phí chế biến đã bù đắp một phần cho mức chi tiêu cao hơn cho xây dựng thương hiệu và phát triển kênh phân phối. Kết quả là, biên lợi nhuận từ HĐKD đã cải thiện 3,1 điểm % trong giai đoạn này, dao động trong khoảng 21%-25%.

Hình 50: LNST sau lợi ích CĐTS của MCH



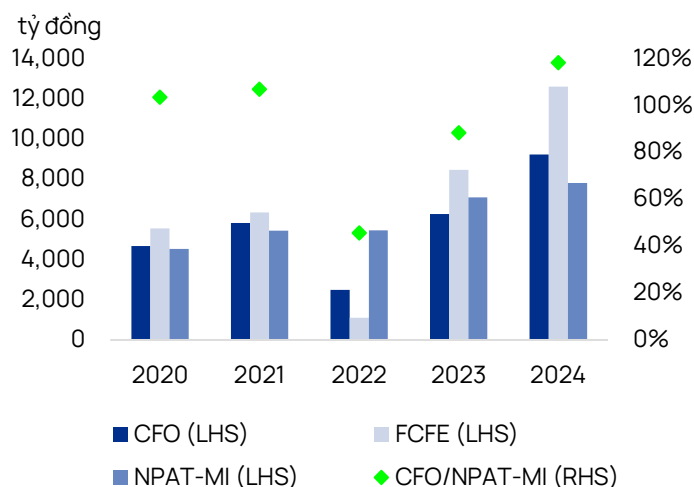
Nguồn: MCH, Vietcap

Hình 51: Biên LN gộp và biên LN từ HĐKD của MCH



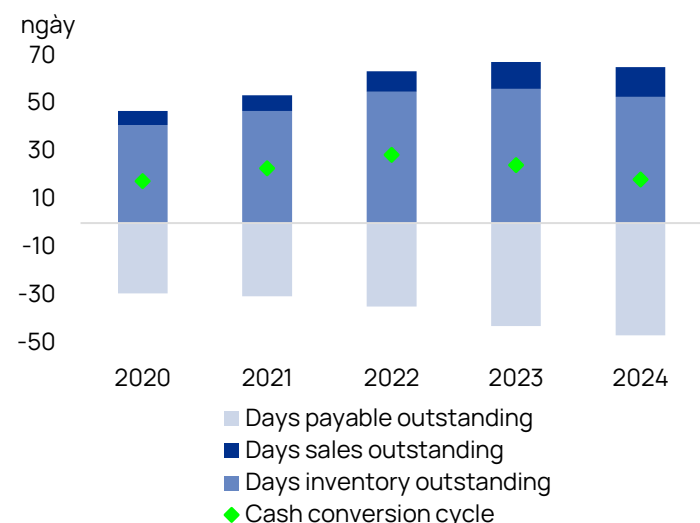
Nguồn: MCH, Vietcap

Hình 52: Dòng tiền so với LNST sau lợi ích CĐTS của MCH



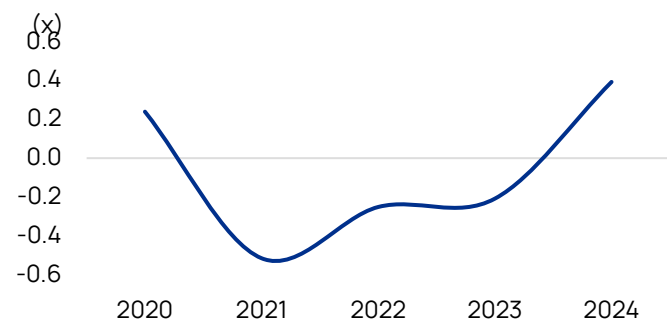
Nguồn: MCH, Vietcap

Hình 53: Quản lý vốn lưu động của MCH



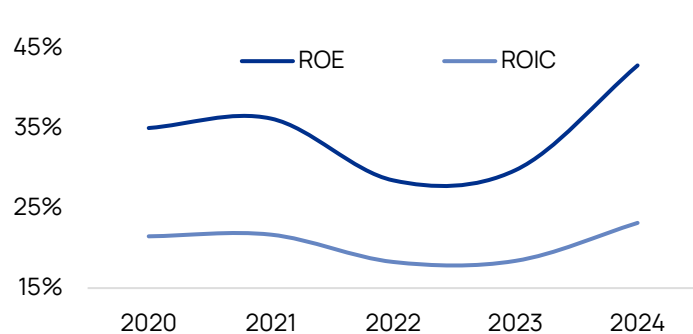
Nguồn: MCH, Vietcap

Hình 54: Tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH của MCH



Nguồn: MCH, Vietcap

Hình 55: Vị thế tạo lợi nhuận của MCH



Nguồn: MCH, Vietcap

Sức khỏe tài chính. MCH có vị thế tạo dòng tiền mạnh mẽ với tỷ lệ CFO/LNST sau lợi ích CBTS trung bình là 94% trong giai đoạn 2020-24. FCFE bám sát xu hướng của CFO khi tỷ lệ vốn đầu tư XDCB/doanh thu thuần của MCH trung bình đạt 3,6% trong kỳ. Điều này được hỗ trợ thêm bởi việc chuyển đổi tiền mặt hiệu quả với vòng quay tiền mặt (CCC) dao động trong khoảng 17 đến 29 ngày. Bên cạnh đó, đòn bẩy duy trì ở mức thấp với tỷ lệ nợ ròng/VCSH ở mức khoảng -0,3 lần trong giai đoạn 2020-23. Tuy nhiên, vào năm 2024, nợ vay ròng/VCSH chuyển sang mức dương 0,4 lần do các khoản chi trả cổ tức tiền mặt đặc biệt.

Khả năng sinh lời mạnh mẽ. ROE vững chắc và dao động trong khoảng 28% đến 36% trong giai đoạn 2020-23 trước khi cải thiện đáng kể lên 42% vào năm 2024. Ngoài ra, ROIC tương đối ổn định trong khoảng 18%-23% trong giai đoạn này.

Hiệu quả hoạt động 9T 2025 bị ảnh hưởng bởi những gián đoạn tạm thời trong khâu phân phối. Doanh thu và LNST 9T 2025 lần lượt giảm 3% và 16% YoY. Thứ nhất, các đợt truy quét hàng giả và yêu cầu về hóa đơn điện tử đã khiến các đại lý bán sỉ và nhà bán lẻ nhỏ thận trọng hơn trong việc tích trữ hàng tồn kho.

Thứ hai, mô hình bao phủ trực tiếp mới của MCH đã làm giảm thêm doanh số bán vào kênh phân phối thông qua việc MCH chủ động giảm hàng tồn kho tại các đại lý bán sỉ và nhà phân phối. Doanh thu quý 2 và quý 3/2025 sụt giảm – MCH cho rằng khoảng 40% mức giảm này đến từ việc chủ động tối ưu hóa hàng tồn kho trong hệ thống phân phối. Theo MCH, mỗi khu vực áp dụng thay đổi sẽ cần 3-6 tháng để phục hồi đà tăng trưởng doanh thu và giai đoạn cuối cùng (giai đoạn 6) đã được triển khai vào tháng 9/2025. Quá trình phục hồi của MCH đang diễn ra khi mức giảm doanh thu đã thu hẹp từ -15% YoY trong quý 2/2025 xuống còn -6% YoY trong quý 3/2025; trong đó kênh GT - 10% YoY, kênh MT +13% YoY và xuất khẩu +15% YoY. Số lượng SKU trung bình trên mỗi đơn hàng và mức độ bao phủ của hàng trên mỗi nhân viên kinh doanh đã tăng 50% YoY trong quý 3/2025. Các khu vực nơi MCH triển khai mô hình Bao phủ Trực tiếp trước quý 3/2025 đã ghi nhận tăng trưởng doanh số bán ra dương.

Hình 56: KQKD quý 3 và 9T 2025 của MCH

Tỷ đồng	Q3 2024	Q2 2025	Q3 2025	Q3 2025 YoY	Q3 2025 QoQ	9T 2024	9T 2025	9T 2025 YoY	2024	Dự báo 2025
Doanh thu thuần	7.987	6.276	7.517	-6%	20%	21.955	21.281	-3%	30.897	29.781
Gia vị	2.849	1.985	2.457	-14%	24%	7.667	7.119	-7%	11.198	10.356
Thực phẩm tiện lợi	2.464	1.956	2.614	6%	34%	6.807	6.787	0%	9.155	9.155
Đồ uống đóng chai	1.275	1.096	1.269	0%	16%	3.869	3.577	-8%	5.275	5.011
Cà phê hòa tan	405	398	324	-20%	-19%	1.131	1.190	5%	1.770	1.636
hóa mỹ phẩm	468	443	571	22%	29%	1.314	1.475	12%	1.809	2.021
Xuất khẩu & khác	526	398	282	-46%	-29%	1.167	1.133	-3%	1.690	1.602
Lợi nhuận gộp	3.736	2.769	3.430	-8%	24%	10.228	9.699	-5%	14.405	13.588
SG&A	-1.755	-1.387	-1.630	-7%	17%	-5.095	-4.794	-6%	-6.880	-6.784
LN từ HĐKD	1.981	1.382	1.800	-9%	30%	5.134	4.904	-4%	7.525	6.804
Thu nhập tài chính thuần	382	138	129	-66%	-6%	1.121	371	-67%	1.423	546
Thu nhập tài chính	471	269	269	-43%	0%	1.372	794	-42%	1.801	1.127
Chi phí tài chính	-89	-131	-140	57%	7%	-251	-423	68%	-378	-581
LNTT	2.377	1.546	1.948	-18%	26%	6.300	5.332	-15%	9.004	7.415
LNST sau lợi ích CĐTS	2.072	1.326	1.676	-19%	26%	5.474	4.588	-16%	7.803	6.426
Biên LN gộp	46,8%	44,1%	45,6%			46,6%	45,6%		46,6%	45,6%
Biên LN từ HĐKD	24,8%	22,0%	23,9%			23,4%	23,0%		24,4%	22,8%
SG&A/doanh thu	-22,0%	-22,1%	-21,7%			-23,2%	-22,5%		-22,3%	-22,8%
Thuế TNDN	-12,8%	-14,2%	-14,0%			-13,1%	-14,0%		-12,0%	-13,3%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	25,9%	21,1%	22,3%			24,9%	21,6%		25,3%	21,6%

Nguồn: MSN, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	30.897	29.781	34.376	38.476
Giá vốn hàng bán	-16.493	-16.194	-18.625	-20.695
Lợi nhuận gộp	14.405	13.588	15.751	17.781
Chi phí bán hàng	-5.904	-5.807	-6.635	-7.311
Chi phí quản lí DN	-976	-976	-1.127	-1.261
LN từ HĐKD	7.525	6.804	7.990	9.209
Thu nhập tài chính	1.801	1.127	1.397	1.540
Chi phí tài chính	-378	-581	-581	-581
Trong đó, chi phí lãi vay	-328	-531	-531	-531
Lợi nhuận từ công ty LDLK	65	65	65	65
Lỗ/lãi thuần khác	-8	0	0	0
LNTT	9.004	7.415	8.871	10.233
Thuế TNDN	-1.084	-892	-1.068	-1.232
LNST trước CĐTS	7.921	6.523	7.803	9.001
Lợi ích CĐ thiếu số	-117	-97	-116	-133
LNST sau lợi ích CĐTS	7.803	6.426	7.687	8.868
EBITDA	8.144	7.473	8.671	9.908
EPS cơ bản (báo cáo)	7.421	6.090	7.235	8.288
EPS cơ bản (điều chỉnh)	7.421	6.090	7.235	8.288
EPS pha loãng (báo cáo)	7.421	6.090	7.235	8.288
EPS pha loãng (điều chỉnh)	7.421	6.090	7.235	8.288
DPS/EPS	300%	100%	90%	90%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	9,4%	-3,6%	15,4%	11,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	12,0%	-9,6%	17,4%	15,3%
Tăng trưởng LNTT	11,2%	-17,7%	19,6%	15,4%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	8,9%	-17,9%	18,8%	14,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	46,6%	45,6%	45,8%	46,2%
Biên LN từ HĐ %	24,4%	22,8%	23,2%	23,9%
Biên EBITDA	26,4%	25,1%	25,2%	25,8%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	25,3%	21,6%	22,4%	23,0%
ROE %	42,8%	48,0%	43,8%	42,7%
ROA %	23,1%	21,5%	22,4%	23,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	52,7	54,6	46,7	45,5
Số ngày phải thu	12,4	12,2	11,0	11,2
Số ngày phải trả	46,9	49,1	41,5	42,9
TG luân chuyển tiền	18,2	17,7	16,2	13,8
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	0,7	0,8	1,1	1,3
CS thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,9	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,6	0,8	1,0
Nợ/Tài sản	39%	33%	29%	26%
Nợ/Vốn sử dụng	49%	39%	35%	32%
Nợ/Vốn CSH	39%	16%	-5%	-22%
Khả năng thanh toán lãi vay	23,0	12,8	15,0	17,3

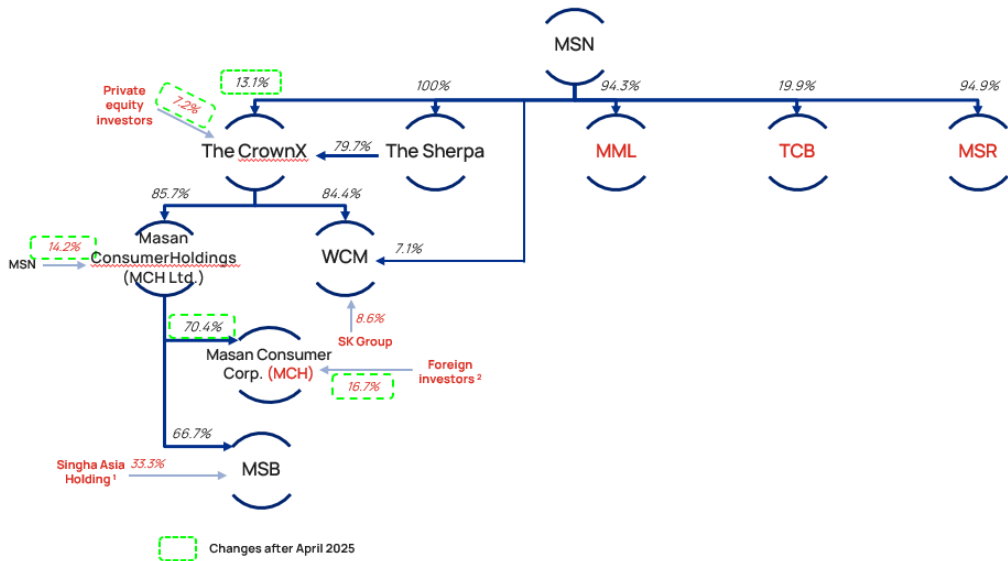
BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	5.677	7.419	6.483	5.532
Đầu tư TC ngắn hạn	710	710	5.344	10.344
Các khoản phải thu	1.031	963	1.111	1.244
Hàng tồn kho	2.582	2.263	2.500	2.665
TS ngắn hạn khác	393	393	393	393
Tổng TS ngắn hạn	10.394	11.748	15.833	20.179
TS dài hạn (gộp)	12.615	13.163	13.761	14.409
- Khấu hao lũy kế	-7.044	-7.744	-8.476	-9.243
TS dài hạn (ròng)	5.571	5.419	5.285	5.167
Đầu tư TC dài hạn	347	353	359	366
TS dài hạn khác	11.589	15.359	15.359	15.359
Tổng TS dài hạn	17.506	21.131	21.004	20.892
Tổng Tài sản	27.900	32.878	36.836	41.070
Phải trả ngắn hạn	2.315	1.959	2.327	2.574
Nợ ngắn hạn	9.067	9.067	9.067	9.067
Nợ ngắn hạn khác	3.219	3.103	3.581	4.009
Tổng nợ ngắn hạn	14.600	14.128	14.975	15.649
Nợ dài hạn	1.764	1.764	1.764	1.764
Nợ dài hạn khác	208	208	208	208
Tổng nợ	16.572	16.100	16.947	17.621
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	7.356	10.697	10.771	10.846
Thặng dư vốn cổ phần	3.649	3.649	3.649	3.649
Lợi nhuận giữ lại	923	3.532	6.495	9.832
Vốn khác	-1.227	-1.227	-1.227	-1.227
Lợi ích CĐTS	628	724	840	973
Vốn chủ sở hữu	11.328	16.779	19.889	23.450
Tổng cộng nguồn vốn	27.900	32.878	36.836	41.070
CP lưu hành cuối năm, tr	1.051,4	1.058,8	1.066,2	1.073,7
Y/E shares out, mn	0,0	0,0	0,0	0,0

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	5.790	5.677	7.419	6.483
Thu nhập ròng	7.803	6.426	7.687	8.868
Khấu hao	680	700	732	767
Thay đổi vốn lưu động	-132	-84	461	377
Điều chỉnh khác	2.619	97	116	133
Tiền từ hoạt động KD	10.970	7.139	8.996	10.144
Vốn đầu tư XD CB, ròng	-514	-548	-598	-648
Đầu tư, ròng	10.245	-3.777	-4.641	-5.007
Tiền từ HĐ đầu tư	9.731	-4.325	-5.239	-5.655
Cổ tức đã trả	-23.070	-4.413	-4.766	-5.515
Tăng (giảm) vốn cổ phần	119	3.342	74	75
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	598	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	1.537	0	0	0
Tiền các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-20.813	-1.072	-4.692	-5.441
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-113	1.742	-936	-951
Tiền cuối năm	5.677	7.419	6.483	5.532

Nguồn: MCH, Vietcap

Phụ lục 1: Cơ cấu doanh nghiệp Tập đoàn Masan (MSN)

Hình 57: Cơ cấu doanh nghiệp của MSN



Nguồn: MSN, Vietcap

Phụ lục 2: Ứng dụng Shikhar của Hindustan Unilever Limited

Shikhar là nền tảng đặt hàng và tương tác số của HUL dành cho các cửa hàng bán lẻ, được xây dựng để bảo vệ và nâng cấp kênh lớn nhất của công ty, vốn đóng góp khoảng 70–75% doanh thu trong các năm qua. Theo HUL, công ty tiếp cận hơn 9 triệu điểm bán, và Shikhar được giới thiệu vào khoảng năm 2019 để số hóa việc đặt hàng, cải thiện khả năng hiển thị các chương trình và cung cấp cho các nhà bán lẻ một giao diện đáng tin cậy kết nối trực tiếp với các nhà phân phối. Giai đoạn đầu tập trung vào các chức năng cơ bản - đặt hàng 24/7, chiết khấu minh bạch và theo dõi giao hàng - nhằm ổn định dòng chảy hàng hóa qua mạng lưới chiếm phần lớn doanh số của HUL.

Từ năm 2019 đến năm 2024, Shikhar đã mở rộng từ một chương trình thí điểm quy mô nhỏ thành một trong những nền tảng B2B của một nhà sản xuất đơn lẻ lớn nhất Ấn Độ, tiếp cận khoảng 1,3–1,4 triệu cửa hàng bán lẻ và nắm bắt khoảng 35% tổng nhu cầu của HUL. Theo HUL và các công ty nghiên cứu, số lượng người dùng Shikhar đã vượt mốc 1,0–1,2 triệu vào năm tài chính 2022 và mở rộng lên 1,3–1,4 triệu vào năm tài chính 2024. Trong cùng kỳ, HUL cho biết 30% nhu cầu đã được số hóa vào năm tài chính 2022 và khoảng 35% vào năm tài chính 2024, với các công ty nghiên cứu tóm tắt điều này là “hơn 1/3 doanh số” hiện đang ghi nhận qua các kênh kỹ thuật số dựa trên nền tảng Shikhar. Những con số này là bằng chứng rõ ràng nhất về tầm quan trọng tài chính của Shikhar: nền tảng này liên quan trực tiếp đến tỷ trọng 2 con số trong tổng sản lượng bán hàng của HUL.

Bộ tính năng của Shikhar đã mở rộng đáng kể trong những năm này, chuyển từ một công cụ đặt hàng đơn giản sang một nền tảng tương tác với nhà bán lẻ dựa trên dữ liệu. Theo HUL, Shikhar đã bổ sung các đề xuất SKU được cá nhân hóa, các chương trình dành riêng cho từng cửa hàng và các mô-đun khuyến mãi dựa trên mô hình nhu cầu tại địa phương. Các công ty nghiên cứu lưu ý rằng các công cụ dựa trên AI - chẳng hạn như tính năng tạo quảng cáo tự động cho các cửa hàng bán lẻ - đã được tích hợp thêm vào nền tảng, cho phép 1,3–1,4 triệu nhà bán lẻ tạo ra nội dung marketing mang tính địa phương cho các thương hiệu của HUL. Từ quan điểm của nhà đầu tư, các tính năng này rất quan trọng vì chúng chuyển Shikhar từ một giao diện logistics thành một động cơ thương mại toàn diện tác động đến danh mục sản phẩm, khả năng hiển thị và xu hướng cao cấp hóa trong kênh thương mại truyền thống.

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Chúng tôi, Hoàng Nam & Bùi Xuân Vinh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.