

Mua vào (giữ nguyên)

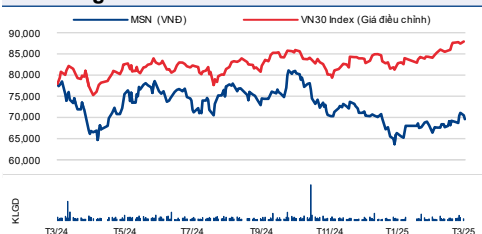
Giá mục tiêu: VNĐ89,300 (từ VNĐ97,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 28.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/3/2025)	69,600
Mã Bloomberg	MSN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	63,700-81,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	70,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	105,300
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,125
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,513
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	741
Slg CP NN được mua (tr.đv)	382
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	23.7%
Tỷ lệ freefloat	46.1%
Cổ đông lớn	ng ty cổ phần Masan (25.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.82	(2.52)	(10.7)
So với chỉ số	0.95	(6.65)	(20.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,043	2,592	(21.2)
2026F	3,085	3,558	(13.3)
2027F	4,251	3,658	16.2

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Masan thông qua các công ty con và công ty liên kết hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ, sản phẩm tiêu dùng nhanh có thương hiệu, thịt mát có thương hiệu, nguyên liệu cơ bản và dịch vụ tài chính.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

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

Trần Đăng Mạnh

Chuyên viên, Ngành Hàng Tiêu Dùng
manh.tdang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Các giao dịch liên quan đến MCH đơn giản hóa MSN; Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MSN nhưng giảm 8% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 89.300đ, đa phần do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận của MCH trong thời gian gần đây và phản ánh tác động của đợt phát hành quyền mua cổ phiếu của MCH cũng như các giao dịch liên quan (nhìn chung tích cực, theo quan điểm của chúng tôi).
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 được điều chỉnh giảm lần lượt 19% và 16%. Tuy nhiên, dự báo mới vẫn cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng trên 50% mỗi năm trong 2 năm. Dự báo lợi nhuận được điều chỉnh giảm sau khi chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận của MCH và MHT.
- MSN đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,8 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân tính từ tháng 1/2017. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 28%, cho thấy P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 43,7 lần và 29 lần.

Sự kiện: MCH phát hành quyền mua + cập nhật triển vọng

HSC cập nhật mô hình dự báo lợi nhuận đối với MSN sau khi xem xét lại triển vọng, điều chỉnh dự báo lợi nhuận của các công ty con chủ chốt và phân tích tác động từ những hoạt động gần đây lên lợi nhuận và định giá của Tập đoàn.

Trước khi chuyển niêm yết cổ phiếu công ty con của MSN là Masan Consumer Corporation (MCH; Mua vào, giá mục tiêu là 172.600đ) sang sàn HSX (từ sàn UPCoM), cổ đông của CrownX (MSN sở hữu 84,9% cổ phần) và Masan Consumer Holdings (MSN sở hữu 72,8% cổ phần) được cho rằng đã hoàn đổi cổ phiếu sang MCH. Do đó, lợi ích kinh tế của MSN tại MCH có vẻ giảm nhiều điểm phần trăm (từ 67,4% trước đó), nhưng cơ cấu tổ chức cũng sẽ trở nên đơn giản hơn và áp lực dòng tiền từ các quyền chọn bán của CrownX cũng giảm bớt.

Tác động: Giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

Cho năm 2025, HSC giảm lần lượt 1% và 19% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần, đạt 82.901 tỷ đồng và 3.091 tỷ đồng. Dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm là do điều chỉnh giảm 10% dự báo lợi nhuận thuần của MCH và điều chỉnh tăng 122% dự báo lỗ tại Masan High-Tech Materials (MHT; chưa khuyến nghị; MSN sở hữu 94,9% cổ phần). Cho năm 2026, chúng tôi giảm lần lượt 1% và 16% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần, đạt lần lượt 91.960 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và 4.667 tỷ đồng (tăng trưởng 51%). Mặc dù điều chỉnh giảm, lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng mạnh lần lượt 55% và 51% trong năm 2025 và 2026 nhờ triển vọng lợi nhuận vững chắc từ TCB và WCM. HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 7% và 39% đạt 97.320 tỷ đồng và 6.482 tỷ đồng. Dự báo EPS năm 2025-2026 lần lượt thấp hơn 21% và 13% so với mức bình quân chậm điều chỉnh của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 8% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 89.300đ (đa phần do giảm định giá MCH) nhưng vẫn duy trì khuyến nghị Mua vào. Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, MSN đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,8 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2017 ở mức 45,9 lần. Mức định giá của MSN cao hơn do các công ty cùng ngành hàng tiêu dùng và bán lẻ. Cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 34,8 lần, cao hơn 136% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 14,8 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	8,185	10,306	10,791 ▼	12,187 ▼	13,380
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	419	1,999	3,091 ▼	4,667 ▼	6,431
EPS ĐC (đồng)	294	1,345	2,043 ▼	3,085 ▼	4,251
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	18,625	19,989	22,032 ▼	25,117 ▼	29,368
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.4	14.8	14.0	12.2	10.8
P/E ĐC (lần)	237	51.8	34.1	22.6	16.4
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	3.74	3.48	3.16	2.77	2.37
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(88.3)	358	52.0	51.0	37.8
ROAE (%)	1.59	7.04	9.73	13.1	15.6

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

Giảm giá mục tiêu do giảm dự báo lợi nhuận của MCH

HSC tin rằng trước khi chuyển niêm yết cổ phiếu công ty con MCH sang sàn HSX, cổ đông công ty sở hữu trung gian của Masan là CrownX và Masan Consumer Holdings sẽ hoán đổi cổ phiếu thành cổ phiếu MCH thông qua các giao dịch liên quan đến đợt phát hành quyền mua gần đây của MCH. Do đó, lợi ích kinh tế của MSN tại MCH có thể sẽ giảm nhiều điểm phần trăm (từ 67,4%), nhưng điều này giúp đảm bảo điều kiện chuyển sàn của MCH và cơ cấu tổ chức của MSN cũng trở nên đơn giản hơn với ít áp lực dòng tiền liên quan đến quyền chọn mua của CrownX. Chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 của MSN, sau khi giảm dự báo lợi nhuận của MCH trong thời gian gần đây và dự báo lỗ nặng hơn tại MHT. Mặc dù dự báo lợi nhuận được điều chỉnh giảm, lợi nhuận thuần của MSN vẫn tăng trưởng hơn 50% mỗi năm trong hai năm tới, nhờ triển vọng lợi nhuận vững chắc của WCM và TCB. Chúng tôi giảm 8% giá mục tiêu đối với đối với MSN xuống 89.300đ nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào.

Giải trình các giao dịch trước khi niêm yết MCH trên sàn HSX

Vấn đề phát hành quyền của MCH và các giao dịch liên quan

Masan Consumer Corporation (MCH) – do MSN sở hữu 67,4% lợi ích kinh tế trước khi các giao dịch có hiệu lực như được miêu tả dưới đây – gần đây huy động được 3.218 tỷ đồng thông qua hoạt động phát hành quyền mua cổ phiếu, trong đó có 321,8 triệu cổ phiếu được bán cho cổ đông hiện hữu với giá 10.000đ/cp (cổ đông đang nắm giữ 1.000 cổ phiếu sẽ được mua 451 cổ phiếu mới). Ngày 7/3/2025, cổ đông lớn nhất của MCH là Masan Consumer Holdings (tư nhân/chưa niêm yết) công bố tỷ lệ sở hữu tại MCH đã giảm xuống còn 70,4% từ 92,6% trước đó. Điều này có nghĩa là Masan Consumer Holdings chỉ dùng thực hiện 22,9% quyền mua để mua 69,2 triệu cổ phiếu mới, còn quyền mua 233,5 triệu cổ phiếu mới còn lại đã được bán cho các nhà đầu tư khác.

Chúng tôi lưu ý rằng MCH là mảng kinh doanh quan trọng nhất của MSN, đóng góp 52% EBITDA của MSN trong năm 2024, trong khi lợi nhuận thuần năm 2024 của Công ty đạt 7.803 tỷ đồng, cao hơn 3,9 lần so với lợi nhuận thuần của MSN.

Cơ cấu cổ đông

Về cơ cấu cổ đông, Masan Consumer Holdings do CrownX (công ty sở hữu trung gian của Masan) nắm giữ 85,7% cổ phần và công ty bia Thái Lan Singha Asia Holding Pte Ltd nắm giữ 14,3% cổ phần. Trong khi đó, CrownX do Sherpa (một công ty sở hữu trung gian khác của Masan; MSN nắm giữ toàn bộ cổ phần) sở hữu 72,7% cổ phần, MSN trực tiếp sở hữu 12,3% cổ phần và các nhà đầu tư khác sở hữu 15,1% cổ phần, trong đó có SK Investment Vina Pte. Ltd.

Theo thỏa thuận cổ đông được ký vào năm 2021, MSN cam kết sẽ nỗ lực hết sức để tiến hành IPO CrownX trước ngày 11/6/2026. Nếu kế hoạch IPO CrownX không diễn ra đúng theo kế hoạch, nhà đầu tư sẽ có quyền yêu cầu Sherpa mua cổ phiếu sau thời hạn IPO với mức giá đã thỏa thuận. Quyền chọn bán vẫn còn hiệu lực đến ngày 11/7/2030.

Chúng tôi tin rằng kế hoạch IPO CrownX không thể diễn ra, và hiểu rằng các cổ đông của CrownX sẽ hoán đổi toàn bộ hoặc một phần cổ phiếu tại CrownX để lấy cổ phiếu MCH trước khi cổ phiếu này chuyển niêm yết sang sàn HSX. Trong khi đó, Singha cũng sẽ hoán đổi 14,3% cổ phần tại Masan Consumer Holdings để lấy cổ phiếu MCH. Nói cách khác, những nhà đầu tư này có thể là những bên mua lại 233,5 triệu cổ phiếu MCH mà Masan Consumer Holdings không mua trong đợt phát hành quyền mua của MCH.

Tác động

Lợi ích kinh tế thực tế của MSN tại MCH có thể giảm bớt

Sau các giao dịch này, lợi ích kinh tế của MSN tại MCH giảm nhiều điểm phần trăm so với thời điểm trước khi thực hiện các giao dịch. Do các giao dịch hoán đổi cổ phiếu chưa hoàn tất (theo như chúng tôi biết), lợi ích kinh tế cuối cùng của MSN tại MCH

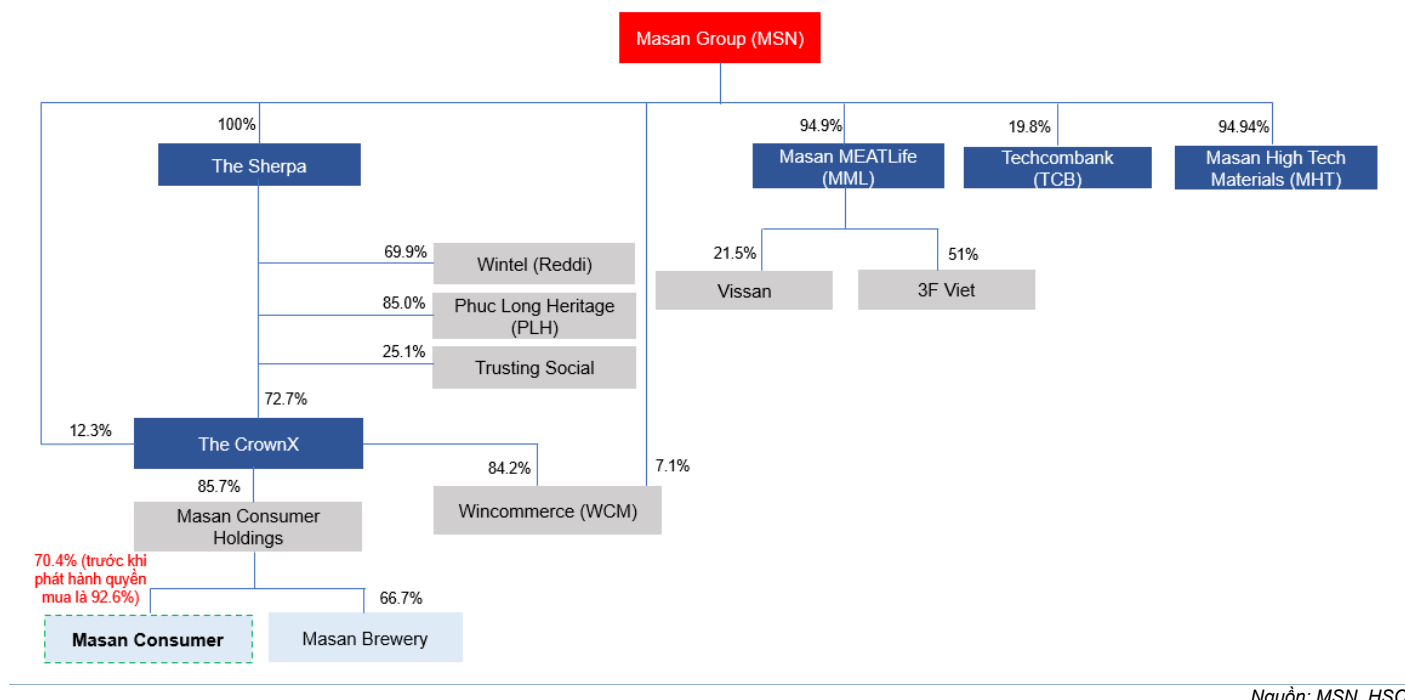
vẫn chưa được xác định. Chúng tôi giả định lợi ích kinh tế mới của MSN tại MCH sẽ ở mức 60% trong mô hình dự báo lợi nhuận.

Cơ cấu tổ chức của Công ty có thể sẽ đơn giản hơn

Sau khi các giao dịch hoàn tất đúng theo kế hoạch, HSC dự báo quyền sở hữu của các nhà đầu tư bên ngoài tại CrownX và Masan Consumer Holdings sẽ bị loại bỏ hoặc ít nhất là giảm đáng kể; trong khi CrownX sẽ sở hữu toàn bộ cổ phần tại Masan Consumer Holdings. Nếu tình huống này xảy ra, cơ cấu tổ chức của MSN sẽ đơn giản hơn.

Biểu đồ 1: Sơ đồ tổ chức của MSN trước các giao dịch gần đây

Vào ngày 7/3, tỷ lệ sở hữu của Masan Consumer Holdings tại MCH giảm xuống còn 70,4% (từ mức 92,6% trước đó); tuy nhiên, cơ cấu sở hữu của CrownX và Masan Consumer Holdings vẫn chưa được hoàn thiện



Áp lực dòng tiền từ quyền chọn bán CrownX có thể sẽ giảm

Các nhà đầu tư bên ngoài đầu tư khoảng 700 triệu USD vào CrownX vào năm 2021 và giá trị thực hiện quyền chọn bán có khả năng cao hơn con số trên. Nếu giao dịch hoán đổi sang cổ phiếu MCH được tiến hành thành công, áp lực dòng tiền của MSN sẽ giảm đáng kể.

KQKD Q4/2024 thấp hơn dự báo của HSC

KQKD Q4/2024 của MSN tích cực, với doanh thu thuần và LNST tăng lần lượt 9% và 199% so với cùng kỳ đạt 22.702 tỷ đồng và 1.547 tỷ đồng (thấp hơn so với dự báo của HSC ở mức 1.892 tỷ đồng) và lợi nhuận thuần tăng mạnh 12,8 lần đạt 691 tỷ đồng (thấp hơn dự báo của chúng tôi ở mức 1.166 tỷ đồng). Trong Q4, MSN ghi nhận khoản thu nhập không thường xuyên với 961 tỷ đồng LNST từ hoạt động chuyển nhượng HC Starck (công ty con của MHT) vào tháng 12/2024. Ngoài trừ khoản thu nhập này – trước đó, chúng tôi giả định con số thấp hơn ở mức 515 tỷ đồng – LNST sẽ đạt 586 tỷ đồng, thấp hơn 57% so với dự báo của chúng tôi ở mức 1.377 tỷ đồng và tăng 13% so với cùng kỳ, thấp hơn nhiều so với dự báo.

Bảng 2: KQKD hợp nhất Q4/2024, MSN

Tỷ đồng	Q4/23	Q4/24	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	Q4/24F	% dự báo của HSC	2023	2024	Tăng trưởng	2024F	% dự báo của HSC
Doanh thu thuần	20,782	22,702	9%	6%	23,887	95%	78,252	83,178	6%	84,363	99%
Lợi nhuận gộp	5,768	7,063	22%	10%	7,868	90%	22,122	24,656	11%	25,461	97%
Lỗ tài chính	(970)	(51)	-95%	-96%	(374)	14%	(5,725)	(3,958)	-31%	(4,281)	92%
Chi phí BH&QL	(4,848)	(4,600)	-5%	-4%	(5,757)	80%	(17,939)	(18,572)	4%	(19,729)	94%
Lãi/lỗ từ công ty LD, LK	1,049	764	-27%	-34%	948	81%	3,999	4,444	11%	4,628	96%
LNTT	948	2,657	180%	70%	2,689	99%	2,562	6,025	135%	6,057	99%
LNST	517	1,547	199%	19%	1,892	82%	1,870	4,273	128%	4,618	93%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	50	856	1611%	43%	727	118%	1,035	2,273	120%	2,145	106%
Lợi nhuận thuần	50	691	1282%	-1%	1,166	59%	418	1,999	378%	2,474	81%

Nguồn: MSN, HSC

Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi trong quý thấp hơn nhiều so với dự báo đa phần do lợi nhuận thuần của MCH thấp hơn dự báo, lỗ tại MHT cao hơn dự kiến và đóng góp thấp hơn từ Techcombank (TCB; Mua vào; giá mục tiêu 31.100đ; MSN sở hữu 19,8% cổ phần), trong khi KQKD của mảng bán lẻ WinCommerce (WCM; chưa khuyến nghị; MSN sở hữu 78,7% cổ phần) và Masan MeatLife (MML; chưa khuyến nghị; MSN sở hữu 94,9% cổ phần) cao hơn dự báo.

Cả năm 2024, doanh thu thuần đạt 83.178 tỷ đồng, tăng trưởng 6% và lợi nhuận thuần đạt 1.999 tỷ đồng, tăng trưởng 378%, thấp hơn dự báo của chúng tôi ở mức 2.474 tỷ đồng. Trong khi đó, LNST từ HĐKD cốt lõi – ngoại trừ các khoản mục bất thường/không thường xuyên (như lợi nhuận từ việc chuyển nhượng HC Starck) – đạt 3.331 tỷ đồng, tăng trưởng 77% và thấp hơn 19% so với dự báo của chúng tôi ở mức 4.103 tỷ đồng.

Dự báo mới: Giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

Thay đổi các dự báo

Cho năm 2025, HSC giảm lần lượt 1% và 19% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần xuống lần lượt 82.901 tỷ đồng và 3.091 tỷ đồng. Dự báo mới cho thấy doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 0% và 55%.

Dự báo cho năm 2025 được điều chỉnh giảm là do:

- Lợi nhuận thuần của MCH được điều chỉnh giảm 10% xuống còn 7.716 tỷ đồng (giảm 1% so với cùng kỳ) do sức chi tiêu của người tiêu dùng phục hồi chậm hơn dự kiến trong khi việc sử dụng một khoản tiền lớn để trả cổ tức làm giảm số dư tiền mặt, dẫn đến doanh thu HĐ tài chính giảm.
- Dự báo thua lỗ tại MHT được điều chỉnh tăng lên 122%, với 1.385 tỷ đồng (tăng 15% so với cùng kỳ) do KQKD Q4/2024 kém khả quan.

Bảng 3: Dự báo cũ và mới, MSN hợp nhất

HSC giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-26, chủ yếu do giảm giả định lợi nhuận thuần của MCH và MHT

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		Lần đầu	Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	83,178	84,363	84,013	89,722	82,901	90,960	97,320	-1%	-1%	1%
Tăng trưởng	6%	8%	0%	7%	0%	10%	7%			
Lợi nhuận thuần	1,999	2,474	3,831	5,544	3,091	4,667	6,482	-19%	-19%	-16%
Tăng trưởng	377%	491%	55%	45%	55%	51%	39%			
LNST 'cốt lõi'	3,311	4,103	6,221	8,366	5,372	7,341	9,513	-19%	-14%	-13%
Tăng trưởng	77%	24%	52%	34%	62%	37%	30%			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Dự báo doanh thu thuần theo các mảng kinh doanh chính, cũ và mới, MSN

HSC nâng dự báo doanh thu đối với MML và PLH trong khi hạ dự báo đối với các công ty con khác

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		Lần đầu	Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F
MCH	30,897	31,943	35,907	39,846	34,574	38,465	42,301	-3%	-4%	-3%
Tăng trưởng	9%	13%	12%	11%	12%	11%	10%			
WCM	32,961	33,151	36,131	38,482	35,893	39,730	42,079	-1%	-1%	3%
Tăng trưởng	10%	11%	9%	7%	9%	11%	6%			
MML	7,650	7,003	7,216	7,720	7,950	8,495	9,072	9%	10%	10%
Tăng trưởng	10%	0%	3%	7%	4%	7%	7%			
PLH	1,621	1,696	1,791	2,055	1,903	2,116	2,391	-4%	6%	3%
Tăng trưởng	6%	10.5%	5.6%	14.8%	17%	11%	13%			
MHT	14,336	14,080	7,657	7,835	6,884	6,953	7,022	2%	-10%	-11%
Tăng trưởng	2%	0%	-46%	2%	-52%	1%	1%			
Khác/ điều chỉnh cho giao dịch nội bộ	(4,288)	(3,509)	(4,690)	(6,217)	(4,302)	(4,799)	(5,545)	22%	-8%	-23%
MSN hợp nhất	83,178	84,363	84,013	89,722	82,901	90,960	97,320	-1%	-1%	1%
Tăng trưởng	6%	8%	0%	7%	0%	10%	7%			

Nguồn: HSC ước tính

Về mặt tích cực, chúng tôi tin rằng WCM và MML có triển vọng tươi sáng hơn. Chúng tôi dự báo WCM sẽ ghi nhận 394 tỷ đồng và 530 tỷ đồng lợi nhuận thuần trong năm 2025 và 2026 (so với dự báo lỗ trước đó). Đối với MML, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ ở mức trung bình là 32 tỷ đồng trong năm 2025 và 54 tỷ đồng trong năm 2026, cao hơn dự báo lỗ của HSC (Bảng 4-5).

Cho năm 2026, chúng tôi giảm lần lượt 1% và 16% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần xuống 91.960 tỷ đồng và 4.667 tỷ đồng. Dự báo mới cho thấy doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 10% và 51%. Trong khi đó, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 7% và 39% đạt 97.320 tỷ đồng và 6.482 tỷ đồng.

Các động lực tăng trưởng chính

Mặc dù giảm dự báo lợi nhuận (so với dự báo trước đó), HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 55% trong năm 2025. nhờ các động lực tăng trưởng bao gồm:

- Đóng góp từ TCB tăng 22% so với cùng kỳ (lên 5.306 tỷ đồng trong năm 2025 từ mức 4.333 tỷ đồng trong năm 2024).
- Chuyển biến lợi nhuận từ WCM. Chúng tôi dự báo WCM sẽ ghi nhận 394 tỷ đồng lợi nhuận thuần trong năm 2025, tăng 89% từ mức nền thấp 209 tỷ đồng trong năm 2024.

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận/(lỗ) thuần cũ và mới của các mảng kinh doanh chính, MSN

HSC giảm 10% dự báo lợi nhuận thuần của MCH trong khi nâng dự báo lợi nhuận thuần đối với WCM, MML và PLH. Đồng thời, chúng tôi cũng nâng dự báo lỗ của MHT

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		Lần đầu	Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F
MCH	7,803	8,034	8,556	9,954	7,716	9,107	10,260	-3%	-10%	-9%
Tăng trưởng	10%	13%	7%	16%	-1%	18%	13%			
WCM	209	(315)	(64)	48	394	530	565	N/m	N/m	1,007%
Tăng trưởng	-146%	-31%	-90%	-109%	89%	34%	7%			
MML	27	(142)	(141)	(93)	32	54	144	N/m	N/m	N/m
Tăng trưởng	-107%	-63%	-40%	N/m	18%	71%	164%			
PLH	124	51	67	86	132	152	172	144%	99%	76%
Tăng trưởng	366%	91.2%	30.8%	29.8%	7%	15%	13%			
MHT	(1,638)	(922)	(625)	(353)	(1,385)	(1,185)	(740)	78%	122%	-14%
Tăng trưởng	4%	-42%	-42.5%	N/m	-15%	-14%	-38%			
Lợi nhuận từ TCB	4,333	4,557	5,393	6,388	5,306	6,336	7,160	-5%	-2%	-1%
Tăng trưởng	13%	19.1%	18.3%	18.5%	22%	19%	13%			

Ghi chú: Tỷ lệ sở hữu của MSN là 100%, loại trừ TCB (hiện MSN sở hữu 19.8%).
Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 89.300đ, đa phần do giảm định giá MCH. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá là 28% tại giá mục tiêu mới và tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định giá mục tiêu, với nhiều thay đổi trong các giả định. Đối với ước tính RNAV, chúng tôi:

- Giảm 6% định giá MCH. Hiện tại, HSC sử dụng giá mục tiêu của MCH trong Báo cáo doanh nghiệp được phát hành ngày 5/3/2025 '[Tâm lý tiêu dùng vẫn thận trọng; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng](#)'. Chúng tôi giả định rằng sau khi cổ đông của CrownX và Masan Consumer Holdings sẽ hoán đổi cổ phiếu của 2 công ty này sang cổ phiếu MCH, lợi ích kinh tế của MSN tại MCH sẽ giảm xuống mức 60%, từ 67,4% trước đó. Theo đó, đóng góp của MCH vào giá trị doanh nghiệp của MSN giảm 18% so với mức định giá trước đó.
- Giảm 9% định giá của WCM, sử dụng P/S hiện tại của các công ty cùng ngành.
- Tăng 30% định giá của MML sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận.
- Tăng 28% định giá của PLH sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận.
- Giảm 40% định giá của MHT sau khi điều chỉnh giảm mạnh dự báo lợi nhuận.
- Tăng 10% định giá của TCB, sử dụng giá mục tiêu hiện tại của HSC Research (được điều chỉnh ngày 3/12/2024).
- Giảm 10% dự báo nợ thuần, sử dụng dự báo dư nợ mới vào cuối năm 2025.

Chúng tôi cũng giảm mức chiết khấu giả định của Tập đoàn xuống 10% (từ 20% trước đó) do áp lực dòng tiền từ quyền chọn bán CrownX giảm. Lưu ý rằng mức tăng RNAV do chiết khấu của Tập đoàn giảm gần như bù trừ hoàn toàn cho mức giảm RNAV do giảm lợi ích kinh tế tại MCH.

Các giả định mới cho thấy RNAV ở mức 155.281 tỷ đồng, thấp hơn 18% so với RNAV đã công bố trước đó. Với mức chiết khấu thấp hơn, giá mục tiêu mới là 89.300đ, thấp hơn 8% so với giá mục tiêu trước đó.

Bảng 6: Định giá SOTP, MSN

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị vốn CSH (cuối 2025)	Lợi ích kinh tế của MSN	Đóng góp vào MSN (cuối 2025)
CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH)	Tại mức định giá mục tiêu	181,471	60.0%	108,882
Wincommerce (WCM)	P/S	27,279	78.7%	21,468
Masan MeatLife (MML)	DCF	3,025	94.9%	2,870
Phúc Long Heritage (PLH)	DCF	3,058	85.0%	2,599
Masan High Tech Materials (MHT)	DCF	1,859	94.9%	1,765
Techcombank (TCB)	Tại mức định giá mục tiêu	219,100	19.8%	43,382
Khác	Giá trị sổ sách			2,282
Tổng giá trị tài sản				183,248
Điều chỉnh chi phí quản lý tại Công ty mẹ và các công ty trung gian				(12,862)
Giá trị tổng tài sản đã điều chỉnh				170,387
(Nợ)/Tiền thuần, hợp nhất				(45,783)
Điều chỉnh cho MCH				1,936
Điều chỉnh cho MML				4,227
Điều chỉnh cho MHT				10,024
Điều chỉnh cho các công ty khác và nợ nội bộ				9,374
(Nợ)/Tiền thuần đã điều chỉnh, cuối 2025				(20,222)
Giá trị tài sản thuần đã điều chỉnh				150,165
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				1,513
RNAV của cổ phiếu				99,255
Chiết khấu tổng giả định			10%	
Giá mục tiêu				89,329

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Giá trị vốn CSH theo các công ty con (tỷ lệ sở hữu đạt 100%*), MSN

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá định giá trị của MCH, MHT trong khi nâng giá định giá trị của MCH, MHT WCM, MML, PLH và TCB

Tỷ đồng	Cũ (T10/24)	Mới	Điều chỉnh
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	193,727	181,471	-6%
Wincommerce	29,836	27,279	-9%
Masan MEATLife	2,328	3,025	30%
Phúc Long Heritage	2,392	3,058	28%
Masan High Tech Materials	3,124	1,859	-40%
Techcombank	199,021	219,100	10%
Công ty khác	5,152	3,445	-33%
Tổng	435,580	439,325	1%

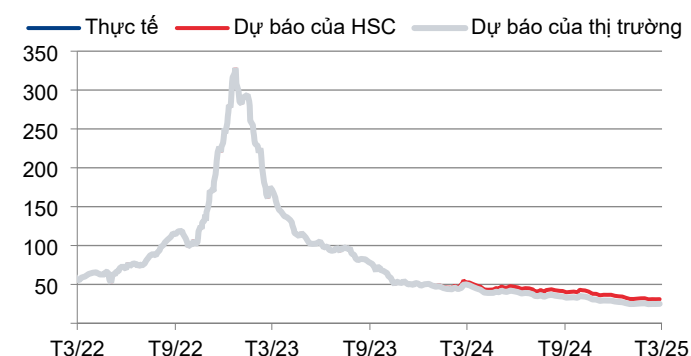
Ghi chú: *Loại trừ TCB (hiện MSN sở hữu 19,8%).
 Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, MSN đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,8 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2017 ở mức 45,9 lần. Mức định giá của MSN cao hơn do các công ty cùng ngành hàng tiêu dùng và bán lẻ. Cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 34,8 lần, cao hơn 136% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 14,8 lần.

Biểu đồ 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, MSN

MSN đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,8 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 9: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MSN

... thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ T1/2017 là 45,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: So sánh các công ty cùng ngành, MSN

MSN có định giá cao hơn so với các công ty ngành Tiêu dùng và Bán lẻ trong khu vực

	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	P/B 2025	P/B 2026
Want Want China Holdings	151:HK	7,745	13.3	12.9	8.3	8.1	3.2	3.0
Unilever Indonesia	UNVR:IJ	3,156	15.1	13.9	10.6	10.0	17.2	13.6
Universal Robina Corp.	URC:PM	2,755	13.0	N/a	7.0	N/a	1.3	N/a
Fraser & Neave	FNH:MK	2,005	15.8	14.9	9.0	8.4	2.3	2.1
Kikkoman Corp	2801:JP	9,557	22.5	22.3	13.2	12.6	2.7	2.5
Indofood Sukses	INDF:IJ	3,887	6.1	5.5	4.9	4.6	0.9	0.8
Mayora Indah Tbk PT	MYOR:IJ	2,935	14.4	12.4	9.2	8.2	2.5	2.2
CTCP Sữa Việt Nam	VNM:VN	5,152	13.9	13.1	9.9	9.3	3.6	3.0
CTCP Bia – Rượu – NGK SG	SAB:VN	2,597	14.0	13.8	10.9	10.8	2.7	2.7
Aeon Co.	8267:JP	22,768	89.7	70.1	10.3	9.7	3.2	3.2
PT Sumber Alfaria	AMRT:IJ	6,059	21.9	N/a	10.9	N/a	4.9	N/a
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG:VN	3,520	18.2	15.3	14.8	14.0	2.8	2.5
Trung vị		6,011	14.8	13.8	10.1	9.5	2.8	2.6
CTCP Tập đoàn Masan	MSN:VN	4,216	34.8	23.0	14.2	12.4	3.2	2.8

Nguồn: MSN, 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	78,252	83,178	82,901	90,960	97,320
Lợi nhuận gộp	22,121	24,656	27,168	30,389	32,886
Chi phí BH&QL	(17,942)	(18,482)	(20,295)	(22,199)	(23,623)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,179	6,173	6,873	8,190	9,262
Lãi vay thuần	(7,357)	(6,189)	(5,839)	(5,980)	(5,971)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	3,896	4,444	5,393	6,422	7,246
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	1,845	1,597	728	811	811
LNTT	2,563	6,025	7,155	9,443	11,349
Chi phí thuế TNDN	(693)	(1,752)	(1,783)	(2,102)	(1,836)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,451)	(2,273)	(2,280)	(2,674)	(3,082)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	419	1,999	3,091	4,667	6,431
Lợi nhuận thuần ĐC	419	1,999	3,091	4,667	6,431
EBITDA ĐC	8,185	10,306	10,791	12,187	13,380
EPS (đồng)	294	1,345	2,043	3,085	4,251
EPS ĐC (đồng)	294	1,345	2,043	3,085	4,251
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,426	1,487	1,513	1,513	1,513
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,426	1,513	1,513	1,513	1,513
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,426	1,513	1,513	1,513	1,513

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	10,125	18,618	19,497	21,698	24,707
Đầu tư ngắn hạn	6,795	608	608	608	608
Phải thu khách hàng	11,985	21,865	21,845	21,839	21,832
Hàng tồn kho	13,175	10,787	10,752	11,797	12,622
Các tài sản ngắn hạn khác	1,684	1,692	1,682	1,672	1,662
Tổng tài sản ngắn hạn	43,763	53,570	54,383	57,613	61,431
TSCĐ hữu hình	30,469	27,121	26,820	26,452	26,018
TSCĐ vô hình	12,106	9,706	9,078	8,450	7,822
Bất động sản đầu tư	709	4,17	1,095	1,036	978
Đầu tư dài hạn	2,938	1,909	1,909	1,909	1,909
Đầu tư vào Cty LD,LK	30,282	33,410	38,101	43,904	50,598
Tài sản dài hạn khác	27,117	21,865	20,905	20,880	20,735
Tổng tài sản dài hạn	103,620	94,015	97,908	102,632	108,060
Tổng cộng tài sản	147,383	147,585	152,291	160,245	169,491
Nợ ngắn hạn	28,030	26,724	24,253	24,312	21,340
Phải trả người bán	6,318	7,171	6,830	7,422	7,896
Nợ ngắn hạn khác	14,109	23,602	23,552	24,040	24,425
Tổng nợ ngắn hạn	50,423	58,712	55,941	57,209	55,232
Nợ dài hạn	41,542	38,825	41,027	40,372	42,082
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	3,406	2,476	2,476	2,476	2,476
Nợ dài hạn khác	8,250	6,331	6,234	6,234	6,234
Tổng nợ dài hạn	53,198	47,632	49,738	49,083	50,793
Tổng nợ phải trả	109,146	106,832	106,166	106,780	106,513
Vốn chủ sở hữu	26,560	30,242	33,333	38,001	44,432
Lợi ích cổ đông thiểu số	11,678	10,510	12,791	15,465	18,546
Tổng vốn chủ sở hữu	38,237	40,752	46,124	53,465	62,978
Tổng nợ phải trả và VCSH	147,383	147,585	152,291	160,245	169,491
BVPS (đ)	18,625	19,989	22,032	25,117	29,368
Nợ thuần*/(tiền mặt)	59,448	46,931	45,783	42,986	38,716

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	4,179	6,173	6,873	8,190	9,262
Khấu hao	(4,007)	(4,133)	(3,918)	(3,997)	(4,117)
Lãi vay thuần	(7,357)	(6,189)	(5,839)	(5,980)	(5,971)
Thuế TNDN đã nộp	(816)	(1,408)	(1,783)	(2,102)	(1,836)
Thay đổi vốn lưu động	631	6,519	(346)	157	167
Khác	(143)	298	(9,938)	(11,837)	(13,040)
LCT thuần từ HKKD	500	9,525	(7,115)	(7,575)	(7,300)
Đầu tư TS dài hạn	(2,229)	(3,099)	(722)	(1,656)	(1,537)
Góp vốn & đầu tư	(11.8)	(6,557)	0	0	0
Thanh lý	-	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐĐT	-	-	-	-	-
Cổ tức trả cho CSH	(244)	(1,721)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	71.1	6,412	0	0	0
Tăng/giảm nợ	3,734	4,995	(269)	(596)	(1,261)
Khác	(15.3)	(14.1)	7,176	9,828	10,780
LCT thuần từ HĐTC	3,546	9,672	6,907	9,232	9,519
Tiền & tương đương tiền đầu kì	13,853	10,125	18,618	19,497	21,698
LCT thuần trong kỳ	-	-	-	-	-
Ảnh hưởng của tỷ giá	48.4	(10.1)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	-	-	-	-	-
Dòng tiền tự do	(1,728)	6,426	(7,837)	(9,231)	(8,836)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	28.3	29.6	32.8	33.4	33.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.5	12.4	13.0	13.4	13.7
Tỷ suất LNT (%)	0.54	2.40	3.73	5.13	6.61
Thuế TNDN hiện hành (%)	27.0	29.1	24.9	22.3	16.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	2.71	6.30	(0.33)	9.72	6.99
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(9.81)	25.9	4.70	12.9	9.79
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(88.3)	377	54.6	51.0	37.8
Tăng trưởng EPS (%)	(88.3)	358	52.0	51.0	37.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(88.3)	358	52.0	51.0	37.8
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.59	7.04	9.73	13.1	15.6
ROACE (%)	4.83	6.64	7.42	8.21	8.53
Vòng quay tài sản (lần)	0.54	0.56	0.55	0.58	0.59
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	0.12	1.54	(1.04)	(0.92)	(0.79)
Số ngày tồn kho	85.7	67.3	70.4	71.1	71.5
Số ngày phải thu	77.9	136	143	132	124
Số ngày phải trả	41.1	44.7	44.7	44.7	44.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	227	156	138	114	87.6
Nợ/tài sản (%)	47.8	44.5	43.0	40.5	37.5
EBIT/lãi vay (lần)	0.57	1.00	1.18	1.37	1.55
Nợ/EBITDA (lần)	8.60	6.38	6.07	5.32	4.76
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.87	0.91	0.97	1.01	1.11
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.03	1.83	1.82	1.63	1.48
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.4	14.8	14.0	12.2	10.8
P/E (lần)	237	51.8	34.1	22.6	16.4
P/E ĐC (lần)	237	51.8	34.1	22.6	16.4
P/B (lần)	3.74	3.48	3.16	2.77	2.37
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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