

## CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

MUA +50,0%

Ngành	FMCG & Bán lẻ
Ngày báo cáo	25/11/2024
Giá hiện tại	72.000 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>108.000 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	102.800 VND
TL tăng	+50,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+50,0%</b>

GT vốn hóa	100 nghìn tỷ đồng
Room KN	23,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	730 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1,44 tỷ
Pha loãng	1,51 tỷ

	MSN	VNI
P/E (trượt) <sup>1</sup>	77,0x	14,4x
P/B (hiện tại)	3,5x	1,6x
ROE <sup>1</sup>	4,7%	12,5%
ROA <sup>1</sup>	0,9%	1,9%

<sup>1</sup> Dựa trên lợi nhuận cốt lõi

## Tổng quan Công ty

Tập đoàn Masan chuyên kinh doanh trong lĩnh vực tiêu dùng bao gồm FMCG, bán lẻ và chuỗi giá trị thịt. Các kế hoạch mới nhằm hướng tới một hệ sinh thái công nghệ tiêu dùng với các sản phẩm viễn thông và fintech. Các mảng kinh doanh khác bao gồm vật liệu từ kim loại và cổ phần CTLK tại Techcombank.

## Diễn biến giá cổ phiếu



**Huỳnh Thu Hà**  
Chuyên viên cao cấp

**Hoàng Nam**  
Phó Giám đốc

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	78.252	83.309	86.870	97.066
% YoY	2,7%	6,5%	4,3%	11,7%
LN từ HĐKD	-10,5%	37,9%	37,4%	23,1%
LNTT	-50,2%	126,4%	28,2%	35,9%
LNST sau lợi ích CĐTS <sup>1</sup> (tỷ đồng)	419	1.452	3.235	4.886
EPS <sup>1</sup>	-84,7%	226,9%	121,6%	50,4%
Biên EBITDA <sup>2</sup>	15,4%	10,6%	18,0%	18,2%
Biên LN từ HĐKD	5,3%	6,9%	9,1%	10,0%
Biên LN ròng <sup>1</sup>	0,5%	1,7%	3,7%	5,0%
Dòng tiền tự do/DT	-1,7%	-3,4%	-6,3%	2,0%
EV/EBITDA <sup>2</sup>	17,1x	23,4x	13,2x	11,7x
P/E <sup>1</sup>	245,2x	71,1x	32,1x	21,4x
P/B	3,9x	3,3x	3,0x	2,7x
ROE <sup>1</sup>	1,6%	5,1%	9,9%	13,6%

<sup>1</sup> Dựa trên lợi nhuận cốt lõi không bao gồm thu nhập tài chính bất thường; <sup>2</sup> EBITDA cốt lõi không bao gồm lợi nhuận từ Techcombank (TCB)

## Lợi nhuận mảng tiêu dùng sẽ tiếp tục tăng trưởng 2 chữ số

- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA và tăng 5% giá mục tiêu của chúng tôi đối với CTCP Tập đoàn Masan (MSN) lên mức 108.000 đồng.
- Mức giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là do chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi sang cuối năm 2025 (xem thêm chi tiết tại trang 4).
- Chúng tôi tăng 11% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 do tác động kết hợp của việc LNST tăng 3%, trong khi dự báo lợi ích CĐTS của chúng tôi giảm 3%. LNST tăng là do [chúng tôi tăng LNST dự kiến của TCB thêm 5%](#) (do KQKD tốt hơn dự kiến của ngân hàng này), nhưng bị ảnh hưởng một phần bởi mức giảm 5% của chúng tôi đối với lợi nhuận từ HĐKD của MSN. Mức giảm đối với lợi nhuận từ HĐKD này chủ yếu đến từ việc chúng tôi giảm lợi nhuận từ HĐKD của MSR 104% (do KQKD thấp hơn kỳ vọng của công ty này trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024), được bù đắp một phần bởi mức tăng 2% của lợi nhuận từ HĐKD kết hợp của các mảng kinh doanh tiêu dùng-bán lẻ (MCH UpCOM; WCM, MML, và PL). Do chúng tôi điều chỉnh giảm lợi nhuận từ HĐKD của MSN, nên chúng tôi cũng giảm lợi ích CĐTS của MSN bớt đi 3% so với dự báo trước đây của chúng tôi.
- Chúng tôi tăng 2% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 của chúng tôi, do chúng tôi tăng LNST sau lợi ích CĐTS của WCM thêm 15% (chủ yếu bởi tỷ lệ sở hữu của MSN tăng; xem trang 4) và giảm lỗ ròng của MML 34%, nhờ sự chuyển dịch trọng tâm của MML sang mảng thịt chế biến và thịt lợn có thương hiệu với biên lợi nhuận cao hơn, đồng thời giảm hoạt động kinh doanh của mảng gà trang trại. Chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 của chúng tôi ở mức gần như không đổi.
- Yếu tố hỗ trợ:** Giảm tỷ trọng của MSR để giảm nợ ròng; tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn dự kiến từ MCH UpCOM và WCM.
- Rủi ro:** Lợi nhuận tại WCM cải thiện ở mức thấp hơn so với dự kiến; Lợi nhuận tại MSR thấp hơn dự kiến.

**Tăng cường tập trung vào mảng tiêu dùng-bán lẻ với việc tăng tỷ lệ sở hữu tại WCM, và thu hẹp quy mô hoạt động tại MSR:** Trong quý 3/2024, WCM đã đạt LNST dương ở mức 20 tỷ đồng (biên LNST là 0,2%), chủ yếu do đòn bẩy hoạt động được cải thiện nhờ mức tăng 9% YoY và 10% QoQ của doanh số trong quý 3. Việc gia tăng cổ phần tại WCM có thể sẽ cho phép MSN hợp nhất phần lợi nhuận lớn hơn từ công ty bán lẻ hiện đại này trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng WCM sẽ lần lượt đóng góp 11%/22% vào LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/2029 của MSN. Kết hợp với việc dự kiến bán 100% cổ phần tại HCS cho Mitsubishi Materials vào cuối năm 2024, chúng tôi cho rằng các động thái này sẽ hỗ trợ kế hoạch tập trung vào mảng tiêu dùng-bán lẻ và nỗ lực giảm đòn bẩy tài chính của MSN.

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm của chúng tôi về tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EBIT giai đoạn 2024-29 của MCH UpCOM ở mức 12% do KQKD giai đoạn 9 tháng đầu năm của công ty phù hợp với dự báo của chúng tôi. Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024 của MCH UpCOM đã đạt 14% YoY, nhờ hoạt động đổi mới sản phẩm và nâng cao giá trị sản phẩm. Doanh thu từ các sản phẩm mới trong 1 năm qua đã tăng 47% YoY trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024, đóng góp 7% vào tổng doanh số của MCH UpCOM. Công ty cũng đạt được mức lợi nhuận khả quan với biên lợi nhuận gộp ở mức 47% và biên lợi nhuận từ HĐKD/biên lợi nhuận ròng lần lượt đạt 23%/25%. Tuy nhiên, chúng tôi giả định rằng MCH UpCOM sẽ chi trả 19,5 nghìn tỷ đồng tổng cổ tức tiền mặt trong giai đoạn từ quý 4/2024 – năm 2025 (xem thêm chi tiết tại trang 4). Điều này khiến cho LNST sau lợi ích CĐTS của MCH UpCOM lần lượt giảm 3%/4% trong các năm 2025/26, do chúng tôi lần lượt giảm 23%/29% mức thu nhập lãi suất dự kiến. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng MCH UpCOM sẽ ghi nhận CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-29 ở mức 10%.

## Dự báo 2024: Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS tăng 11% do LNST tăng và lợi ích CĐTS giảm

Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 cũ	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2024 mới YoY	Nhận định của Vietcap
<b>Doanh thu thuần<sup>1</sup></b>	<b>78.252</b>	<b>85.185</b>	<b>83.309</b>	<b>6%</b>	
– MCH UpCOM	28.241	31.425	31.248	11%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng 12% YoY của mảng thực phẩm tiện lợi (31% tổng doanh thu).
– WinCommerce (WCM)	30.054	33.838	32.818	9%	* Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng trưởng doanh số cùng của hàng (SSSG) 8% do WMP đã thành công trong việc cải tạo cửa hàng, (2) mức đóng góp cả năm của 312 cửa hàng được khai trương vào năm 2023, và (3) giả định của chúng tôi về 170 cửa hàng minimart mới trong năm 2024 (giảm từ mức trước đây là 300 cửa hàng).
– Phúc Long (PL)	1.535	1.772	1.676	9%	* Dự báo tăng trưởng doanh số bán của chúng tôi chủ yếu đến từ kỳ vọng của chúng tôi về việc mở thêm 30 cửa hàng flagship mới vào năm 2024.
– Masan MEATLife (MML)	6.984	6.952	7.248	4%	
– MSR	14.093	15.026	14.531	3%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD<sup>1</sup></b>	<b>4.179</b>	<b>6.064</b>	<b>5.763</b>	<b>38%</b>	
– MCH UpCOM	6.721	7.601	7.659	14%	
– WCM	-330	45	58	N.M.	* Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận từ HĐKD vì biên lợi nhuận từ HĐKD đã đạt mức 1% trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024, cao hơn so với dự báo của chúng tôi
– PL	85	185	171	101%	* Chúng tôi giảm 8% dự báo lợi nhuận từ HĐKD của PL nhằm phản ánh mức lợi nhuận từ HĐKD thấp hơn dự kiến trong 9 tháng đầu năm 2024.
– MML	-224	25	97	N.M.	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận từ HĐKD của chúng tôi lên mức dương để phản ánh mức KQKD tốt hơn dự kiến của MML trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024 nhờ (1) KQKD tốt hơn dự kiến của mảng thịt chế biến và (2) giá thịt lợn cao hơn dự kiến.
– MSR	-92	352	-14	-84%	* Chúng tôi giảm 104% dự báo lợi nhuận từ HĐKD của chúng tôi đối với MSR do KQKD thấp hơn dự kiến của công ty trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024, mà chúng tôi cho rằng nguyên nhân một phần là do cơn bão Yagi đã làm gián đoạn hoạt động kinh doanh trong quý 3/2024 của MSR.
<b>Lợi nhuận từ CT LDLK</b>	<b>3.896</b>	<b>4.335</b>	<b>4.569</b>	<b>17%</b>	* <a href="#">Lợi nhuận chủ yếu đến từ TCB.</a> Chúng tôi tăng 5% lợi nhuận chia sẻ từ TCB nhờ KQKD tốt hơn dự kiến trong giai đoạn nửa đầu năm 2024 của công ty.
Lỗ tài chính ròng	-5.724	-4.743	-4.743	-17%	
Thu nhập tài chính	2.405	2.854	2.854	19%	* Bao gồm dự báo của chúng tôi về (1) khoản thu nhập lãi 1,9 nghìn tỷ đồng và (2) khoản lợi nhuận bất thường 1 nghìn tỷ đồng từ việc bán 100% cổ phần tại HCS của MSR.
Chi phí tài chính	-8.130	-7.597	-7.597	-7%	
<b>LNST</b>	<b>1.870</b>	<b>4.609</b>	<b>4.750</b>	<b>154%</b>	* Dự báo tăng đối với TCB đã dẫn đến mức tăng 3% của LNST.
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>419</b>	<b>2.037</b>	<b>2.252</b>	<b>438%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi<sup>2</sup></b>	<b>419</b>	<b>1.237</b>	<b>1.452</b>	<b>247%</b>	
<b>Biên LN từ HĐKD</b>	<b>5,3%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,9%</b>		
– MCH UpCOM	23,8%	24,2%	24,5%		
– WCM	-1,1%	0,1%	0,2%		
– PL	5,6%	10,5%	10,2%		
– MML	-3,2%	0,4%	1,3%		
– MSR	-0,7%	2,3%	-0,1%		

Nguồn: MSN, Vietcap; <sup>1</sup> Sự chênh lệch giữa doanh thu ròng và lợi nhuận từ HĐKD chủ yếu đến từ các giao dịch nội bộ liên công ty và hoạt động của Công ty TNHH Masan Brewery (MSB), <sup>2</sup> không bao gồm các khoản thu nhập/chi phí tài chính bất thường.

## Dự báo năm 2025: Lợi nhuận từ HĐKD của mảng tiêu dùng-bán lẻ dự kiến sẽ tăng 17% YoY, lợi nhuận của MSR dự kiến sẽ cải thiện

Hình 2: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2025	Dự báo 2025 YoY	Nhận định của Vietcap
<b>Doanh thu thuần<sup>1</sup></b>	<b>83.309</b>	<b>86.870</b>	<b>4%</b>	
– MCH UpCOM	31.248	35.015	12%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi mảng gia vị (+12% YoY), thực phẩm tiện lợi (+15% YoY), và đồ uống (+10% YoY).
– WinCommerce (WCM)	32.818	37.331	14%	* Được thúc đẩy bởi (1) mức SSSG 8%, (2) đóng góp cả năm từ 170 cửa hàng mới khai trương vào năm 2024, và (3) giả định của chúng tôi về việc mở thêm 300 cửa hàng minimart mới vào năm 2025.
– Phúc Long (PL)	1.676	1.875	12%	* Dự báo tăng trưởng doanh số của chúng tôi chủ yếu đến từ kỳ vọng của chúng tôi về (1) đóng góp cả năm của 30 cửa hàng mới trong năm 2024, (2) việc mở thêm 30 cửa hàng mới vào năm 2025, và (3) mức SSSG 5%, do chúng tôi cho rằng mức giả định cao hơn trong năm 2025 sẽ hỗ trợ cho sự phục hồi của mảng bán lẻ F&B.
– Masan MEATLife (MML)	7.248	7.713	6%	* Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng trưởng 10% YoY của doanh thu thịt chế biến, (2) mức tăng trưởng 6% YoY của doanh thu thịt lợn, và (3) mức tăng trưởng 2% YoY của doanh thu thịt gà. Chúng tôi cho rằng MML sẽ tập trung vào việc thúc đẩy doanh số mảng thị chế biến và thịt lợn có thương hiệu (với biên lợi nhuận gộp ổn định hơn), đồng thời giảm dần doanh số của mảng gà trang trại (dễ bị ảnh hưởng bởi biến động của giá hàng hóa).
– MSR	14.531	9.992	-31%	* Chúng tôi cho rằng sự vắng mặt của HCS vào năm 2025 sẽ làm giảm sự phụ thuộc của MSR vào doanh thu từ thị trường quốc tế.
<b>Lợi nhuận từ HĐKD<sup>1</sup></b>	<b>5.763</b>	<b>7.921</b>	<b>37%</b>	
– MCH UpCOM	7.659	8.752	14%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng trưởng doanh số và (2) mức tăng 50 điểm cơ bản YoY của biên lợi nhuận từ HĐKD chủ yếu nhờ sự gia tăng đóng góp của danh mục gia vị (thường có biên lợi nhuận cao hơn so với các danh mục khác) thông qua hoạt động đổi mới sản phẩm.
– WCM	58	318	444%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) đòn bẩy hoạt động và (2) mức tăng 50 điểm cơ bản YoY của biên lợi nhuận gộp vì chúng tôi cho rằng mức giả định lớn hơn cùng với hoạt động mở rộng số lượng cửa hàng sẽ giúp tăng khả năng thương lượng của WCM với các nhà cung cấp. Chúng tôi kỳ vọng WCM sẽ đóng góp 138 tỷ đồng LNST cho MSN vào năm 2025.
– PL	171	206	20%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi đòn bẩy hoạt động.
– MML	97	70	-28%	
– MSR	-14	909	N.M.	* Chúng tôi kỳ vọng (1) quá trình chuyển đổi hàng tồn kho đồng thành tiền được đẩy nhanh và (2) sự vắng mặt của HCS sẽ giúp cải thiện lợi nhuận từ HĐKD năm 2025 của MSR.
<b>Lợi nhuận từ CT LDLK</b>	<b>4.569</b>	<b>5.194</b>	<b>14%</b>	* <a href="#">Lợi nhuận chủ yếu đến từ TCB.</a>
Lỗ tài chính ròng	-4.743	-5.890	24%	
Thu nhập tài chính	2.854	1.069	-63%	* Nguyên nhân của mức giảm chủ yếu do không ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường 1 nghìn tỷ đồng từ việc bán 100% cổ phần tại HCS vào năm 2024 của MSR.
Chi phí tài chính	-7.597	-6.959	-8%	
<b>LNST</b>	<b>4.750</b>	<b>6.303</b>	<b>33%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>2.252</b>	<b>3.235</b>	<b>44%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi<sup>2</sup></b>	<b>1.452</b>	<b>3.235</b>	<b>123%</b>	
<b>Biên LN từ HĐKD</b>	<b>6,9%</b>	<b>9,1%</b>		
– MCH UpCOM	24,5%	25,0%		
– WCM	0,2%	0,9%		
– PL	10,2%	11,0%		
– MML	1,3%	0,9%		
– MSR	-0,1%	9,1%		

Nguồn: MSN, Vietcap; <sup>1</sup> Sự chênh lệch giữa doanh thu ròng và lợi nhuận từ HĐKD chủ yếu đến từ các giao dịch nội bộ liên công ty và hoạt động của Công ty TNHH Masan Brewery (MSB), <sup>2</sup> không bao gồm các khoản thu nhập/chi phí tài chính bất thường.

## Định giá

Chúng tôi duy trì phương pháp định giá tổng của từng phần (SoTP) cho MSN.

**Định giá của chúng tôi tăng 5% so với Báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi**, chủ yếu do chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi sang năm 2025. Ngoài ra, chúng tôi cũng điều chỉnh tăng tỷ lệ sở hữu của MSN tại WCM lên 78,6% vì MSN đã mua thêm 7,1% cổ phần tại WCM từ SK Group trong quý 2/2024. Các yếu tố này đã dẫn đến mức tăng 13% của chúng tôi đối với giá trị đóng góp của WCM cho MSN và mức tăng 2% đối với định giá của MCH UpCOM.

Ngoài ra, chúng tôi cũng giảm 20% giá định của chúng tôi về nợ ròng ở cấp Holdco trong định giá SoTP đối với MSN của chúng tôi xuống mức 19 nghìn tỷ đồng. Nguyên nhân là do MCH UpCOM phải chi trả 19,5 nghìn tỷ đồng tổng cổ tức tiền mặt trong giai đoạn từ quý 4/2024-2025, mà 13,3 nghìn tỷ đồng trong số này sẽ được chi cho MSN. Tác động của dòng cổ tức tiền mặt ròng này sẽ bị ảnh hưởng một phần bởi khoản chi 5,1 nghìn tỷ đồng của MSN nhằm mua lại 7,1% cổ phần tại WCM từ SK Group trong quý 2/2024. Tổng cổ tức tiền mặt bao gồm (1) mức cổ tức tiền mặt 16.800 đồng/cổ phiếu đã được chi trả vào tháng 10/2024, và (2) dự báo của chúng tôi về mức cổ tức tiền mặt 10.000 đồng/cổ phiếu cho năm tài chính 2024, dự kiến sẽ được chi trả vào năm 2025 (tăng từ mức 5.500 đồng/cổ phiếu của dự báo trước đây của chúng tôi). Sau khi chúng tôi đưa khoản tiền mặt chi ra để mua lại cổ phần tại WCM của MSN vào định giá, tác động sẽ là khoản tiền 4,6 nghìn tỷ đồng chảy vào MSN, mà chúng tôi cho rằng công ty sẽ sử dụng khoản tiền này để giảm nợ vay ở cấp độ Holco. Tuy nhiên, điều này sẽ hoàn toàn bị ảnh hưởng bởi việc chúng tôi giảm số dư tiền mặt và khoản đầu tư ngắn hạn vào năm 2025 của MCH UpCOM trong định giá CKDT của chúng tôi.

### Công ty TNHH Hàng tiêu dùng Masan (MCH Ltd.)

Đối với MCH Ltd., chúng tôi áp dụng (1) định giá **chiết khấu dòng tiền (CKDT) 5 năm** với tốc độ tăng trưởng cuối cùng là 4% cho công ty con CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH UpCOM) và (2) P/S mục tiêu là 1 lần cho doanh số năm 2025 của Công ty TNHH MTV Masan Beverage (MSB).

Hình 3: Tóm tắt định giá cho MCH Ltd.

Phương pháp	Giá trị VCSH 100% (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của MCH	Giá trị VCSH đối với MCH (tỷ đồng)
MCH UpCOM CKDT (Dòng tiền tự do)	188.103	93,6%	176.064
MSB P/S	568	66,7%	379
Trừ: Nợ MCH Ltd. vay MCH UpCOM <sup>1</sup>			-3.871
<b>Tổng giá trị vốn chủ sở hữu của MCH Ltd.</b>			<b>171.572</b>

Nguồn: Vietcap; <sup>1</sup>Trong báo cáo tài chính của MCH UpCOM tính đến quý 2/2024, khoản cho vay ngắn hạn phải thu đối với MCH Ltd. là 3,9 nghìn tỷ đồng. Khoản vay này không có bảo đảm và được hưởng lãi suất hàng năm theo thỏa thuận trong hợp đồng giữa MCH UpCOM và MCH Ltd.

## MSN

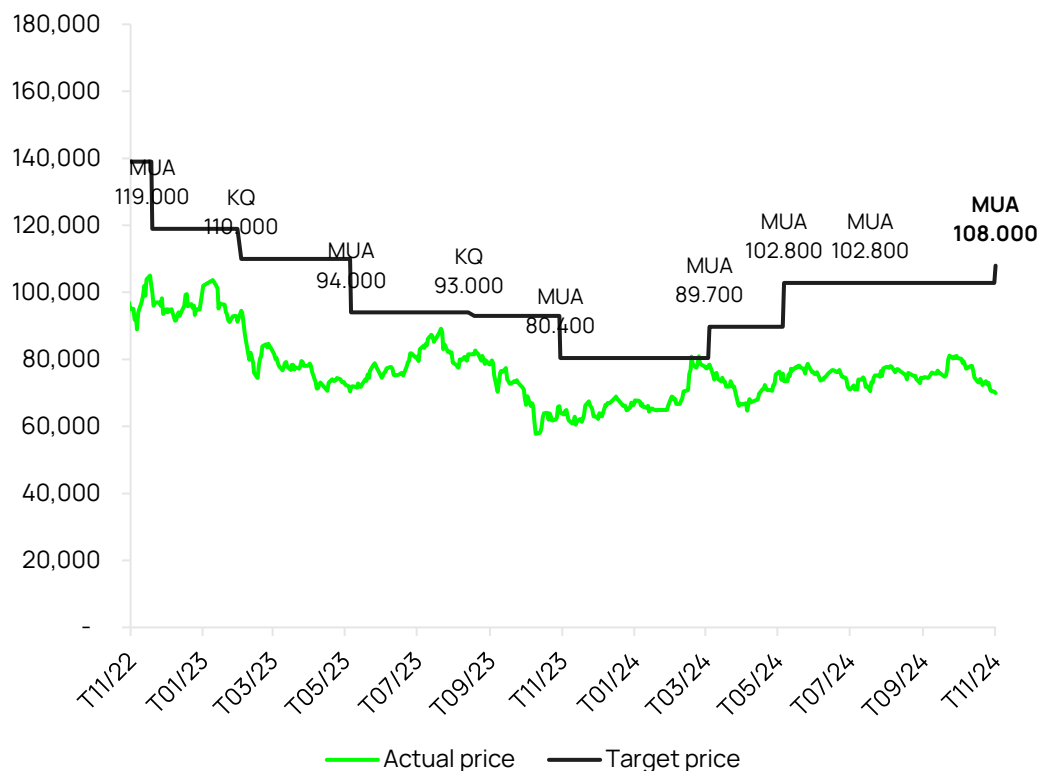
Hình 4: Tóm tắt định giá

Định giá	Phương pháp	Giá trị VCSH 100% (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của MSN	Giá trị VCSH đối với MSN (tỷ đồng)	Các chỉ số định giá mục tiêu tương ứng tại dự báo 2025
MCH Ltd. <sup>1</sup>	CKDT	172.572	72,8%	125.651	P/E 24 lần
WCM	CKDT	32.705	78,6%	25.706	P/S 1,0 lần
PL	EV/EBITDA 17x <sup>2</sup>	7.142	85,0%	6.071	EV/EBITDA 17 lần
MML	EV/EBITDA 13x <sup>2</sup>	3.194	94,9%	3.032	EV/EBITDA 13 lần
MSR	EV/EBITDA 7x <sup>2</sup>	4.288	86,4%	3.704	EV/EBITDA 7 lần
Trusting Social	Giá trị sổ sách	1.511		1.511	
- Nợ vay ròng cấp độ Holdco				-18.984	
TCB		185.079	19,9%	36.831	P/B 1,3 lần
<b>Tổng giá trị VCSH</b>				<b>183.522</b>	
Số lượng cổ phiếu <sup>3</sup> (triệu)				1.520	
Giá mục tiêu trước chiết khấu (đồng)				120.700	
Chiết khấu công ty đa ngành				10%	
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>				<b>108.000</b>	

Nguồn: Vietcap; <sup>1</sup> Tham khảo định giá cho MCH UpCOM tại Hình 3; <sup>2</sup> EV/EBITDA mục tiêu tại EBITDA dự phóng năm 2025; <sup>3</sup> số lượng cổ phiếu pha loãng cuối năm 2025.

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 5: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>78.252</b>	<b>83.309</b>	<b>86.870</b>	<b>97.066</b>
Giá vốn hàng bán	-56.131	-57.607	-57.366	-63.273
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>22.121</b>	<b>25.702</b>	<b>29.504</b>	<b>33.792</b>
Chi phí bán hàng	-14.192	-15.584	-17.180	-19.279
Chi phí quản lý DN	-3.750	-4.355	-4.402	-4.761
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>4.179</b>	<b>5.763</b>	<b>7.921</b>	<b>9.753</b>
Doanh thu tài chính	2.405	2.854	1.069	608
Chi phí tài chính	-8.130	-7.597	-6.959	-6.540
Trong đó, chi phí lãi vay	-6.946	-6.349	-5.710	-5.291
Lợi nhuận từ công ty LDLC	3.896	4.569	5.194	6.072
Lợi nhuận/(chi phí) khác	213	213	213	213
<b>LNTT</b>	<b>2.563</b>	<b>5.801</b>	<b>7.438</b>	<b>10.106</b>
Thuế TNDN	-693	-1.052	-1.135	-1.299
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>1.870</b>	<b>4.750</b>	<b>6.303</b>	<b>8.807</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-1.451	-2.497	-3.069	-3.920
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>419</b>	<b>2.252</b>	<b>3.235</b>	<b>4.886</b>
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh<sup>1</sup></b>	<b>419</b>	<b>1.452</b>	<b>3.235</b>	<b>4.886</b>
EBITDA <sup>2</sup>	15.978	13.386	20.789	23.692
EPS báo cáo, VND	294	1.570	2.243	3.372
EPS điều chỉnh, VND <sup>1</sup>	294	1.012	2.243	3.372
EPS pha loãng, VND <sup>1</sup>	294	960	2.128	3.199
DPS báo cáo, VND	0	0	0	1.000
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	30%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	2,7%	6,5%	4,3%	11,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	-10,5%	37,9%	37,4%	23,1%
Tăng trưởng LNTT	-50,2%	126,4%	28,2%	35,9%
Tăng trưởng EPS pha loãng	-84,7%	226,9%	121,6%	50,4%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	28,3%	30,9%	34,0%	34,8%
Biên LN từ HĐ %	5,3%	6,9%	9,1%	10,0%
Biên EBITDA <sup>2</sup>	20,4%	16,1%	23,9%	24,4%
Biên LNST-CĐTS <sup>1</sup>	0,5%	1,7%	3,7%	5,0%
ROE <sup>1</sup>	1,6%	5,1%	9,9%	13,6%
ROA <sup>1</sup>	0,3%	1,0%	2,3%	3,5%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	89,8	78,5	76,9	75,0
Số ngày phải thu	11,8	11,3	11,2	9,5
Số ngày phải trả	45,9	43,5	45,3	44,6
TG luân chuyển tiền	55,6	46,3	42,8	40,0
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	0,9	0,9	0,8	0,8
CS thanh toán nhanh	0,4	0,4	0,3	0,3
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,3	0,2	0,2
Nợ/Tài sản	47%	47%	42%	39%
Nợ/Vốn sử dụng	65%	61%	54%	50%
Nợ/Vốn CSH	2,0	1,6	1,4	1,2
Khả năng thanh toán lãi vay	0,6	0,9	1,4	1,8

BẢNG CӨKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	10.125	9.469	4.121	2.660
Đầu tư TC ngắn hạn	6.795	6.795	6.795	8.795
Các khoản phải thu	2.310	2.849	2.470	2.607
Hàng tồn kho	13.175	11.599	12.559	13.452
TS ngắn hạn khác	11.359	10.336	10.336	10.336
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>43.763</b>	<b>41.048</b>	<b>36.280</b>	<b>37.849</b>
TS dài hạn (gộp)	73.248	64.857	67.366	70.237
- Khấu hao lũy kế	-27.235	-26.980	-30.491	-34.169
TS dài hạn (ròng)	46.013	37.877	36.875	36.068
Đầu tư TC dài hạn	33.219	36.742	41.923	47.982
TS dài hạn khác	24.387	23.851	23.315	22.779
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>103.620</b>	<b>98.470</b>	<b>102.114</b>	<b>106.829</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>147.383</b>	<b>139.518</b>	<b>138.394</b>	<b>144.679</b>
Phải trả ngắn hạn	6.318	7.042	7.424	8.254
Nợ ngắn hạn	28.030	27.596	27.510	27.539
Nợ ngắn hạn khác	16.074	13.439	13.439	13.439
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>50.423</b>	<b>48.078</b>	<b>48.374</b>	<b>49.232</b>
Nợ dài hạn	41.542	38.242	30.446	28.446
Nợ dài hạn khác	17.182	10.233	10.233	10.233
<b>Tổng nợ</b>	<b>109.146</b>	<b>96.553</b>	<b>89.053</b>	<b>87.912</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	14.308	15.129	15.201	15.273
Thặng dư vốn cổ phần	8.723	14.165	14.165	14.165
Lợi nhuận giữ lại	11.798	9.917	13.151	16.585
Vốn khác	-8.270	-8.270	-8.270	-8.270
Lợi ích CĐTS	11.678	12.025	15.094	19.014
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>38.237</b>	<b>42.965</b>	<b>49.341</b>	<b>56.767</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>147.383</b>	<b>139.518</b>	<b>138.394</b>	<b>144.679</b>
CP lưu hành cuối năm (triệu)	1.431	1.438	1.446	1.453

LUU CHUYỂN TIẾN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>13.853</b>	<b>10.125</b>	<b>9.469</b>	<b>4.121</b>
Lợi nhuận sau thuế	419	1.452	3.235	4.886
Khấu hao	4.124	490	4.256	4.423
Thay đổi vốn lưu động	1.512	908	-199	-199
Điều chỉnh khác	-3.734	-2.280	-2.334	-2.360
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>2.321</b>	<b>570</b>	<b>4.957</b>	<b>6.749</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.211	299	-2.509	-2.871
Đầu tư, ròng	-7.433	1.388	13	-1.987
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-9.644</b>	<b>1.687</b>	<b>-2.496</b>	<b>-4.858</b>
Cổ tức đã trả	-244	0	0	-1.453
Tăng (giảm) vốn	71	821	72	72
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-12.537	-434	-86	28
Tăng (giảm) nợ dài hạn	11.116	-3.300	-7.796	-2.000
Tiền từ các hoạt động TC khác	5.188	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>3.595</b>	<b>-2.913</b>	<b>-7.810</b>	<b>-3.352</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-3.729</b>	<b>-656</b>	<b>-5.348</b>	<b>-1.461</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>10.125</b>	<b>9.469</b>	<b>4.121</b>	<b>2.660</b>

Nguồn: MSN, dự báo của Vietcap; <sup>1</sup>Dựa trên lợi nhuận cốt lõi không bao gồm thu nhập tài chính bất thường; <sup>2</sup>EBITDA cốt lõi bao gồm lợi nhuận từ Techcombank (TCB).

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### 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

##### Nguyễn Anh Duy

**Trưởng phòng cao cấp, ext 123**

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

##### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương

**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam

**Giám đốc, ext 124**

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

#### 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

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng,

**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, 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, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

#### Tuan Nhan

**Giám đốc điều hành**

**Khối môi giới và Giao dịch Chứng  
khoán - Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

**Giám đốc điều hành**

**Khối Môi giới trong nước**

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

#### Nguyễn Quốc Dũng,

**Giám đốc**

**Giao dịch Chứng khoán -  
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn



## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Huỳnh Thu Hà, 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 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.

## 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.