

Vài nét về doanh nghiệp

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

Khuyến nghị

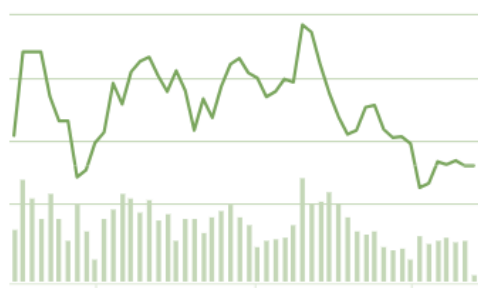
MUA

Giá mục tiêu	93.208
Tiềm năng tăng giá	42%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	42%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đa ngành
Thị giá (05/06/2025)	65,8
Biến động 1 năm	65,5 – 81,1
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	4.938.175
Vốn hóa (Tỷ đồng)	99.551
P/E	40x
P/B	2,1x
%NN sở hữu	25,58%

Diễn biến giá



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

Tỷ lệ sở hữu

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

Chuyên viên phân tích

Ngô Lê Nhật Hạ

nlha@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

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

Bloomberg: VCBS <GO>

SÀI CÁNҺ VƯỜN CAO

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **93.208 đồng/cp** dựa trên triển vọng của ngành tiêu dùng trong năm nay.

CẬP NHẬT KQKD:

MSN ghi nhận kết quả ổn định trong Q1/2025 với doanh thu thuần 18.897 tỷ đồng (+0,2% yoy; +11,1% yoy nếu loại trừ thoái vốn H.C. Starck) và LNST-CDTS đạt 394 tỷ đồng (+278,8% yoy). Tăng trưởng mạnh mẽ đến từ các mảng tiêu dùng như MCH, WCM, MML và PLH với EBITDA tăng lần lượt 12,0%, 45,2%, 43,8% và 32,4% yoy.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Ngành FMCG tiếp tục xu hướng cao cấp hóa

Trong Q1/25, nhu cầu về thực phẩm tiện lợi cao cấp tiếp tục tăng mạnh, với Omachi của MCH đạt doanh thu tăng 20,1% YoY, góp phần nâng tỷ trọng sản phẩm cao cấp lên 56% trong ngành. Ở nhóm gia vị, sản phẩm mainstream và cận cao cấp như nước mắm và hạt nêm cũng tăng trưởng tốt nhờ người tiêu dùng chuyển sang lựa chọn chất lượng hơn, trong khi nước mắm cao cấp tăng trưởng chậm do thị trường phân mảnh và cạnh tranh mạnh.

WCM hoàn tất tái cấu trúc, bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh

Doanh thu Q1/25 của WCM đạt 37.000 tỷ đồng (+10% YoY), biên lợi nhuận ròng 1,6%, và mở thêm 155 cửa hàng, nâng tổng số lên 4.000 – lớn nhất cả nước, với mô hình minimart hiệu quả đặc biệt ở nông thôn. Toàn chuỗi đang hưởng lợi từ xu hướng hiện đại hóa bán lẻ, gia tăng tiêu dùng đa kênh và khai thác hiệu quả hệ sinh thái MSN, đặc biệt qua WIN Membership và các sản phẩm MCH, MML.

MML và MHT dự kiến hưởng lợi nhờ giá bán tăng

Giá heo dự kiến tăng trong 2025 do nguồn cung bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh và quy định mới, hỗ trợ biên lợi nhuận của MML. Giá đồng và vonfram cũng được dự báo tăng qua chiến tranh thương mại Mỹ - Trung giúp cải thiện biên của MHT.

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

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

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH

Tóm tắt biến động kinh doanh Q1.2025

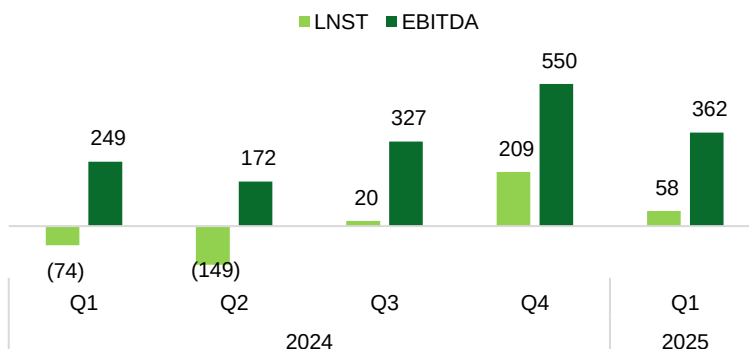
Tiêu chí	24Q1	25Q1	% YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	18.855	18.897	0,2%	
<i>MCH</i>	6.730	7.578	12,6%	Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự đóng góp vững chắc từ các ngành hàng Gia vị (+15,9%), Đồ uống đóng chai (+8,7%), Cà phê (+39,8%), HPC (+13,0%) và doanh thu quốc tế (+73,2%), chủ yếu đến từ Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và Đông Nam Á, trong khi thị trường Mỹ vẫn chiếm dưới 1% doanh thu của MCH.
<i>WCM</i>	7.957	8.785	10,4%	Đà tăng trưởng được thúc đẩy nhờ lưu lượng khách hàng cao hơn, mở rộng mạng lưới và đóng góp từ các cửa hàng mở năm trước; trong đó, tăng trưởng LFL của doanh thu minimart đạt 8,6% và siêu thị đạt 1,4%, cùng với việc WCM khai trương thêm 155 cửa hàng mới trong Q1/25.
<i>MML</i>	1.720	2.070	20,3%	Cải thiện tích cực doanh thu mảng thịt tăng 22,5% nhờ giá heo hơi cao. Thịt chế biến cũng tăng mạnh (+25,8% svck) đóng góp 36% tổng doanh thu, đặc biệt từ các thương hiệu MeatDeli (+201%), Ponnie (+155%) và Heo Cao Bồi (+96%).
<i>PLH</i>	387	424	9,6%	Doanh thu cải thiện nhờ mở rộng số lượng cửa hàng flagship lên 184 (+15% YoY) và tăng mạnh doanh thu từ ngành hàng thực phẩm (+52,1% YoY), nâng tỷ trọng đóng góp từ 5,9% lên 7,9% vào cơ cấu doanh thu.
<i>MSR</i>	3.089	1.393	-54,9%	Doanh thu thuần giảm mạnh do không còn hợp nhất H.C. Starck (HCS) sau khi chuyển nhượng trong năm 2024, trong khi tăng trưởng 12% LFL được hỗ trợ bởi giá nguyên liệu thuận lợi và xu hướng đi lên của các mặt hàng chủ chốt như Bismuth, ATP và Đồng.
LN Gộp	5.255	6.194	17,9%	
EBITDA	3.282	4.003	22,0%	
NPAT - pre MI	479	1.546	222,8%	Chủ yếu nhờ sự phục hồi lợi nhuận tại MML (tăng 163 tỷ), WCM (tăng 132 tỷ) và giảm lỗ đáng kể tại MHT (cải thiện 480 tỷ) sau khi thoái vốn H.C. Starck. MCH tiếp tục đóng góp ổn định với tăng trưởng EBIT hai chữ số, dù NPAT Pre-MI giảm nhẹ do giảm thu nhập tài chính sau chia cổ tức.
Biên gộp	27,87%	32,78%	+491 đcb	
Biên EBITDA	17,41%	21,18%	+378 đcb	
<i>MCH</i>	25,35%	25,23%	-12 đcb	Giảm nhẹ do ảnh hưởng của danh mục đổi mới thường có biên lợi nhuận thấp hơn, dù giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu kết hợp với chi phí nguyên liệu đầu vào tăng, dù công ty vẫn duy trì kỷ luật chi phí và tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ.
<i>WCM</i>	3,14%	4,12%	+98 đcb	Cải thiện qua tăng trưởng LFL, mở rộng mạng lưới cửa hàng và cải thiện hiệu quả vận hành thông qua giảm hao hụt và chi phí logistics.
<i>MML</i>	7,21%	8,60%	+139 đcb	Nhờ giá heo hơi tăng, gia tăng tỷ trọng thịt chế biến (biên cao hơn) và cải thiện năng suất tại các trang trại.
<i>PLH</i>	15,76%	19,10%	+334 đcb	Cải thiện qua mở rộng hệ thống lên 184 cửa hàng flagship (+15% YoY) và tăng tỷ trọng ngành hàng thực phẩm có biên lợi nhuận cao hơn so với đồ uống truyền thống.
<i>MSR</i>	3,79%	29,65%	+2586 đcb	Giá hàng hóa như Bismuth, Đồng, Tungsten tăng mạnh và không còn hợp nhất H.C. Starck – vốn từng kéo giảm biên lợi nhuận.

Chuỗi bán lẻ Wincommerce

WCM ghi nhận lãi ròng đều đặn trong 3 quý liên tiếp

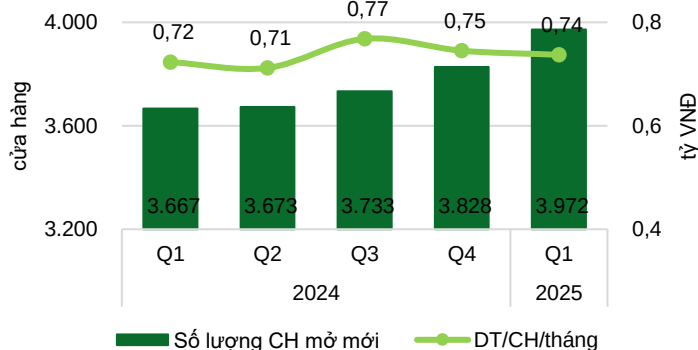
Bước sang Q1/25, đà phục hồi của WCM tiếp tục được duy trì với doanh thu thuần đạt 8.785 tỷ VND, tăng 10,4% so với cùng kỳ. EBITDA tăng mạnh 45,2% YoY, đạt 362 tỷ VND, kéo biên EBITDA lên 4,1% so với mức 3,1% trong quý 1/2024. Đáng chú ý, WCM ghi nhận lợi nhuận ròng (NPAT Pre-MI) 58 tỷ VND, cải thiện mạnh mẽ so với khoản lỗ 74 tỷ VND cùng kỳ, đánh dấu quý thứ ba liên tiếp có lãi.

KQKD của WCM



Nguồn: MSN, VCBS ước tính

Trung bình doanh thu/CH/tháng của WCM

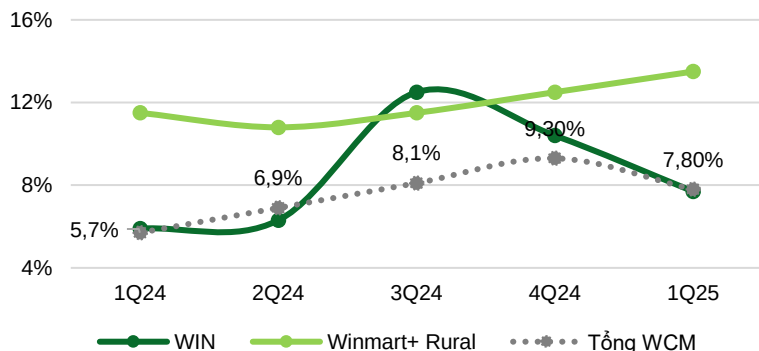


Nguồn: MSN, VCBS tổng hợp

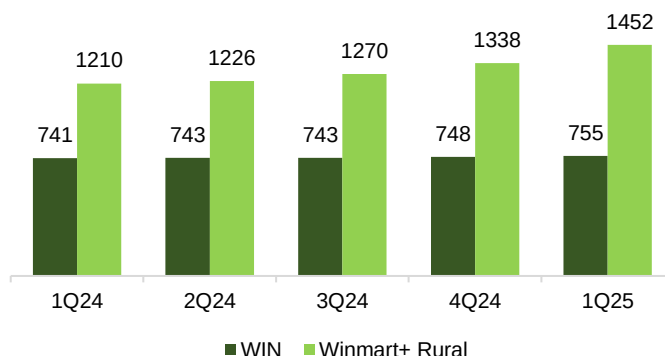
Mô hình WinMart Rural+ tiếp tục đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính trong kỳ với doanh thu LFL tăng mạnh 13,5% YoY, vượt xa mức tăng 7,7% tại đô thị và 8,6% trung bình toàn hệ thống WinMart+. Mô hình Rural+ được thiết kế tinh gọn, tập trung vào các sản phẩm FMCG thiết yếu với giá cả hợp lý, đồng thời tận dụng chi phí đầu tư và vận hành thấp (Capex thấp hơn 40%), giúp nhiều cửa hàng mới có thể sinh lời ngay từ năm đầu. Đặc biệt, biên lợi nhuận ròng LFL tại các cửa hàng Rural+ đạt 2,4%, tăng mạnh so với mức âm -0,8% cùng kỳ, củng cố vai trò của khu vực nông thôn như một động lực tăng trưởng lợi nhuận mới cho toàn hệ thống WCM.

Nhờ tăng trưởng ổn định tại các cửa hàng hiện hữu và hiệu quả vượt trội của các cửa hàng mở mới, doanh thu trên mỗi điểm bán vẫn được duy trì tốt bất chấp tốc độ mở rộng nhanh chóng. Chiến lược mở mới có chọn lọc, kết hợp với việc tối ưu chi phí thất thoát, logistics và danh mục hàng hóa theo từng địa phương, đã giúp WCM tránh được tác động pha loãng doanh thu và giữ vững hiệu suất vận hành trên toàn hệ thống.

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



Số lượng cửa hàng theo mô hình mới



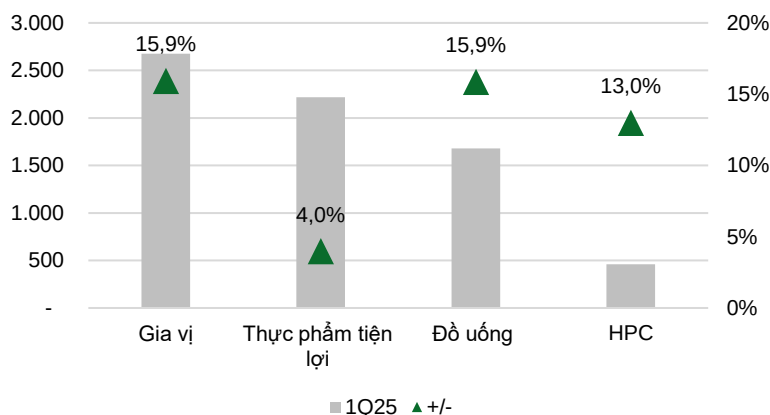
Nguồn: MSN, VCBS tổng hợp

Masan Consumer

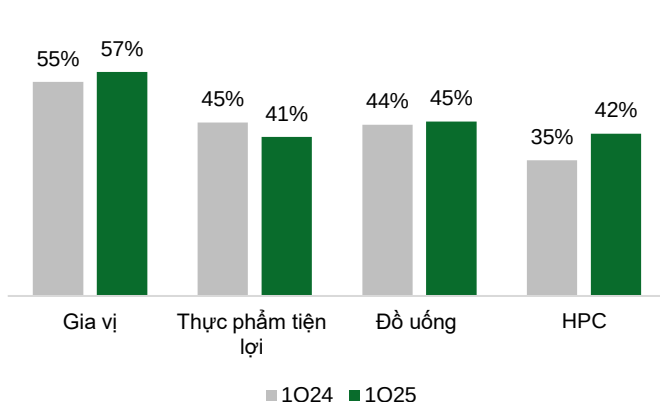
Doanh thu duy trì đà tăng trưởng, biên lợi nhuận điều chỉnh do tăng chi phí đầu tư thương hiệu

Trong Q1/2025, doanh thu thuần của MCH đạt 7.489 tỷ VNĐ (+13,8% svck), ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số nhờ đóng góp tích cực từ ngành gia vị, cà phê và thị trường quốc tế. Biên lợi nhuận gộp được duy trì ở mức cao 46,7% (không đổi svck), phản ánh khả năng kiểm soát giá vốn và cơ cấu sản phẩm lành mạnh. Tuy vậy, biên EBITDA giảm nhẹ 12 đcb do tăng tỷ trọng chi phí bán hàng và tiếp thị nhằm tái đầu tư cho các thương hiệu chiến lược như Omachi, Wake-up 247 và Vinacafé Special – một phần trong định hướng thúc đẩy tăng trưởng dài hạn. Lợi nhuận sau thuế sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 1.586 tỷ VNĐ (-3,6% svck), chủ yếu do giảm thu nhập tài chính, nhiều khả năng nguyên nhân đến từ việc MCH đã thanh lý nhiều khoản đầu tư tiền gửi, trái phiếu và các khoản cho vay để có tiền trả cổ tức mạnh tay, lên tới 23 nghìn tỷ đồng trong năm 2024.

Tăng trưởng theo ngành hàng của MCH



Biên lợi nhuận gộp theo mảng



Nguồn: MCH, VCBS tổng hợp

- **Thực phẩm tiện lợi:** Doanh thu đạt 2.217 tỷ VNĐ (+4% svck) nhờ tăng trưởng mạnh từ Omachi (+20,1%), chiếm 55,7% doanh thu ngành. Trong khi đó, Kokomi giảm do chiến lược giảm tồn kho và tái định vị thương hiệu dự kiến triển khai trong Q2. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 44,5% xuống 40,8% do giá nguyên liệu tăng và cải tiến công thức sản phẩm. Tuy vậy, danh mục cao cấp vẫn được ưu tiên thúc đẩy, đặc biệt là dòng sản phẩm "handy hotpot" và mì 2 ngăn vừa ra mắt.
- **Gia vị:** Ngành gia vị tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của MCH trong Q1/2025 với doanh thu đạt 2.677 tỷ VNĐ (+15,9% svck). Các phân khúc tăng mạnh bao gồm tương ớt (+25,1%), nước tương (+18,6%) và gia vị khác (+21,3%), trong khi nước mắm tăng 11,4%. Chín-Su tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt, chiếm 16,6% tổng doanh thu ngành. Biên lợi nhuận gộp ngành gia vị cải thiện 254 đcb svck nhờ tăng trưởng sản lượng và chiến lược định giá hợp lý, đặc biệt ở nhóm sản phẩm tương ớt và nước tương.
- **Đồ uống:** Doanh thu đồ uống đóng chai đạt 1.212 tỷ VNĐ (+8,7% svck), trong đó Wake-up 247 tiếp tục là sản phẩm chủ lực với mức tăng 10,7%. Trà đóng chai Bupnon Tea365 đạt doanh thu ổn định 116 tỷ đồng. Mặc dù tăng trưởng được duy trì, biên lợi nhuận gộp chỉ cải thiện nhẹ từ 48,3% lên 49,2% nhờ cơ cấu sản phẩm hợp lý và loại bỏ các SKU kém hiệu quả. Ngành hàng cà phê ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất với doanh thu đạt 468 tỷ VNĐ (+39,8% svck), nhờ sự tăng trưởng cả về sản lượng và giá bán. Sản phẩm mới Vinacafé Special mang lại doanh thu 38 tỷ VNĐ trong quý, chỉ sau một quý ra mắt. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh từ 29,4% lên 33,1%, nhờ tối ưu công suất nhà máy và chiến lược giá hiệu quả.

- **HPC:** Doanh thu đạt 461 tỷ VNĐ (+13,0% svck), dẫn dắt bởi thương hiệu Chanté với mức tăng trưởng ấn tượng 135,3% svck, đạt 218 tỷ đồng. Trong khi đó, thương hiệu Net tiếp tục giảm 27,6% do gián đoạn hệ thống phân phối, tuy nhiên dự kiến sẽ phục hồi trong Q2/2025. Biên lợi nhuận gộp của toàn ngành tăng từ 34,8% lên 41,6%, nhờ cơ cấu sản phẩm dịch chuyển sang các dòng có biên cao hơn như Chanté.

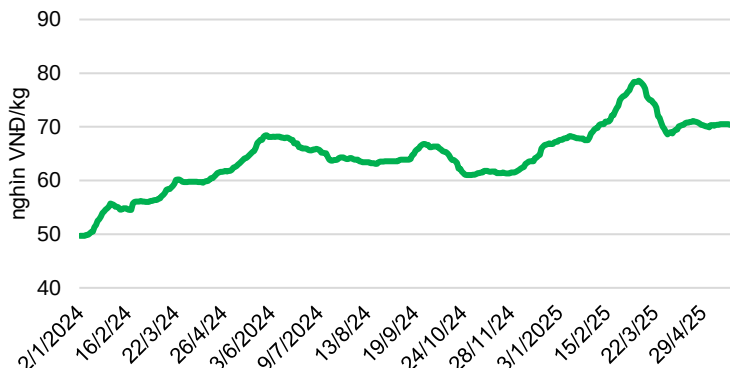
MEATLife

Lợi nhuận phục hồi mạnh nhờ giá heo hơi tăng và mở rộng thị trường thịt chế biến

Trong Q1/2025, MML ghi nhận doanh thu thuần đạt 2.070 tỷ VNĐ (+20,4% svck), nhờ sự phục hồi của giá heo hơi và sản lượng bán tăng ở cả mảng thịt tươi lẫn thịt chế biến. Doanh thu mảng thịt đạt 1.664 tỷ VNĐ (+22,5%), trong đó thịt tươi đạt 919 tỷ (+21,7%) và thịt chế biến đạt 745 tỷ (+25,8%). Sự tăng trưởng mạnh đến từ việc mở rộng hệ thống phân phối, đặc biệt thông qua WinCommerce, và đóng góp tích cực từ các thương hiệu như MeatDeli (+201%), Ponnies (+155%) và Heo Cao Bồi (+96%). Mảng nông trại (farm) cũng ghi nhận tăng trưởng doanh thu 14,9%, đạt 407 tỷ đồng, nhờ giá heo hơi trung bình tăng 15,7% svck.

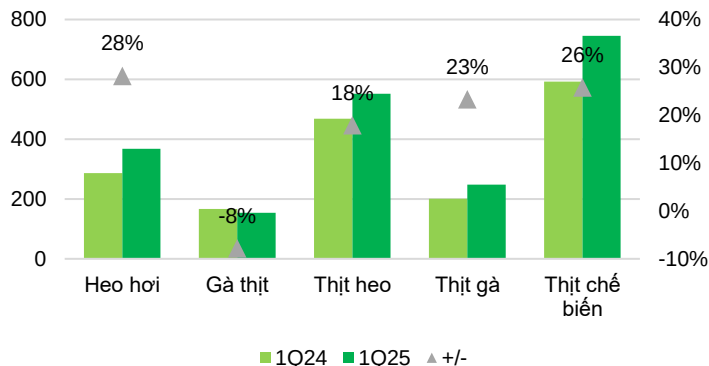
Nhờ hiệu quả vận hành được cải thiện và đóng góp từ các sản phẩm có biên cao, biên EBITDA tăng từ 7,2% lên 8,5%, trong khi lợi nhuận sau thuế chưa bao gồm lợi ích cổ đông thiểu số (NPAT Pre-MI) đạt 116 tỷ VNĐ, cải thiện mạnh so với khoản lỗ 47 tỷ đồng cùng kỳ năm trước. Kết quả này phản ánh sự cải thiện đáng kể về hiệu quả tài chính của MML sau khi tái cấu trúc danh mục và tối ưu hóa hoạt động trong năm 2024.

Diễn biến giá heo hơi



Nguồn: Anova Feed, VCBS tổng hợp

Doanh thu theo mảng của MML



Nguồn: MSN, VCBS tổng hợp

Masan High-Tech Materials

Trong Q1/25, MHT ghi nhận doanh thu thuần đạt 3.155 tỷ VNĐ, giảm mạnh so với cùng kỳ chủ yếu do không còn hợp nhất kết quả kinh doanh của H.C. Starck sau khi chuyển nhượng vào cuối năm 2024. Tuy vậy, nếu xét theo cơ sở tương đương (LFL – like-for-like), doanh thu thực tế tăng 9,8% svck, nhờ giá bán trung bình của các kim loại chính như Bismuth, APT và Đồng đều tăng mạnh.

Biên EBITDA của MHT cải thiện rõ rệt, đạt 29,6% trên cơ sở LFL, tăng 680 điểm cơ bản so với cùng kỳ, nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn và tối ưu chi phí vận hành sau khi tái cấu trúc danh mục. Đồng thời, lỗ ròng (NPAT Pre-MI) được thu hẹp còn -222 tỷ VNĐ, cải thiện 480 tỷ VNĐ svck, phản ánh sự phục hồi về hiệu quả tài chính khi loại bỏ ảnh hưởng tiêu cực từ HCS trong năm trước.

Techcombank

Trong Q1/25, MSN ghi nhận phần lợi nhuận từ công ty liên kết TCB giảm nhẹ so với cùng kỳ, do lợi nhuận sau thuế của TCB giảm 7,2% YoY trong bối cảnh NIM thu hẹp và tín dụng tăng chậm. Ngoài ra, dù TCB đã công bố chia cổ tức tiền mặt 10% (tương đương khoảng 1.400 tỷ

đồng về MSN), khoản này chưa được ghi nhận trong quý do thời gian chi trả dự kiến rơi vào nửa cuối năm.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

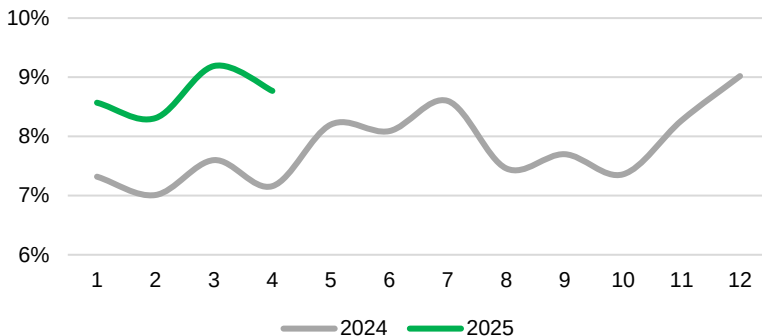
Ngành bán lẻ hàng hóa giữ vững đà tăng trưởng, nông thôn trở thành động lực mới

Trong tháng 4/2025, hoạt động bán lẻ hàng hóa tại Việt Nam duy trì đà tăng trưởng tích cực, với doanh thu đạt khoảng 455,5 nghìn tỷ đồng, tăng 10,2% so với cùng kỳ năm trước. Các nhóm hàng tiêu dùng thiết yếu như lương thực, thực phẩm, đồ dùng gia đình, may mặc và vật phẩm văn hóa – giáo dục đều ghi nhận mức tăng khá, phản ánh nhu cầu tiêu dùng nội địa tiếp tục phục hồi ổn định.

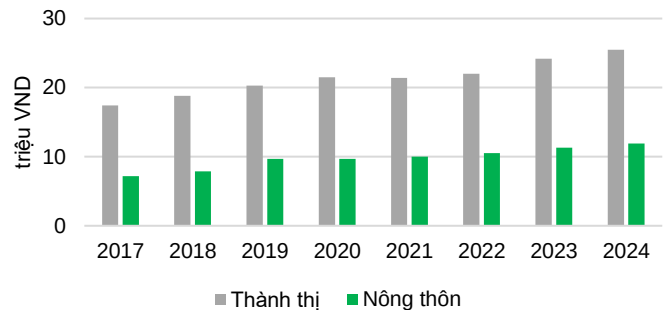
Đáng chú ý, khu vực nông thôn – nơi chiếm tới 61,8% dân số cả nước vào năm 2024 – đang nổi lên như một thị trường tiềm năng cho ngành bán lẻ, đặc biệt là đối với các thương hiệu hàng tiêu dùng nhanh (FMCG). Thu nhập hộ gia đình tại khu vực này tăng trưởng với tốc độ trung bình hàng năm (CAGR) 7,4% trong giai đoạn 2017–2024, cao hơn so với mức 5,5% tại các đô thị lớn. Sự gia tăng thu nhập và chuyển biến tích cực trong điều kiện kinh tế - xã hội của người tiêu dùng nông thôn mở ra cơ hội lớn cho doanh nghiệp mở rộng thị phần, đặc biệt ở các phân khúc còn nhiều dư địa tăng trưởng.

Dự báo đến cuối năm 2025, ngành bán lẻ hàng hóa sẽ giữ vững xu hướng tăng trưởng nhờ sự ổn định kinh tế vĩ mô, sức mua được cải thiện trên toàn quốc – cả ở khu vực thành thị và nông thôn – cùng với các chính sách hỗ trợ từ phía Nhà nước, hướng tới mục tiêu tăng trưởng toàn ngành khoảng 10–12% trong cả năm.

Tốc độ tăng trưởng bán lẻ hàng hóa svck



Thu nhập trung bình tại hộ gia đình tại Việt Nam



Nguồn: FiinPro

Nguồn: Kantar, VCBS tổng hợp

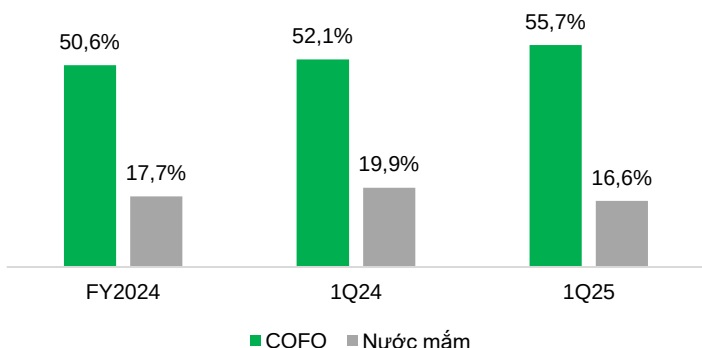
Ngành FMCG tiếp tục xu hướng cao cấp hóa, Omachi dẫn đầu tăng trưởng vượt trội

Trong Q1/2025, nhu cầu đối với các sản phẩm thực phẩm tiện lợi cao cấp tiếp tục ghi nhận xu hướng tăng rõ nét, phản ánh sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng tại các đô thị lớn. Đáng chú ý, thương hiệu Omachi – dòng mì ăn liền cao cấp của MCH – ghi nhận tăng trưởng doanh thu 20,1% YoY, cao gấp 5 lần mức tăng trung bình của ngành hàng thực phẩm tiện lợi (4,0% YoY), nâng tỷ trọng đóng góp của các sản phẩm cao cấp trong ngành hàng này lên 56% doanh thu, cao nhất từ trước đến nay. Những tín hiệu này cho thấy nhóm người tiêu dùng thu nhập khá – cao đang sẵn sàng chi trả nhiều hơn cho các sản phẩm vừa tiện lợi, vừa đảm bảo chất lượng, từ đó tiếp tục củng cố xu hướng "cao cấp hóa" trong ngành FMCG tại Việt Nam.

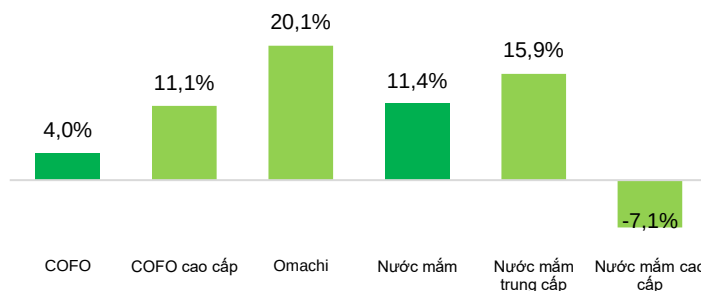
Nhóm gia vị, với nước mắm và hạt nêm dòng mainstream/cận cao cấp ghi nhận mức tăng tốt nhờ xu hướng người tiêu dùng chuyển dịch từ sản phẩm phổ thông sang các lựa chọn có chất lượng và trải nghiệm sử dụng tốt hơn. Ngoài ra, các SKU mainstream như Nam Ngư với mức giá hợp lý, tần suất sử dụng cao và độ phủ thị trường rộng tiếp tục giữ vai trò chủ lực trong tăng

trường ngắn hạn. Tuy nhiên, dòng nước mát cao cấp lại ghi nhận tốc độ tăng trưởng và tỷ trọng đóng góp thấp hơn do thị trường còn phân mảnh, với sự cạnh tranh từ các thương hiệu đặc sản vùng miền và sản phẩm nhập khẩu, khiến tăng trưởng của riêng MCH ở phân khúc này chưa thể bứt phá.

Tỷ lệ đóng góp doanh thu sản phẩm cao cấp



Tăng trưởng doanh thu Q1/25 svck



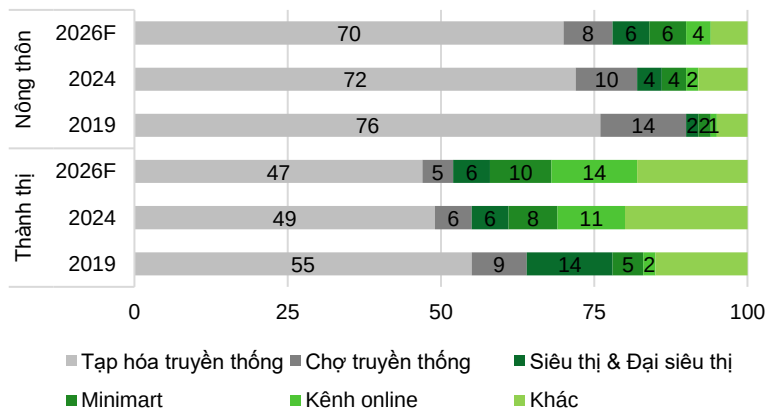
Nguồn: MCH, VCBS tổng hợp

WCM đã tái cấu trúc thành công và đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh

Sau hơn 5 năm tái cấu trúc dưới Masan, WCM đã ổn định và tăng trưởng trở lại. Quý 1/2025, doanh thu đạt 37.000 tỷ đồng (+10% svck), biên lợi nhuận ròng 1,6%, ghi nhận 3 quý liên tiếp NPAT dương. Trong quý, WCM mở thêm 155 cửa hàng, nâng tổng số lên 4.000 – mạng lưới bán lẻ lớn nhất cả nước. Mô hình minimart tiếp tục là trụ cột với thời gian hoàn vốn 4 năm, IRR ~30%, đặc biệt hiệu quả tại nông thôn – nơi chiếm 70% số cửa hàng mới.

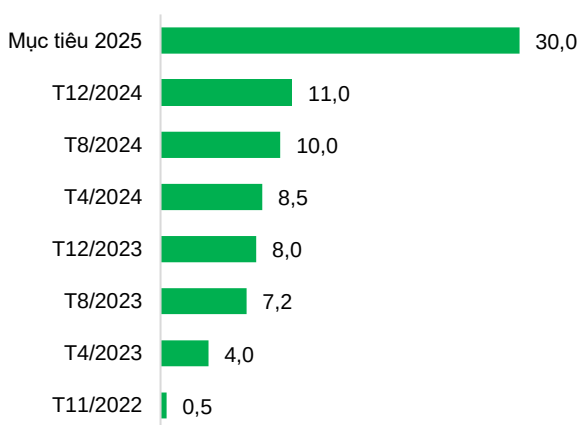
Động lực tăng trưởng này cũng phản ánh sự chuyển dịch mạnh mẽ trong hành vi tiêu dùng và bức tranh bán lẻ FMCG tại Việt Nam. Người tiêu dùng đang ngày càng mua sắm qua nhiều kênh hơn, với số kênh trung bình tăng từ 5,3 năm 2019 lên 6,0 năm 2024. Các kênh hiện đại như minimart, cửa hàng chuyên biệt, và đặc biệt là online đang gia tăng thị phần rõ rệt, trong khi kênh truyền thống (chợ, tạp hóa) giảm dần — từ 64% năm 2019 xuống còn 55% năm 2024, và dự báo tiếp tục giảm tới năm 2026. Tuy nhiên, hơn một nửa chi tiêu tại thành thị và tới 75% tại nông thôn vẫn đến từ kênh truyền thống, cho thấy tiềm năng mở rộng xen kẽ giữa hiện đại hóa và duy trì độ phủ sâu rộng.

Tỷ trọng kênh bán hàng FMCG tại Việt Nam (%)



Nguồn: Kantar, VCBS tổng hợp

Số lượng hội viên WIN (triệu người)



Nguồn: MSN, VCBS tổng hợp

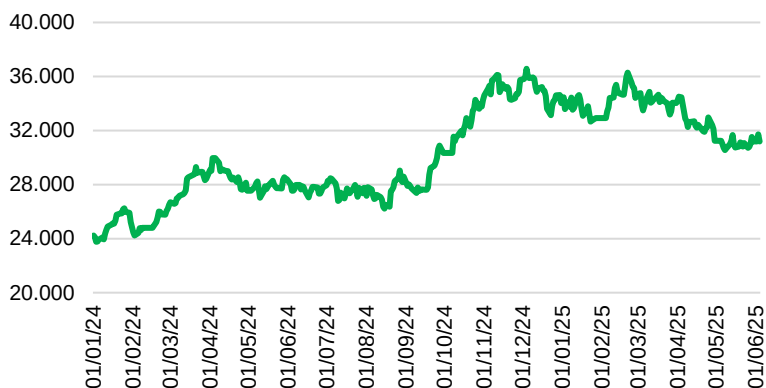
WCM cũng tận dụng hệ sinh thái của Masan với 11 triệu thành viên WIN Membership cuối 2024, đóng góp 55% doanh thu và hỗ trợ tăng hiệu quả bán hàng. Doanh số sản phẩm MCH tăng 34%/cửa hàng, trong khi măng thịt tươi MML tăng trưởng 28% svck, góp phần nâng tỷ trọng thịt chế biến trong doanh thu. Tổng thể, WCM đang bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định về doanh thu, lợi nhuận và độ phủ thị trường, đồng thời khai thác hiệu quả hệ sinh thái tiêu dùng của MSN.

Nhận định về biến động giá hàng hóa đến triển vọng tăng ngành hàng của MSN

Giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt giúp giảm áp lực chi phí cho MCH

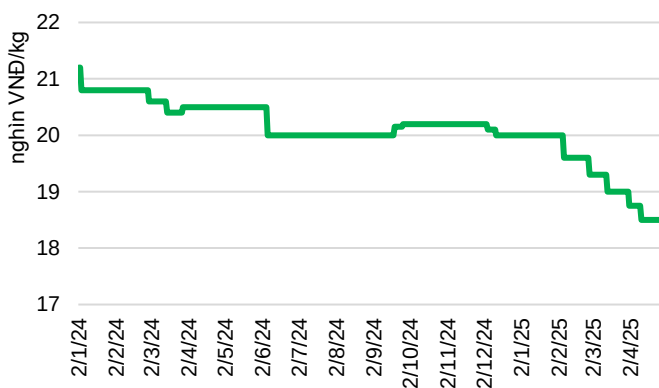
Giá các nguyên liệu đầu vào như lúa mì, cà phê, dầu cọ và đường giảm trong quý I năm 2025 chủ yếu do mùa vụ thuận lợi tại các nước sản xuất lớn, khiến nguồn cung tăng mạnh. Đồng thời, nhu cầu tiêu thụ có phần suy yếu do áp lực lạm phát và xu hướng thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. Ngoài ra, chính sách thương mại nới lỏng, chi phí logistics giảm và giá dầu thô hạ nhiệt cũng góp phần kéo giá xuống, đặc biệt là với dầu cọ và đường. Tính từ đầu năm đến nay, giá café đã giảm 15%, giá dầu cọ đã giảm 8,4% và giá đường giảm 7,5%, giúp làm dịu áp lực chi phí cho các doanh nghiệp sản xuất FMCG như MCH.

Diễn biến giá dầu cọ thế giới



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Diễn biến giá đường nội địa

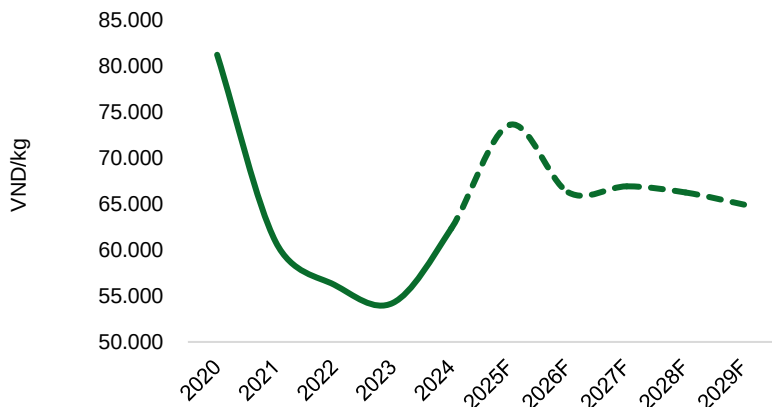


Nguồn: Agromonitor, VCBS tổng hợp

Giá heo ne cao trong cả năm 2025

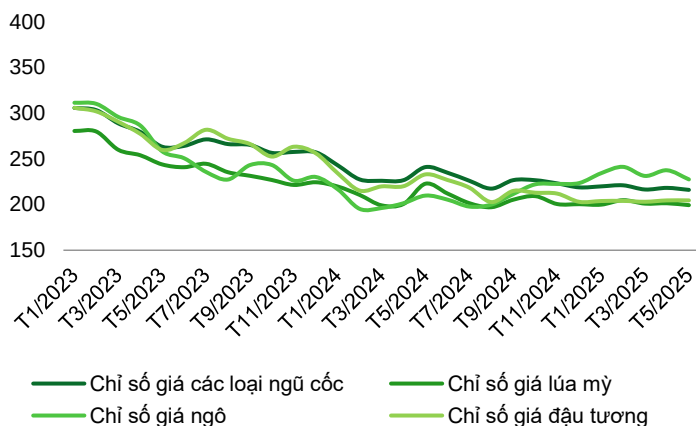
Giá thịt heo đã tăng lên mức tối đa khoảng 81.800 đồng/kg trong nửa đầu năm 2025 do nhu cầu tiêu thụ tăng cao trước Tết Nguyên đán, giữa bối cảnh nguồn cung vẫn thiếu hụt bởi ảnh hưởng của Luật Chăn nuôi mới và dịch tả heo châu Phi. Mặc dù giá có thể hạ nhiệt dần trong nửa cuối năm khi doanh nghiệp bắt đầu bán heo tái đàn, giá heo hơi bình quân cả năm 2025 vẫn dự kiến đạt khoảng 73.661 đồng/kg, tăng 18% yoy. Tổng đàn heo hiện đạt 31,8 triệu con, tăng 3,2% so với cùng kỳ nhưng vẫn chưa đủ đáp ứng nhu cầu 33 triệu con/năm, trong khi các doanh nghiệp kiểm soát khoảng 65% thị phần. Về nguyên liệu đầu vào, giá ngũ cốc giảm tốc độ giảm còn 3-9% trong quý 1/2025, riêng giá ngô tăng 8-24%, làm chi phí thức ăn chăn nuôi có xu hướng tăng nhẹ nhưng không ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp chăn nuôi như MML.

Dự báo giá heo hơi trong năm 2025



Nguồn: ANOVA Feed, VCBS dự báo

Chỉ số giá các loại ngũ cốc



Nguồn: IGC

Giá kim loại chiến lược tăng mạnh do căng thẳng Mỹ-Trung, mở ra cơ hội cho MHT

Giá vonfram, đồng và bitmut đều tăng mạnh do căng thẳng thương mại Mỹ – Trung khiến Trung Quốc siết chặt xuất khẩu các kim loại quan trọng, gây thiếu hụt nguồn cung toàn cầu. Giá APT (vonfram) tăng 15,1%, đồng tăng 5,7%, còn bitmut tăng gấp 6 lần so với đầu năm. Nhu cầu cao từ các ngành công nghiệp, đặc biệt là quốc phòng, bán dẫn và năng lượng chuyển đổi, tiếp tục hỗ trợ giá. Diễn biến này mang lại lợi thế cho MHT khi có thể đàm phán tăng giá bán và tối ưu hóa doanh thu từ các sản phẩm chiến lược.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

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

	2024	2025F	+/-	Giả định
MCH				
Doanh thu	30.897	31.973	3%	Ước tính trung bình chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng 1,4% svck, tỷ trọng đóng góp của sản phẩm cao cấp tăng thêm 3% svck.
EBITDA	10.012	10.650	6%	
WCM				
Doanh thu	32.961	38.127	16%	Số lượng cửa hàng mở mới ước tính đạt 600 CH, với chi phí đầu tư ban đầu khoảng 1 tỷ/ cửa hàng. Doanh thu/CH/tháng duy trì 0,72 tỷ, tương đương với cùng kỳ, nhờ quản trị tốt hiệu quả mở mới.
EBITDA	1.298	1.571	21%	
PLH				
Doanh thu	1.621	1.910	18%	Dự kiến doanh số tại các cửa hàng cải tạo duy trì tăng trưởng 13% và mở mới 30 CH trong năm.
EBITDA	290	348	20%	
MML				
Doanh thu	7.650	7.087	-7%	Ước tính giá thịt heo trung bình tăng 9,5% svck.
EBITDA	822	914	11%	
MSR				
Doanh thu	14.244	6.267	-56%	Ước tính trung bình giá bán kim loại tăng 8% svck với chi phí khai thác giảm 10%.
EBITDA	1.780	1.405	-21%	

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **93.208 đồng/cp**, dựa trên phương pháp định giá từng phần:

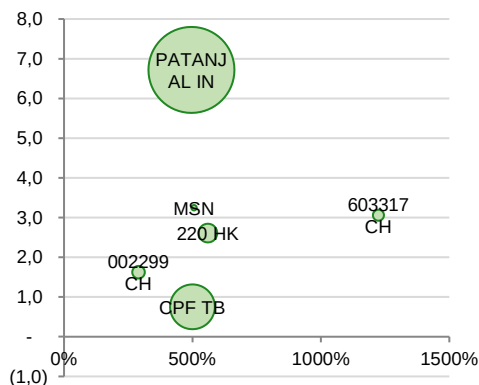
Đơn vị: tỷ VNĐ	Phương pháp	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu của MSN	Đóng góp vào MSN	Mutiple 2025
MCH	DCF	147.470	93,7%	138.179	P/E = 16
WCM	P/S	38.127	85,4%	32.561	P/S = 1
P/L	P/S	1.910	85,0%	1.624	P/S = 1
MML	EV/EBITDA	4.511	94,8%	4.276	EV/EBITDA = 16
MHT	EV/EBITDA	15.439	94,9%	14.651	EV/EBITDA = 10
TCB	BC VCBS	213.768	19,8%	42.326	
Điều chỉnh ảnh hưởng tập đoàn				(99.551)	
Giá trị VCSH của MSN				134.066	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)				1.438	
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				93.208	

RỦI RO ĐẦU TƯ

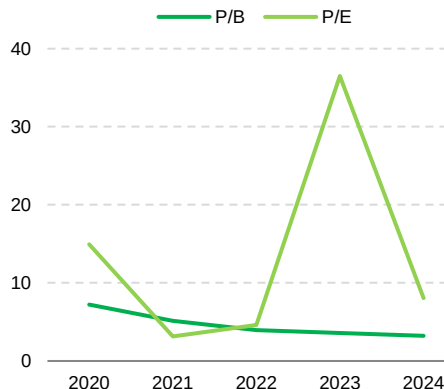
- **Rủi ro lạm phát và sức mua:** Nếu lạm phát tăng cao, sức mua của người tiêu dùng giảm, ảnh hưởng đến doanh số các mảng FMCG, bán lẻ của MSN.
- **Rủi ro tỷ giá:** MSN có nợ vay ngoại tệ và nguyên vật liệu nhập khẩu, do đó biến động tỷ giá và lãi suất có thể làm tăng chi phí tài chính.
- **Rủi ro nguyên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

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

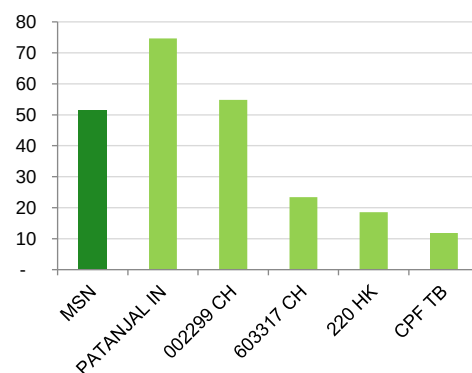
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

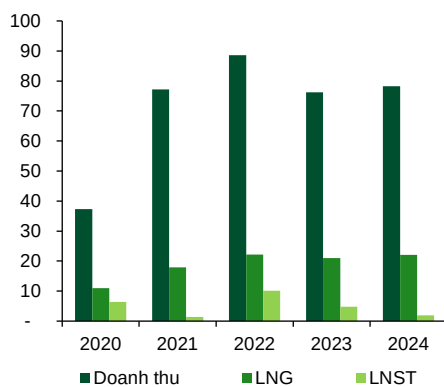


P/E ngành

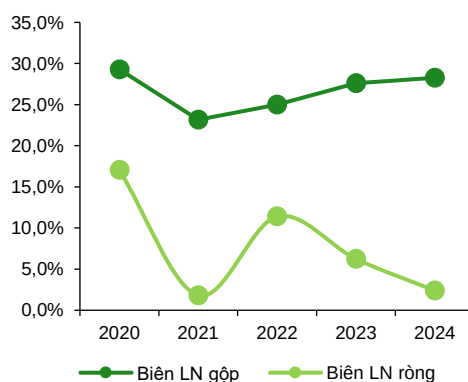


KẾT QUẢ KINH DOANH

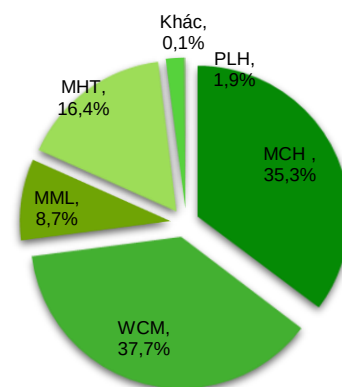
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

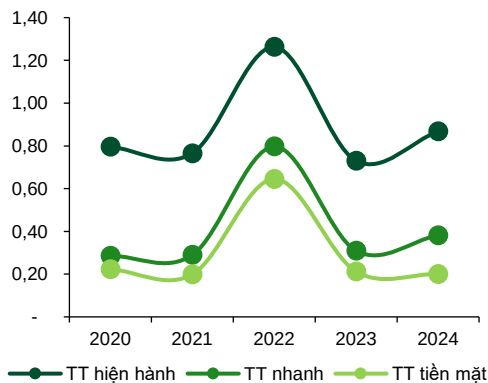


Cơ cấu doanh thu

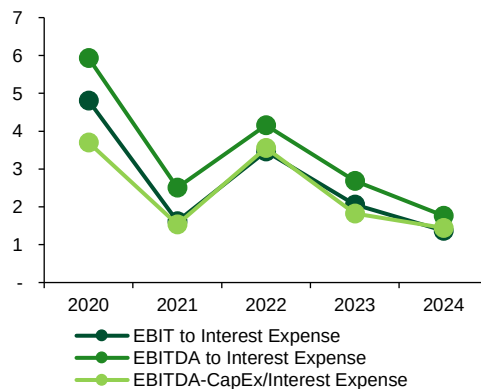


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

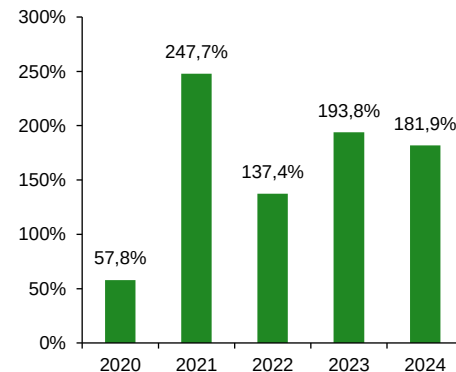
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Nợ/VCSH



ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

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

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Ngô Lê Nhật Hạ

Chuyên viên Phân tích

nlha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>