

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Tương lai tươi sáng của ngành bán lẻ

22/09/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

LNST của công ty mẹ tăng 105% YoY nhờ cải thiện ở hầu hết các mảng kinh doanh, ngoại trừ MCH do thay đổi quy định về thuế ảnh hưởng đến đầu ra trong ngắn hạn

Cải cách các quy định về thuế, hóa đơn và mô hình kinh doanh trong ảnh hưởng lớn đến chuỗi giá trị thị trường bán lẻ tiêu dùng

Giá bán Vonfram dự kiến duy trì ở mức cao trong ngắn hạn

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 104,700 VND/ Cổ phiếu

Doanh thu của MCH ghi nhận giảm 15% YoY do tác động ngắn hạn của việc thắt chặt quy định thuế với kênh bán hàng truyền thống GT. Ngược lại, WCM tiếp tục mở rộng mạnh mẽ trong kì và đem lại biên lợi nhuận dương. Điểm sáng trong kỳ là giá bán đầu ra của mảng khai khoáng (MSR) tăng mạnh do Trung Quốc hạn chế xuất khẩu các kim loại hiếm, trong đó có Vonfram (chiếm 50% doanh thu của MSR). Màng thịt (MML) cũng ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 243 tỷ VNĐ so với mức lỗ cùng kì. Tổng lại, doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất ở cấp độ công ty mẹ đạt lần lượt 18,315 tỷ VNĐ (-9% YoY) và 1,032 tỷ VNĐ (+105% YoY).

Các quy định mới thắt chặt việc xuất hóa đơn và thắt chặt cách tính thuế đối với hộ kinh doanh nhỏ đã ảnh hưởng đến nhu cầu nhập hàng trong ngắn hạn đối với các sản phẩm hàng tiêu dùng truyền thống của MSN. KBSV kì vọng doanh thu MCH sẽ tăng trưởng trở lại từ 3Q2025. Bù lại, các cửa hàng hiện đại của chuỗi Wincommerce hưởng lợi xu thế và có thể tận dụng để chiếm thêm thị phần.

Việc Trung Quốc hạn chế xuất khẩu đối với các kim loại hiếm đã đẩy giá Vonfram lên 655 USD/mtu (+100% YoY), cao hơn đáng kể so với mức cuối quý là 440 USD/mtu, giúp lợi nhuận ròng của MSR tăng 351 tỷ VNĐ trong quý 2. KBSV dự phóng LNST của MSR đạt -96 tỷ VNĐ, cải thiện 1,543 tỷ VNĐ so với 2024 và là động lực tăng trưởng chính của MSN trong năm nay.

Bằng phương pháp định giá tổng thành phần (SOTP), KBSV xác định giá trị hợp lý là 104,700 VND/ Cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá là 25% so với giá cổ phiếu tại ngày 22/09/2025

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 104,700
Tăng/giảm (%)	25%
Giá hiện tại (22/09/2025)	VND 84,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 99,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	127.1/4.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	50%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	843.6/32.1
Sở hữu nước ngoài (%)	25.4%
Cổ đông lớn	CTCP Masan (31%)

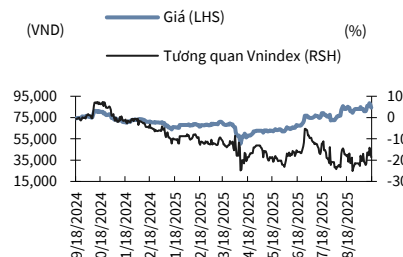
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.4	24.7	21.0	13.2
Tương đối	-1.8	0.7	-4.6	-18.9

Dự phóng KQKD & định giá

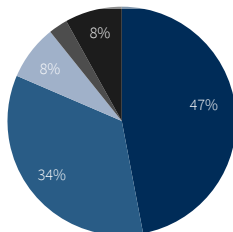
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	78,252	83,178	80,725	88,467
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,350	6,761	7,701	13,415
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VNĐ)	419	1,999	3,137	5,581
EPS (VNĐ)	293	1,321	2,073	3,689
Tăng trưởng EPS (%)	-88	352	57	78
P/E (x)	304	64	41	23
P/B (x)	4.8	4.2	3.8	3.3
ROE (%)	2	7	10	15
Tỷ suất cổ tức (%)	0.2	1.4	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu hợp nhất 1H-2025



Hoạt động kinh doanh

MSN được thành lập từ năm 2004, lĩnh vực kinh doanh chủ yếu là hàng tiêu dùng, bán lẻ và khai khoáng. MSN đã xây dựng được hệ sinh thái Tiêu dùng - Bán lẻ hoàn chỉnh, là sự kết hợp giữa các sản phẩm có thương hiệu lâu đời (MCH) và hệ thống cửa hàng bán lẻ hiện đại Wincommerce. Công ty cũng phát triển thành công mảng thịt heo, gà mát thương hiệu và các sản phẩm thịt ăn liền như xúc xích Ponnice. Công ty dẫn đầu về thị phần ở hầu hết mảng kinh doanh cốt lõi

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Cải cách quy định thắt chặt về thuế khoán, chợ dân sinh và tăng mức giảm trừ gia cảnh giúp thị trường bán lẻ hiện đại và tiêu dùng bùng nổ

WCM mở mới 518/400 cửa hàng trong 2025/2026 với mô hình kinh doanh có lãi, đem lại lợi nhuận hoạt động EBIT đạt lần lượt 483/684 tỷ VNĐ, tăng trưởng 334%/42% YoY

Mảng Vonfram của MSR hưởng lợi lớn từ quy định thắt chặt xuất khẩu kim loại quý hiếm của Trung Quốc trong ngắn hạn

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

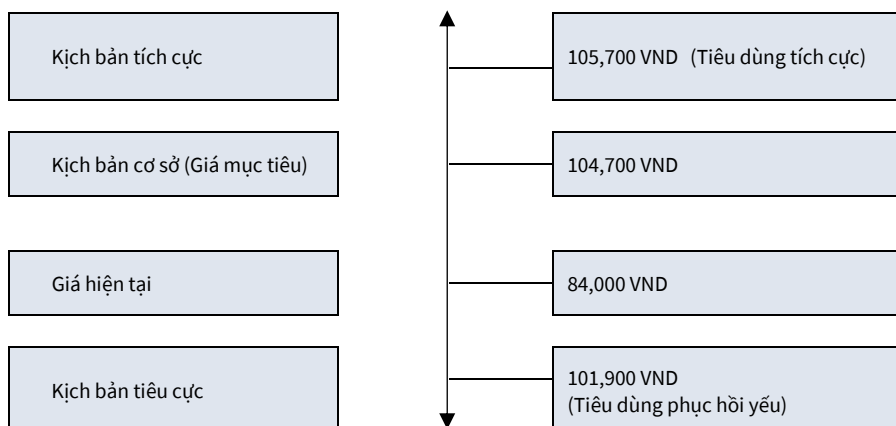
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	80,725	88,467	-3%	0%	83,045	91,140	-3%	-3%
EBIT	7,175	11,015	-18%	14%	7,331	9,305	-2%	18%
LNST công ty mẹ	3,137	5,581	-10%	31%	3,292	4,252	-5%	31%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở:

- 1) Doanh thu MCH/WCM/MML tăng trưởng 2.5%/11.4%/18.1% YoY
- 2) Biên gộp 2025 đạt 32%
- 3) Bán lẻ cả nước tăng 9%

Kịch bản tích cực:

- 1) Doanh thu MCH/WCM/MML tăng trưởng 3.6%/12.4%/19.2% YoY
- 2) Biên gộp đạt 34%
- 3) Bán lẻ cả nước tăng > 10%

Kịch bản tiêu cực:

- 1) Doanh thu MCH/WCM/MML tăng trưởng 1.4%/10.2%/17% YoY
- 2) Biên gộp đạt 30.2%
- 3) Bán lẻ cả nước tăng 7%

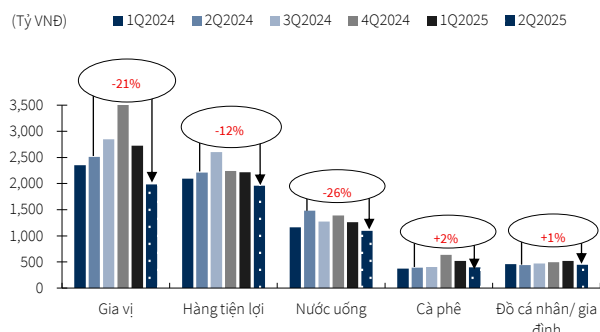
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Bảng 1. Cập nhật KQKD/Dự phóng KQKD

(tỷ VNĐ)	2Q2024	2Q2025	+/-%YoY	1H2024	1H2025	+/-%YoY	Nhận định
Doanh thu hợp nhất	20,134	18,315	-9%	38,989	37,212	-5%	
MCH	7,388	6,276	-15%	13,968	13,765	-1%	Doanh thu kênh GT (chiếm 80-90% doanh thu) giảm 19% do nhà phân phối và bán lẻ truyền thống lo ngại về quy định thuế mới, khiến họ giảm lưu trữ tồn kho trong Q2-2025. Điểm sáng là kênh bán lẻ hiện đại và cửa hàng thực phẩm (HORECA) vẫn duy trì mức tăng trưởng 5.7%/34.2% YoY
WCM	7,888	9,132	16%	15,875	17,917	13%	Tăng trưởng cùng cửa hàng (LFL) đạt 7% trong Q2-2025, và mở mới 318 cửa hàng giúp số lượng cửa hàng tăng 8% YTD và 13% YoY
MML	1,791	2,340	31%	3,510	4,410	26%	Doanh thu màng thịt chế biến/ chăn nuôi tăng 20.5%/66.4% YoY nhờ nhu cầu khả quan và giá xuất chuồng heo và gà ổn định. Các sản phẩm thịt thương hiệu của công ty tiếp tục chứng minh khả năng tăng trưởng cao nhờ chất lượng sản phẩm cao
MSR	3,652	1,614	-56%	6,742	3,007	-55%	Giá kim loại Tungsun, Fluorspar, Đồng, Bismuth tăng từ 2%-340% YoY nhờ hạn chế xuất khẩu từ Trung Quốc, giúp biên gộp cải thiện mạnh mẽ. Doanh thu giảm chủ yếu do thoái vốn công ty con tại Đức, vốn chiếm 50% doanh thu màng Vonfram
Lợi nhuận gộp	5,918	5,689	-4%	11,173	11,884	6%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>29.4%</i>	<i>31.1%</i>	<i>167bps</i>	<i>28.7%</i>	<i>31.9%</i>	<i>328bps</i>	
MCH	46.2%	44.1%	-212bps	46.5%	45.5%	-94bps	Biên gộp sụt giảm trong quý 2 do sự sụt giảm của doanh thu như đã phân tích ở trên
WCM	22.6%	23.8%	121bps	23.0%	23.6%	59bps	Các cửa hàng ngày càng được người tiêu dùng ưa thích. Kiểm soát chi phí mua hàng chặt chẽ giúp mở rộng biên gộp
MML	23.9%	27.3%	339bps	23.6%	4.8%	-1883bps	Chi phí sản xuất tại trại heo/gà giảm lần lượt -8%/-6.6% YoY. Kiểm soát chi phí và tăng năng suất chế biến thịt, giúp cải thiện biên gộp
MSR	9.9%	24.7%	1477bps	3.7%	18.1%	1444bps	Chi phí khá ổn định, biên lợi nhuận cải thiện do giá bán tăng mạnh
Thu nhập tài chính	2,052	1,388	-32%	1,221	944	-23%	Giảm mạnh do giảm đầu tư tài chính
Chi phí tài chính	1,549	1,112	-28%	3,951	3,271	-17%	Tái cấu trúc các khoản nợ, giảm mạnh nợ vay ngắn hạn
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	1,273	1,241	-3%	2,522	2,431	-4%	Chủ yếu đến từ việc giảm tỉ lệ sở hữu của TCB từ 19.9% xuống 19.8% so với cùng kì
SG&A	4,613	4,286	-7%	9,164	9,421	3%	Giảm trong quý 2 chủ yếu từ MCH do giảm mạnh doanh thu, khiến chi phí biến đổi thay đổi tương đương
<i>SG&A/doanh thu</i>	<i>22.9%</i>	<i>23.4%</i>	<i>49bps</i>	<i>23.5%</i>	<i>25.3%</i>	<i>181bps</i>	
Lãi/ lỗ từ HĐKD	1,174	1,625	38%	1,800	3,144	75%	LNST tăng nhờ tăng trưởng tích cực từ WCM và MML, cũng như màng không cốt lõi (MSR)
Thu nhập khác	-4.9	221.7	-4624%	2	(75)	-3686%	
Lợi nhuận trước thuế	1,169	1,846	58%	1,803	3,069	70%	
Lợi nhuận sau thuế	946	1,619	71%	1,425	2,602	83%	
LNST công ty mẹ	503	1,032	105%	607	1,426	135%	
<i>Biên LNST</i>	<i>2.5%</i>	<i>5.6%</i>	<i>314bps</i>	<i>1.6%</i>	<i>3.8%</i>	<i>227bps</i>	

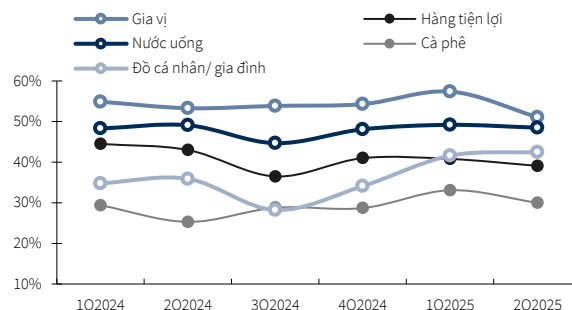
Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu của MCH giảm 15% do thay đổi quy định về thuế khoán với hộ kinh doanh, bán lẻ truyền thống



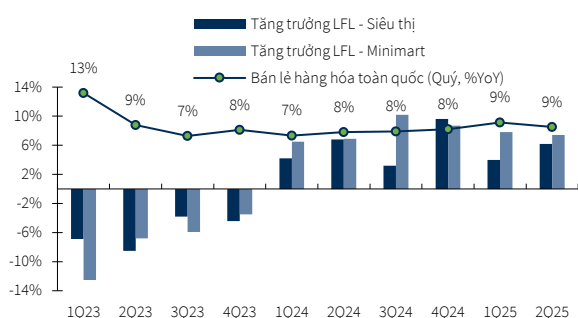
Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 3: Biên lợi nhuận gộp các mảng của Masan Consumer (UPCOM: MCH) vẫn vững chắc



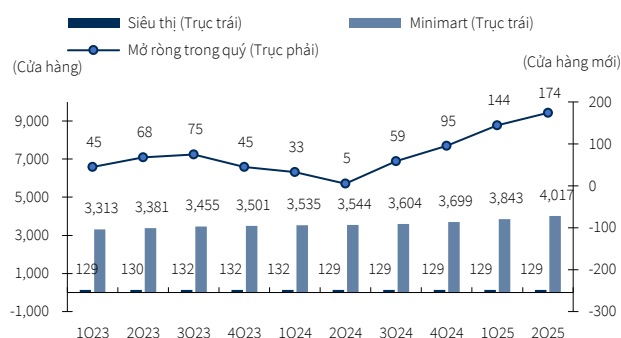
Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 4. Tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng (LFL) của chuỗi WCM đang cải thiện trong những quý gần đây



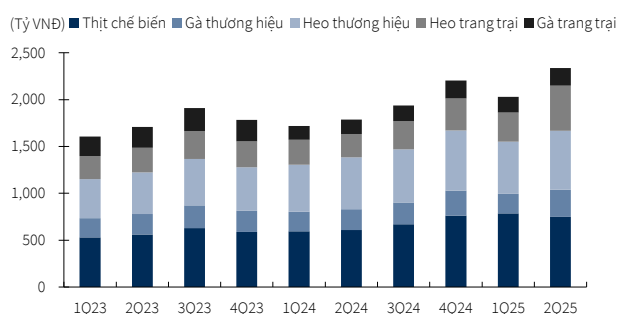
Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 5. WCM tăng tốc mở cửa hàng trong quý 2, tận dụng nhu cầu phục hồi



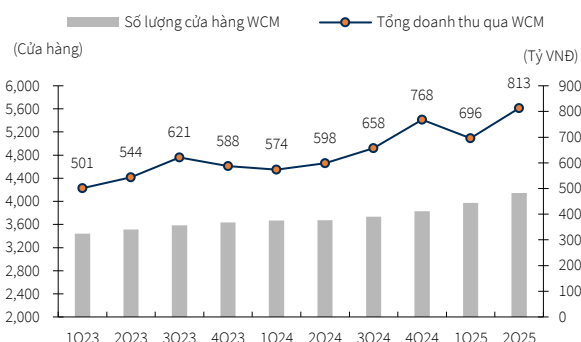
Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 6. MML - Thịt chế biến và thịt mát thương hiệu tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ 20.5% YoY, đóng góp chính vào KQKD



Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

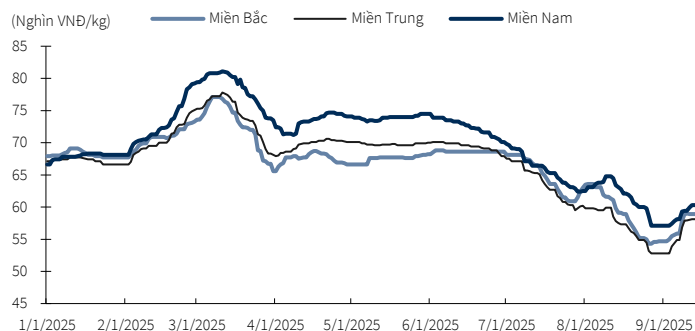
Biểu đồ 7. MML gần như độc quyền phân khúc thịt mát tại Winmart, giúp tăng trưởng theo tốc độ mở cửa hàng



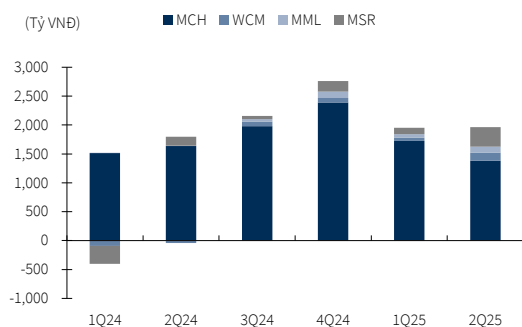
Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 8. Giá heo hơi xuất chuồng giảm mạnh trong quý 3

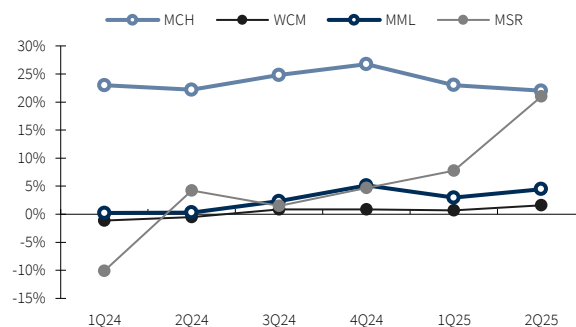
Giá heo có xu hướng giảm do bước vào mùa mưa với dịch tả lợn lan rộng cùng tâm lý lo ngại của người tiêu dùng. MML đã giảm quy mô heo trang trại, tập trung nhiều hơn vào mảng thịt có thương hiệu (Meatdeli) và các sản phẩm chế biến. Điều này khiến doanh thu trang trại và thịt hương hiệu giảm, nhưng kì vọng không ảnh hưởng quá nhiều đến biên lợi nhuận của MML



Nguồn: ANOVAFEED, KBSV Tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 9. Đóng góp của các mảng trong tổng lợi nhuận hoạt động (EBIT)

Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

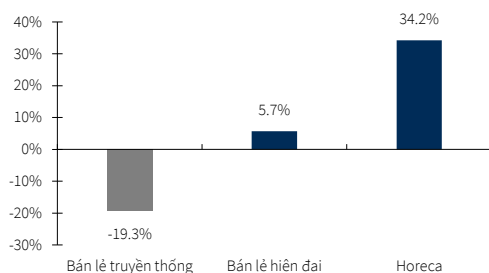
Biểu đồ 10. Biên EBIT của các mảng kinh doanh đang cải thiện tốt, ngoại trừ tác động trong ngắn hạn với MCH

Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Cải cách quy định về thuế cho hộ kinh doanh nhỏ ảnh hưởng đến doanh thu từ kênh truyền thống

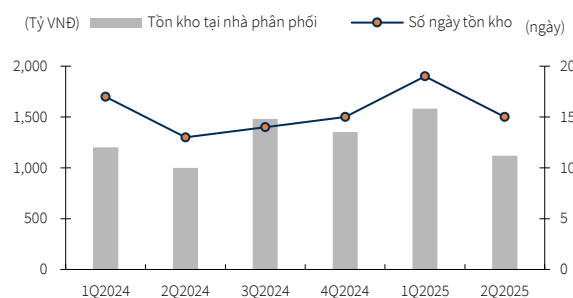
Trong quý 2, nhà nước đã cải cách và siết chặt quy định thuế với các hộ kinh doanh nhỏ lẻ, yêu cầu họ phải kết nối với tài khoản ngân hàng, sử dụng hóa đơn điện tử để xác định doanh thu và chi phí, thay vì tự ước tính như trước đây. Điều này khiến mức thuế phải nộp của các đơn vị này (ước tính hơn 37,000 hộ kinh doanh) ước tăng gần 4 lần, từ 0.4% lên 1.5% (thuế trên doanh thu). Các hộ này có mô hình kinh doanh đơn giản, phân mảnh, cạnh tranh gay gắt và biên lợi nhuận nhỏ, khiến họ dễ tổn thương trước quy định mới. Điều này đóng góp phần lớn vào sự sụt giảm 19% doanh thu từ kênh GT – vốn chiếm khoảng 80% doanh thu của MCH. Các danh mục sản phẩm thương hiệu truyền thống là hàng gia vị (nước mắm, tương ớt) và thực phẩm tiện lợi (Mì tôm, mì ăn liền) là nhóm hàng phụ thuộc nhiều vào kênh phân phối này, đã sụt giảm mạnh hơn. Doanh nghiệp ước tính doanh thu đi ngang hoặc cải thiện nhẹ trong quý 3, trước khi phục hồi tốt hơn trong quý 4.

Biểu đồ 11. Tăng trưởng doanh số của MCH theo kênh bán hàng trong quý 2-2025 (%YoY)



Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 12. Tồn kho tại đại lý của MCH giảm mạnh do các thay đổi mới về quy định thuế và hóa đơn



Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

MCH tái cấu trúc mô hình phân phối nhằm tăng khả năng tự chủ và ứng dụng công nghệ

Kết quả thiếu tích cực trong quý 2 còn đến từ việc tái cấu trúc lại hệ thống bán hàng và phân phối. Trước đây, MCH lệ thuộc nhiều vào các đại lý sỉ lớn - chiếm 60% doanh thu, khiến hiệu quả bán hàng và phân phối hạn chế, cũng như khó đưa các sản phẩm mới vào các kênh bán. Vì vậy, MCH đã đẩy mạnh mở rộng đội ngũ bán hàng nhằm bao phủ phân phối trực tiếp. Doanh nghiệp đặt mục tiêu giảm sự lệ thuộc vào đại lý sỉ còn 30% doanh thu trong tương lai, giúp tiết kiệm chi phí khuyến mãi bán hàng và đầu tư vào đội ngũ bán hàng trực tiếp. Mô hình này cho phép doanh nghiệp trực tiếp phụ trách phân phối tại các vùng miền và làm việc sát sao với các cửa hàng bán lẻ, giúp tăng khả năng mở rộng so với mô hình trước đây. Ngoài ra, quy trình mới kì vọng ứng dụng công nghệ để kết nối và theo dõi trực tiếp doanh số tại từng điểm bán nhằm phân tích hành vi người tiêu dùng và theo dõi sát nhu cầu sản phẩm, giảm thiểu rủi ro thiếu hàng tại cấp độ đại lý. Doanh nghiệp đã thí điểm mô hình mới này ở các địa phương, cho thấy đem lại hiệu quả, cải thiện mạnh mẽ năng suất bán hàng và tăng khả năng bao phủ số lượng cửa hàng trên mỗi nhân viên..

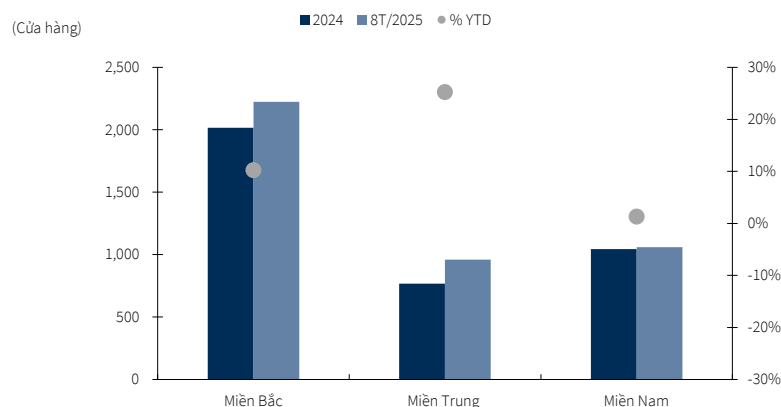
Quá trình thâm nhập của bán lẻ hiện đại sẽ diễn ra nhanh hơn trong thời gian tới

UBND TP Hà Nội mới công bố Nghị quyết về xử lý dứt điểm các chợ không phù hợp quy hoạch (chủ yếu là chợ dân sinh tự phát), các tụ điểm kinh doanh tự phát và hoạt động giết mổ gia súc, gia cầm nhỏ lẻ trên địa bàn thành phố. Điều này chủ yếu định hướng thói quen tiêu dùng hiện đại, an toàn vệ sinh thực phẩm. Cùng với các thay đổi về quy định thuế với hộ kinh doanh nhỏ, các doanh nghiệp bán lẻ hiện đại sẽ được hưởng lợi nhất nhờ nhu cầu tiêu dùng sẽ ngày càng hướng tới các kênh này nhờ sự tiện lợi, sạch sẽ và đảm bảo nguồn gốc thực phẩm. Với 80% thị phần bán lẻ vẫn ở các kênh truyền thống, các nhà bán lẻ hiện đại có quy mô lớn và bài bản như Wincommerce còn rất nhiều dư địa để phát triển với tốc độ tăng trưởng ở mức cao.

WCM tích cực mở rộng mạnh mẽ với mô hình nông thôn và các tỉnh miền Trung

Lũy kế nửa năm, WCM đã mở rông 318 cửa hàng, giúp đưa số lượng cửa hàng đạt 4,017, tăng 13% so với cùng kì 2024. Ngay trong tháng 8, doanh nghiệp cũng công bố số lượng cửa hàng mới lũy kế cả năm đã đạt 415, đạt kế hoạch cơ sở cả năm (từ 400-700 CH). Trong đó, 75% các cửa hàng mới Winmart mới được mở trong 8 tháng là tại khu vực nông thôn, trong đó có 49% tại miền Trung. Các mô hình được mở tại đây có chi phí thấp thuê mặt bằng và vận hành thấp hơn, tập trung vào các mặt hàng tiêu dùng nhanh (FMCG). MSN cho rằng đây là loại cửa hàng đem lại biên lợi nhuận hoạt động cao nhất và sẽ đóng góp lớn vào tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai. Chúng tôi ước tính biên EBIT nửa cuối năm cải thiện lên mức 1.4%, +30bps so với nửa đầu năm, giúp lợi nhuận EBIT đạt 483 tỷ nhờ mùa tiêu dùng cuối năm khởi sắc.

Biểu đồ 13. WCM tiếp tục đẩy mạnh mở rộng tại Miền Bắc và Trung



Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 14. Các chỉ tiêu và giả định chính của WCM

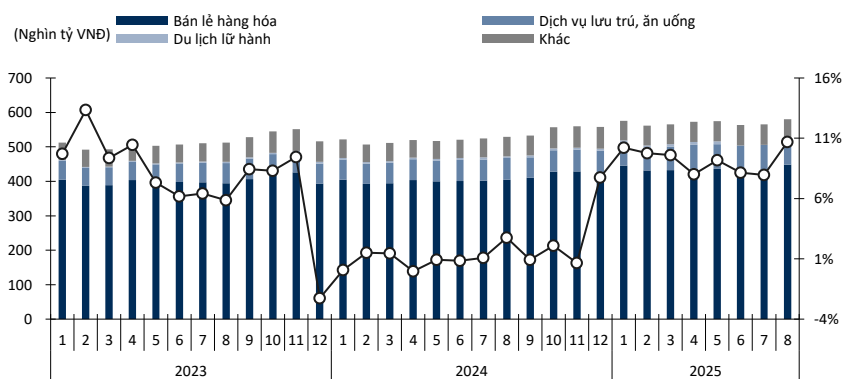
Các chỉ số chính	2024	2025	YOY%	2026	YOY%
Tổng số lượng cửa hàng	3,828	4,346	14%	4,748	9%
Mở mới trong năm	196	518	NA	400	NA
Doanh thu tháng/cửa hàng WMT cũ (Tỷ VNĐ)	0.50	0.55	10%	0.58	7%
Tổng doanh thu (Tỷ VNĐ)	32,964	37,097	13%	42,759	15%
EBIT (Tỷ VNĐ)	109	483	344%	684	42%

Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Tăng mức giảm trừ gia cảnh có thể kích thích tiêu dùng

Mới đây, Bộ Tài chính đề xuất trình phương án nâng mức giảm trừ gia cảnh cho người nộp thuế từ 11 triệu đồng mỗi tháng lên 15,5 triệu và người phụ thuộc từ 4,4 triệu lên 6,2 triệu đồng, chủ yếu nhằm phản ánh chính xác hơn về lạm phát và mức thu nhập hiện tại, so với quy định cũ từ 2020. Đề xuất đã được đón nhận tích cực của các cơ quan nhà nước và kì vọng được áp dụng sớm ngay từ kỳ tính thuế năm 2025. Điều này sẽ có đóng góp đáng kể và khả năng chi trả của người lao động, hỗ trợ sức mua tiêu dùng. KBSV kì vọng đề xuất sớm được thông qua, giúp tác động đáng kể lên ngành bán lẻ

Biểu đồ 15. Tăng trưởng doanh số bán lẻ cả nước lần đầu vượt mốc 10% trong tháng 8, cho thấy nhu cầu đang có dấu hiệu phục hồi

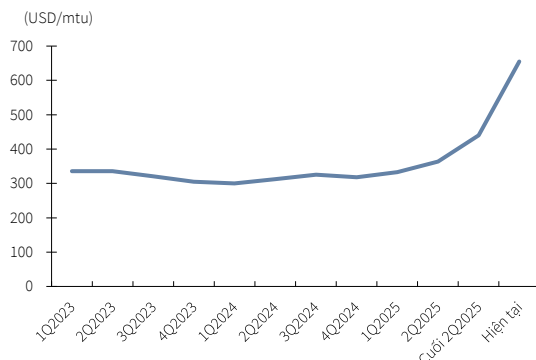


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Mảng khai khoáng của MSR hưởng lợi từ thương mại Mỹ - Trung

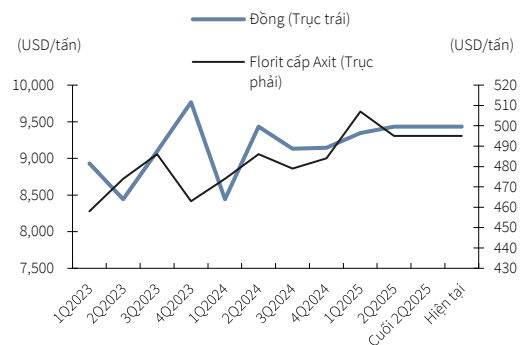
Trong quý 2, cuộc chiến thương mại diễn ra căng thẳng với Trung Quốc áp đặt các hạn chế và cấm xuất khẩu các mặt hàng kim loại quý hiếm, trong đó có Vonfram. Ban lãnh đạo MSR kì vọng giá bán cao sẽ duy trì trong ngắn hạn. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng giá bán sẽ có thể trở mức từ 365-400 USD/mtu, tương đương mức trong giai đoạn trước nếu Trung Quốc mở cửa xuất khẩu trở lại. KBSV dự phóng LNST của MSR đạt -96 tỷ VNĐ trong 2025, cải thiện 1,543 tỷ VNĐ so với 2024 và là động lực tăng trưởng chính của MSN trong năm nay

Biểu đồ 16. Giá Vonfram đã tăng gấp đôi so với cùng kì



Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 17. Diễn biến giá Đồng và Florit



Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 18. Dự phóng KQKD 2025-2026

(tỷ VND)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu hợp nhất	83,178	80,725	-2.9%	88,467	4.50%	
MCH	30,897	31,657	2.5%	34,210	8.1%	Ước tính doanh thu 2H2025 phục hồi và tăng trưởng 6%. Doanh thu 2026 phục hồi trên nền thấp nhờ nhu cầu quay lại và MCH ra mắt loạt sản phẩm mới
WCM	32,712	36,434	11.4%	41,998	15.3%	Mở mới ròng 518/400 cửa hàng trong 2025/2026. Tăng trưởng LFL đạt 7% YoY
MML	7,650	9,038	18.1%	8,906	-1.5%	Xem chú thích ở bảng
MSR	14,336	6,701	-53.3%	6,151	-8.2%	Giả định Giá Vonfram ước đạt 600-650 USD/mtu trong 2025, trước khi hạ nhiệt xuống mức 400-450 USD/mtu trong 2026
Lợi nhuận gộp	24,656	25,857	4.9%	31,928	23.5%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>29.6%</i>	<i>32.0%</i>	<i>239bps</i>	<i>36.1%</i>	<i>406bps</i>	
MCH	46.6%	45.7%	-90bps	46.5%	81bps	Giảm nhẹ do doanh thu yếu trong 2025 nhưng phục hồi trong 2026
WCM	24.5%	25.5%	92bps	26.0%	51bps	Cải thiện nhờ chi phí vận hành và mở cửa hàng tối ưu hơn
MML	25.6%	26.5%	94bps	22.8%	-372bps	Giảm do giá heo kì vọng duy trì ở mức thấp
MSR	6.2%	18.0%	1177bps	18.0%	0bps	Cải thiện nhờ giá Vonfram duy trì ở mức cao
Thu nhập tài chính	4,044	2,551	-36.9%	3,103	21.7%	
Chi phí tài chính	7,900	7,321	-7.3%	6,993	-4.5%	Cải thiện nhờ tái cấu trúc các khoản vay
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	4,444	5,297	19.2%	6,289	18.7%	Chủ yếu do KBSV điều chỉnh dự phóng LNST của TCB đạt lần lượt 26,424/31,436 tỷ VNĐ trong 2025/2026
SG&A	18,482	18,682	1.1%	20,912	11.9%	
Lợi nhuận trước thuế	6,025	7,540	25.2%	13,415	77.9%	
<i>Biên LNTT</i>	<i>7.2%</i>	<i>9.3%</i>	<i>210bps</i>	<i>15.2%</i>	<i>582bps</i>	
Lợi nhuận sau thuế	4,272	6,032	41.2%	10,732	77.9%	
LN sau thuế công ty mẹ	1,999	3,137	56.9%	5,581	77.9%	
<i>Biên LNST</i>	<i>2.4%</i>	<i>3.9%</i>	<i>148bps</i>	<i>6.3%</i>	<i>242bps</i>	

Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

Bảng 19. Doanh thu các mảng của MCH và MML

	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
MCH	30,897	31,656	2%	34,210	8%	
Gia vị	11,195	11,407	2%	12,384	9%	Doanh thu của MC phục hồi 6% trong 2H2025, được hỗ trợ nhờ nhu cầu cải thiện mạnh mẽ vào dịp mua sắm cuối năm. Các mảng đồ uống, đồ dùng cá nhân và xuất khẩu ít bị ảnh hưởng bởi thay đổi quy định về thuế hơn do chủ yếu bán qua kênh hiện đại (MT)
Thực phẩm tiêu dùng nhanh	9,152	9,259	1%	10,044	8%	
Đồ uống	5,249	5,155	-2%	5,387	4%	
Cà phê	1,769	2,033	15%	2,154	6%	
Đồ dùng cá nhân	1,809	1,998	10%	2,074	4%	
Xuất khẩu & khác	1,723	1,804	5%	2,167	20%	
MML	7,636	9,453	24%	9,562	1%	
Thịt thương hiệu	3,151	3,735	19%	3,922	5%	Mảng thịt thương hiệu và chế biến tiếp tục duy trì được đà tăng trưởng tốt, bù đắp cho sự sụt giảm của mảng trang trại do giá heo và gà dự kiến thấp hơn trong 2026
Thịt chế biến	2,640	3,300	25%	3,630	10%	
Trang trại	1,845	2,418	31%	2,010	-17%	

Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
104,700VND/cổ phiếu

Chúng tôi tiếp tục định giá cổ phiếu MSN với phương pháp tổng các thành phần (SOTP) để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu MSN. Chúng tôi tiến hành định giá các công ty con đóng góp tỷ trọng doanh thu lớn bao gồm WCM, MCH, MML, MHT, TCB, PLH. Sau khi định giá giá trị cổ phần chúng tôi tiến hành chiết khấu 10% mô hình tập đoàn.

(1) Với MCH, chúng tôi tiếp tục duy trì phương pháp P/E dự phóng ở mức 18 lần. Với LNST 12 tháng tới dự kiến đạt 7,565 tỷ VNĐ

(2) Với WCM, chúng tôi sử dụng phương pháp P/S với P/S dự phóng 1.1 lần, thấp hơn định giá của một số chuỗi bán lẻ bách hoá trong khu vực (Bách Hoá Xanh, Alfamart) nhưng cải thiện 10% so với mức cũ do tốc độ mở cửa hàng và doanh thu tăng trưởng khả quan

(3) Với MML, chúng tôi sử dụng mức P/B vào giữa năm 2026 là 1.3 lần, phản ánh tính chu kỳ của ngành.

(4) Với PLH, chúng tôi sử dụng giá trị thương vụ MSN mua lại PLH với chiết khấu 50% do triển vọng cạnh tranh gay gắt của ngành và hiệu quả hoạt động không đạt kì vọng

(5) Với MSR, chúng tôi sử dụng PB mục tiêu là 0.6 lần do MSR vẫn kì vọng lỗ trong thời gian tới nhưng đã có cải thiện đáng kể nhờ giá hàng hóa phục hồi

(6) Với TCB, chúng tôi sử dụng định giá của KBSV cập nhật ngày 09/09/2025.

Định giá mới cao hơn 21% so với báo cáo cũ nhờ triển vọng cải thiện từ tăng trưởng tín dụng, chất lượng danh mục cho vay bất động sản và tiềm năng tăng giá trị từ thương vụ IPO của TCBS

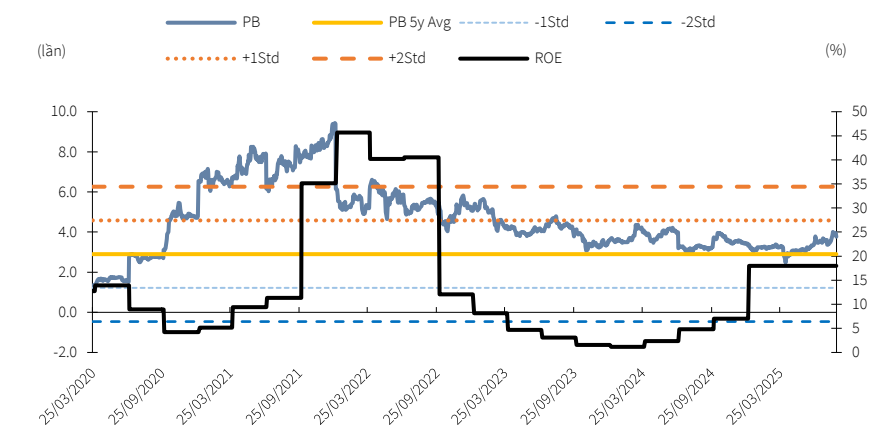
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu MSN, mức giá mục tiêu 104,700 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 25% giá đóng cửa ngày 22/09/2025.

Bảng 20. Định giá từng phần SOTP

Công ty	Phương pháp	Giá trị cổ phần (tỷ VNĐ)	% Sở hữu	Giá trị sở hữu (tỷ VNĐ)
MCH	P/E tại 1H2026	136,171	66.0%	89,873
WCM	P/S tại 1H2026	42,895	85.4%	36,632
MML	PB tại 1H2026	5,844	94.3%	5,916
MSR	PB tại 1H2026	7,238	94.9%	6,872
Phuc Long Heritage	Theo giá trị thương vụ	3,871	85.0%	3,290
TCB	Theo định giá của KBSV	306,578	19.8%	60,702
Tổng (Tỷ VNĐ)				203,285
Nợ ở cấp công ty mẹ, điều chỉnh cho các công ty con (Tỷ VNĐ)				(27,447)
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)				175,838
Chiết khấu tập đoàn				10%
Giá trị vốn chủ sở hữu sau chiết khấu (Tỷ VNĐ)				158,255
Số lượng cổ phiếu (Triệu cp)				1,512
Giá trị hợp lý (VNĐ/ cổ phiếu)				104,700

Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 21. Chỉ số P/B và ROE của MSN giai đoạn 2020-2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

MSN – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2026

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F	(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	78,252	83,178	80,725	88,467	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	147,384	147,585	157,726	172,336
Giá vốn hàng bán	56,131	58,522	54,868	56,540	Tài sản ngắn hạn	43,764	53,570	59,432	68,429
Lãi gộp	22,121	24,656	25,857	31,928	Tiền và tương đương tiền	10,125	18,618	25,753	32,239
Thu nhập tài chính	2,405	4,044	2,551	3,103	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	6,795	608	608	608
Chi phí tài chính	8,130	7,900	7,321	6,993	Các khoản phải thu	11,985	21,865	21,220	23,255
Trong đó: Chi phí lãi vay	6,946	6,405	6,110	5,666	Hàng tồn kho, ròng	13,175	10,787	10,114	10,422
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	Tài sản dài hạn	103,620	94,015	98,294	103,908
Chi phí bán hàng	14,192	14,565	14,723	16,480	Phải thu dài hạn	11,211	8,524	8,524	8,524
Chi phí quản lý doanh nghiệp	3,750	3,917	3,959	4,432	Tài sản cố định	42,886	37,050	36,493	35,947
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,350	6,761	7,701	13,415	Tài sản dở dang dài hạn	3,127	1,671	1,783	2,225
Thu nhập khác	310	180	0	0	Đầu tư dài hạn	33,928	35,323	40,619	46,908
Chi phí khác	97	916	0	0	Lợi thế thương mại	4,373	3,588	3,016	2,444
Thu nhập khác, ròng	213	-736	-161	0	NỢ PHẢI TRẢ	109,146	106,832	109,464	113,341
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	3,896	4,444	5,297	6,289	Nợ ngắn hạn	50,422	58,712	63,843	64,236
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,563	6,025	7,540	13,415	Phải trả người bán	6,318	7,171	6,163	6,351
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	693	1,752	1,508	2,683	Người mua trả tiền trước	220	220	220	220
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,870	4,272	6,032	10,732	Vay ngắn hạn	28,030	26,724	32,721	32,791
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,451	2,273	2,895	5,151	Nợ dài hạn	58,724	48,120	45,621	49,105
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	419	1,999	3,137	5,581	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	19	16	0	76
					Nợ dài hạn khác	8,250	6,331	6,331	6,331
Chỉ số hoạt động					Vay dài hạn	41,542	38,825	36,326	39,810
	2023	2024	2025F	2026F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	38,237	40,753	48,263	58,995
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.3%	29.6%	32.0%	36.1%	Vốn góp	14,308	15,129	15,129	15,129
Tỷ suất EBITDA	19.6%	20.2%	19.9%	20.1%	Thặng dư vốn cổ phần	8,723	14,165	14,165	14,165
Tỷ suất EBIT	16.2%	16.8%	16.1%	16.3%	Lãi chưa phân phối	11,798	9,327	12,463	18,044
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	3.3%	7.2%	9.3%	15.2%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	3.0%	8.1%	9.5%	15.2%	Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.5%	2.4%	3.9%	6.3%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	11,678	10,510	14,884	20,036

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VNĐ)					Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số định giá				
Lãi trước thuế	2,563	6,025	7,540	13,415	P/E	303.5	63.6	40.5	22.8
Khấu hao TSCĐ	4,007	4,133	4,012	4,161	P/E pha loãng	319.1	66.8	42.6	23.9
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-5,811	-7,055	-7,783	-9,328	P/B	4.8	4.2	3.8	3.3
Chi phí lãi vay	7,830	8,274	6,110	5,666	P/S	1.6	1.5	1.6	1.4
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	8,588	11,377	9,879	13,914	P/Tangible Book	3.8	3.4	2.8	2.2
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	452	-338	645	-2,035	P/Cash Flow	-0.4	0.2	0.2	0.2
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	1,076	-99	674	-308	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	24.0	18.7	17.5	13.2
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-442	2,143	-867	323	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	47.1	31.2	27.3	18.1
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	426	628	0	0	Hiệu quả quản lý				
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-8,734	-8,384	-7,664	-8,516	ROE%	2%	7%	10%	15%
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,366	5,328	2,668	3,378	ROA%	0%	1%	2%	3%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-2,229	-3,099	-3,016	-3,505	ROIC%	3%	4%	5%	7%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	18	35	0	0	Cấu trúc tài chính				
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-29,555	-36,549	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.3	0.4	0.5
Tiền thu từ cho vay hoặc từ phát hành công cụ nợ	20,544	32,404	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.3	0.3	0.4	0.5
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-12	-6,557	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.9	0.9	0.9	1.1
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	709	4,284	0	0	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	1.1	1.0	0.8	0.7
Cố tức và tiền lãi nhận được	1,820	2,972	2,551	3,103	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.2	0.2
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-8,705	-6,511	-465	-401	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	1.3	1.4	1.3	1.1
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	71	6,412	1,478	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	1.3	1.4	1.3	1.1
Tiền thu được các khoản đi vay	91,059	93,607	69,048	72,602	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.7	0.7	0.7	0.7
Tiền trả các khoản đi vay	-87,325	-88,611	-65,549	-69,048	Tổng công nợ/Vốn CSH	2.9	2.6	2.3	1.9
Cố tức đã trả	-244	-1,721	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.7	0.7	0.7	0.7
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	3,562	9,686	4,976	3,554	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	56	96	96	96
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-3,777	8,503	7,179	6,531	Hệ số quay vòng HTK	86	67	67	67
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	13,853	10,125	18,618	25,753	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	41	45	41	41
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	10,124	18,618	25,753	32,239					

Nguồn: MSN, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.