

## Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2024

Mã giao dịch: MSN

Reuters: MSN.HM

Bloomberg: MSN VN

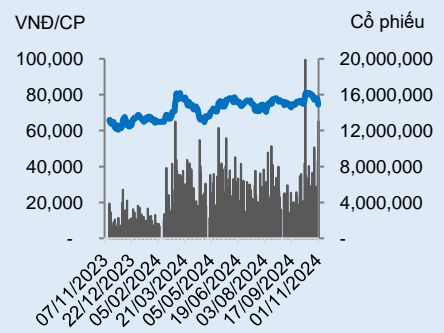
## Tiếp tục câu chuyện tăng trưởng. Duy trì OUTPERFORM

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá mục tiêu (VNĐ/CP) **108.000**Giá thị trường (01/11/2024) **74.500**Lợi nhuận kỳ vọng **+45,0%**

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	62.200-81.100
Vốn hóa	107.157 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	1.438.351.618
KLGD bình quân 10 ngày	6.860.237
% sở hữu nước ngoài	28,33%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,08

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
MSN	8,9%	-0,4%	0,0%	2,9%
VNIndex	10,9%	-1,2%	3,9%	-1,1%

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú, CFA**

(84 28) 3914 6888 ext. 258

phuts@bvsc.com.vn

**KQKD Q3 2024 khởi sắc, vượt kỳ vọng.** MSN công bố kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm với doanh thu thuần đạt 60.476 tỷ (+5,2% yoy) và LNST-CĐTS đạt 1.308 tỷ (+255% yoy). Riêng trong Q3/2024, LNST-CĐTS đạt 701 tỷ, tăng 39% qoq và gấp gần 15 lần so với cùng kỳ, nhỉnh hơn so với dự báo trước đó của BVSC là 650 tỷ. Tăng trưởng mạnh mẽ ở mức hai chữ số ở hầu hết các mảng tiêu dùng chính tạo nên kết quả kinh doanh ấn tượng trong Quý 3, bất chấp thị trường tiêu dùng chưa thực sự khởi sắc. Chúng tôi cho rằng MSN hoàn toàn có khả năng đạt và thậm chí vượt mức lợi nhuận mục tiêu trong kịch bản tích cực là 2.000 tỷ đồng, nhờ đà tăng trưởng mạnh mẽ của các trụ cột chính và tiềm năng từ các yếu tố đột biến trong quý cuối năm.

**Dự báo MSN kết thúc năm 2024 với KQKD đột biến trong Q4.** Dự báo KQKD 2024 của chúng tôi tương đối sát với cập nhật trước đó với một số điều chỉnh nhỏ. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 87.001 tỷ (+11,2% yoy) và LNST-CĐTS đạt 2.781 tỷ (+564,3% yoy), bao gồm khoản thu nhập bất thường từ thương vụ bán H.C Starck. Điều này nghĩa là chúng tôi kỳ vọng LNST-CĐTS trong Q4 sẽ đạt 1.473 tỷ, gấp 2 lần qoq và 29 lần yoy.

**Sơ lược triển vọng 2025.** Chúng tôi lần đầu đưa ra dự báo KQKD cho năm 2025 với doanh thu thuần đạt 96.826 tỷ (+11,3% yoy) và LNST-CĐTS đạt 3.845 tỷ (+38,2% yoy), chủ yếu nhờ: (i) Masan Consumer tăng trưởng ổn định; (ii) WinCommerce lần đầu đóng góp lợi nhuận dương cả năm; (iii) TCB đóng góp lợi nhuận cao hơn.

**Khuyến nghị.** Bằng phương pháp SOTP, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với MSN với mức giá mục tiêu **108.000 đồng/cp**, tăng 12% so với cập nhật trước, chủ yếu do tốc độ tăng trưởng vượt kỳ vọng của mảng bán lẻ – WinCommerce. Chúng tôi cho rằng MSN là một trong những cổ phiếu hấp dẫn nhất trong thời gian tới, nhờ: (i) tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi vững chắc theo dự báo của BVSC, đặc biệt từ mảng bán lẻ – một phần quan trọng trong định giá Tập đoàn; (ii) thu nhập bất thường và cập nhật mới liên quan đến việc pha loãng cổ phần tại MHT trong Q4; (iii) MCH chuyển niêm yết từ UPCOM sang HOSE, và (iv) MSN là một trong những cổ phiếu hưởng lợi từ dòng vốn ngoại nếu thị trường chứng khoán Việt Nam được FTSE nâng hạng trong 2025.

## KQKD Q3/2024 khởi sắc

MSN công bố KQKD 9T24 với doanh thu thuần đạt 60.476 tỷ (+5,2% yoy) và LNST-CĐTĐTS đạt 1.308 tỷ (+255% yoy). Riêng trong Q3/2024, LNST-CĐTĐTS đạt 701 tỷ, tăng 39% qoq và gấp gần 15 lần so với cùng kỳ, nhỉnh hơn so với dự báo trước đó của BVSC là 650 tỷ. Tăng trưởng mạnh mẽ ở mức hai chữ số ở hầu hết các mảng tiêu dùng chính tạo nên kết quả kinh doanh ấn tượng trong Quý 3, bất chấp thị trường tiêu dùng chưa thực sự khởi sắc. BVSC cho rằng MSN hoàn toàn có khả năng đạt và thậm chí vượt mức lợi nhuận mục tiêu cao nhất là 2.000 tỷ đồng, nhờ đà tăng trưởng mạnh mẽ của các trụ cột chính và tiềm năng từ các yếu tố đột biến trong quý cuối năm.

Đvt: Tỷ đồng	3Q24	3Q23	y/y (%)	9T24	9T23	y/y (%)
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>21.487</b>	<b>20.155</b>	<b>6,6%</b>	<b>60.476</b>	<b>57.470</b>	<b>5,2%</b>
The Crown X	16.161	14.869	8,7%	45.297	41.704	8,6%
Masan Consumer Corporation	7.987	7.233	10,4%	21.955	19.748	11,2%
WinCommerce	8.603	7.884	9,1%	24.404	22.401	8,9%
Masan MEATLife	1.936	1.903	1,7%	5.446	5.207	4,6%
Phuc Long Heritage	425	377	12,8%	1.203	1.160	3,7%
Masan High-Tech Materials	3.727	3.590	3,8%	10.468	10.905	-4,0%
<b>EBITDA</b>	<b>4.233</b>	<b>3.739</b>	<b>13,2%</b>	<b>11.341</b>	<b>10.175</b>	<b>11,5%</b>
The Crown X	2.491	2.116	17,7%	6.377	5.622	13,4%
Masan Consumer Corporation	2.184	1.907	14,5%	5.739	5.078	13,0%
WinCommerce	327	228	43,3%	748	452	65,4%
Masan MEATLife	166	124	33,7%	414	170	143,7%
Phuc Long Heritage	69	78	-11,3%	201	206	-2,3%
Masan High-Tech Materials	467	551	-15,2%	1.166	1.696	-31,3%
Techcombank	1.136	1.045	8,7%	3.601	2.898	24,3%
<b>Doanh thu/(chi phí) tài chính ròng</b>	<b>(1.178)</b>	<b>(1.965)</b>	<b>-40,1%</b>	<b>(3.907)</b>	<b>(4.754)</b>	<b>-17,8%</b>
Lợi nhuận sau thuế	1.301	486	167,7%	2.726	1.353	101%
<b>LNST-CĐTĐTS</b>	<b>701</b>	<b>48</b>	<b>1.349,2%</b>	<b>1.308</b>	<b>369</b>	<b>255%</b>

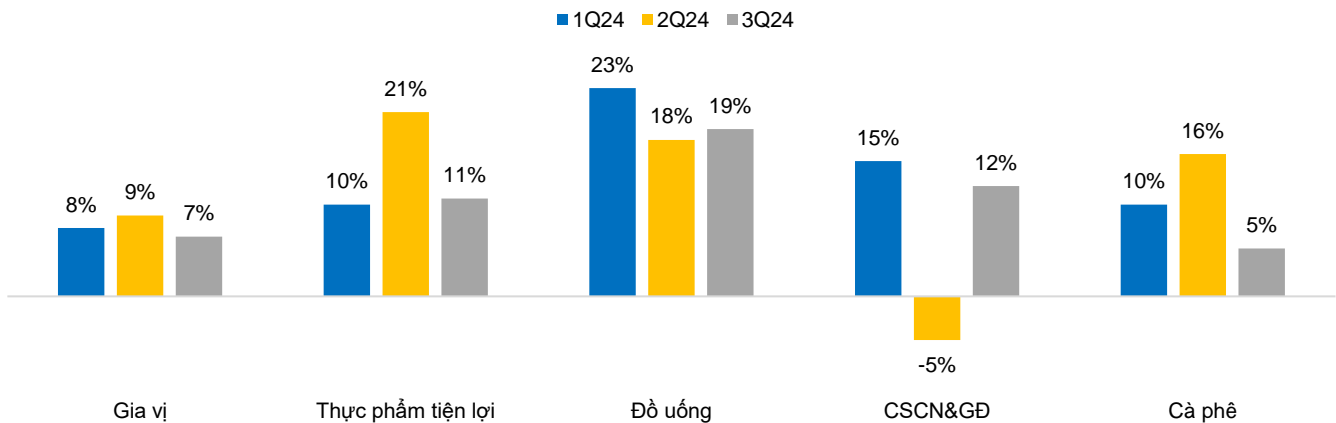
Nguồn: MSN

**Masan Consumer** ghi nhận doanh thu thuần 7.987 tỷ (+10,4% yoy) trong Q3 và 19.748 tỷ (+11,2% yoy) trong 9T24. EBITDA đạt 2,184 tỷ (+14,5% yoy) trong Q3 và 5.739 tỷ (+13,0% yoy) trong 9T24, qua đó mở rộng biên lợi nhuận.

- Tăng trưởng tích cực ở các ngành hàng chính.** Trong Q3, nhờ những nỗ lực cao cấp hóa của MCH, ngành hàng Thực phẩm tiện lợi, Đồ uống và Chăm sóc gia đình tiếp tục tăng trưởng ở mức hai chữ số trong khi ngành hàng Gia vị và Cà phê tăng trưởng ở mức một chữ số trung bình. Quý này cũng nổi trội bởi sự chuyển dịch trọng tâm của MCH từ khuyến mãi bán hàng sang các hoạt động marketing và xây dựng thương hiệu, đồng thời kiểm soát chặt chẽ hiệu quả đầu tư của những chi phí này. Theo ban lãnh đạo, điều này đã phần nào ảnh hưởng đến doanh số của các sản phẩm như tương ớt và mì ăn liền, vốn

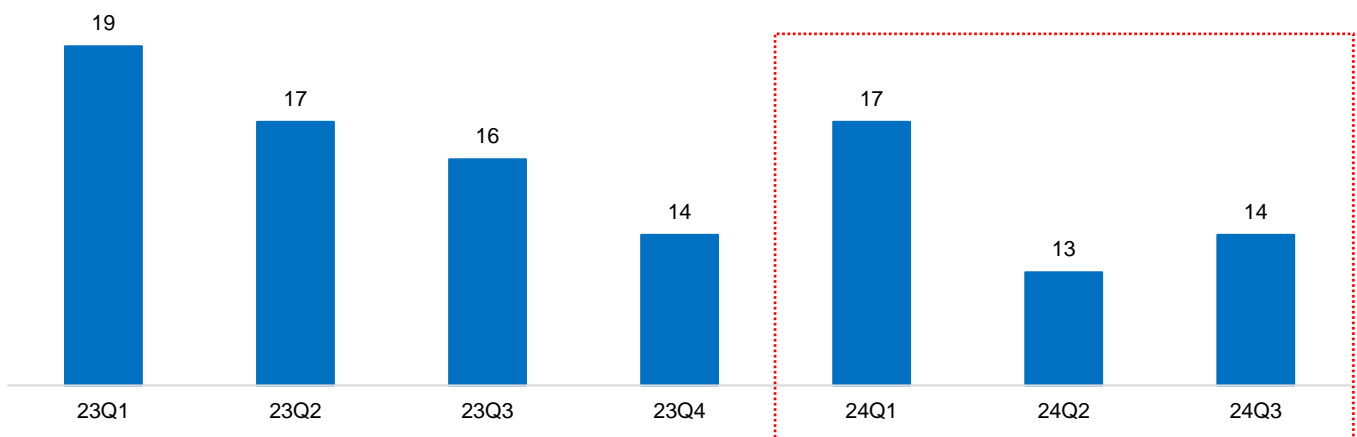
truyền thống dựa vào các chương trình khuyến mãi bán hàng. Tuy nhiên, những tác động tiêu cực trên chỉ mang tính ngắn hạn, và nỗ lực này cuối cùng sẽ tạo nên những thương hiệu mạnh mẽ và lành mạnh hơn cũng như chi tiêu cho bán hàng hiệu quả và bền vững hơn trong tương lai.

**Doanh thu tăng trưởng tích cực ở các ngành hàng**



Nguồn: MSN

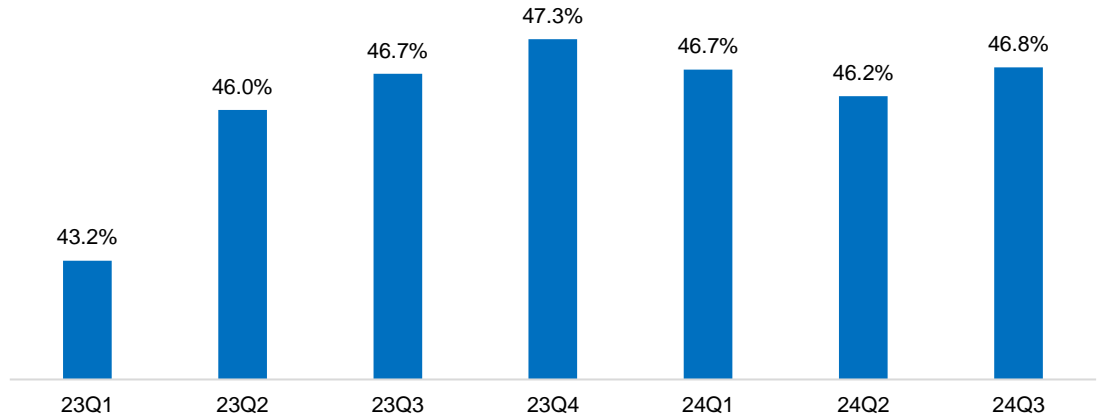
**Hàng tồn kho tại các nhà phân phối ổn định dù lượng hàng bán ra tăng cao**  
Số ngày tồn kho



Nguồn: MSN

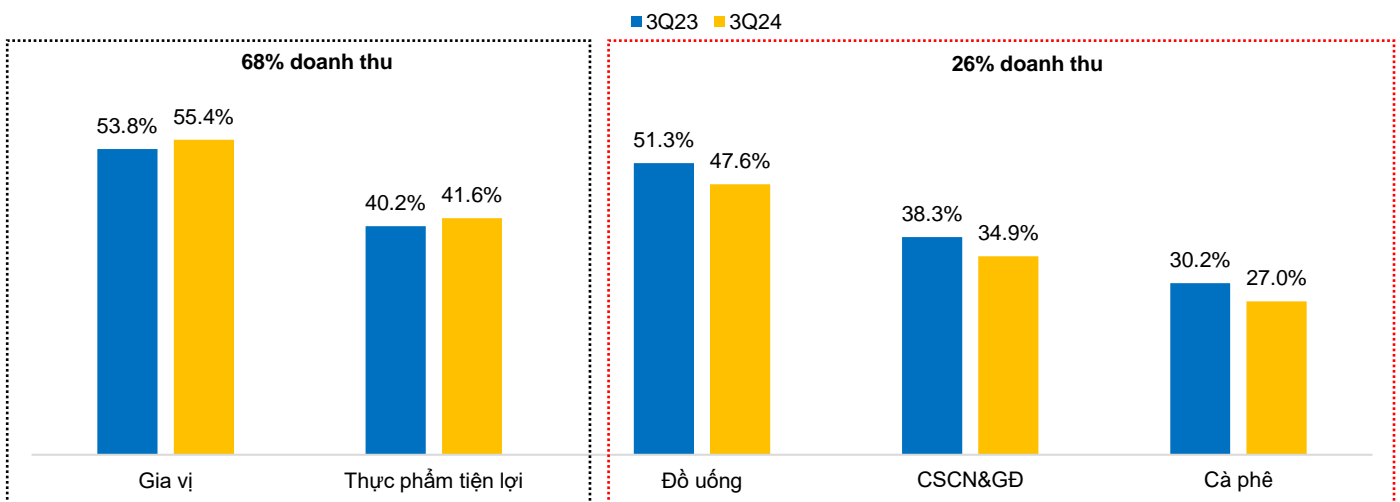
- **Biên lợi nhuận gộp mở rộng** 53 bps qoq và 12 bps yoy trong Q3 dù chi phí nguyên vật liệu và đóng gói gia tăng, nhờ điều chỉnh giá bán và thay đổi tích cực trong cơ cấu sản phẩm. Các ngành hàng chịu tác động lớn bao gồm Đồ uống, Chăm sóc gia đình và Cà phê, với tác động tương ứng lên biên lợi nhuận gộp lần lượt là 360 bps, 340 bps và 320 bps yoy. Nhìn chung, MCH dự đoán giá hàng hóa sẽ tăng cao trong 2025 nhưng vẫn tự tin về khả năng duy trì biên gộp chung quanh mức 46.5 – 47%, nhờ (1) đã đảm bảo một phần nguồn cung đầu vào cần thiết và (2) nỗ lực tăng trưởng không ngừng thông qua cao cấp hóa sản phẩm.

**BLN gộp duy trì ở mức cao nhờ điều chỉnh giá và cơ cấu sản phẩm**



Nguồn: MSN

**Đồ uống, Chăm sóc gia đình và Cà phê có BLN gộp giảm do chi phí đầu vào tăng**

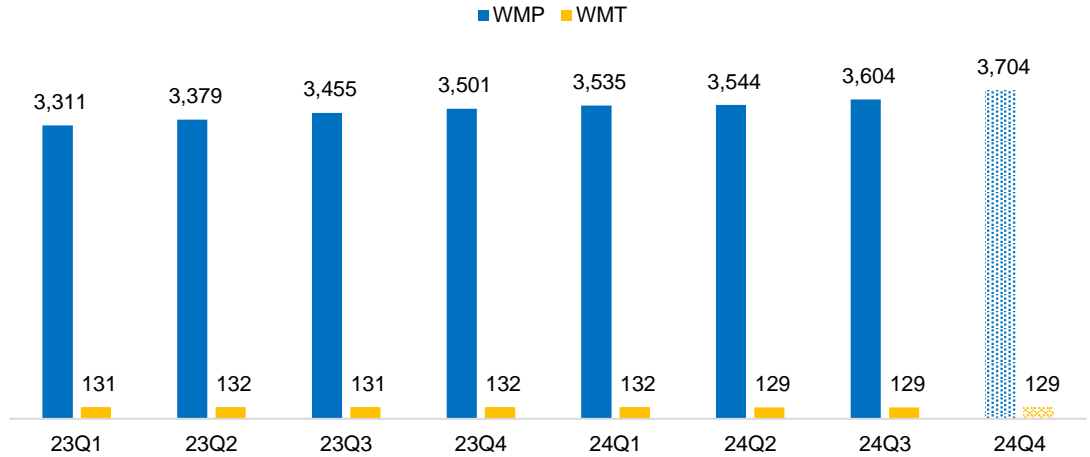


Nguồn: MSN

**WinCommerce** công bố doanh thu thuần đạt 8.603 tỷ trong Q3 và 24.404 tỷ trong 9T24, lần lượt tăng 9,1% yoy và 8,9% yoy. EBITDA tăng mạnh 43,3% yoy trong Q3 và 65,4% yoy trong 9T24, cho thấy sự tiến triển đáng khích lệ của toàn bộ chuỗi bán lẻ và đánh dấu quý đầu tiên có LNST dương, đạt 20 tỷ đồng. Ban lãnh đạo cho biết, WCM đặt mục tiêu kết thúc năm với mức lỗ ròng chỉ từ 120 đến 140 tỷ đồng, so với mức lỗ ròng 457 tỷ đồng của năm trước.

- Tăng tốc độ mở rộng.** WCM đã mở thêm được 60 cửa hàng mới trong quý 3 (43 CH trong 1H), nâng tổng số cửa hàng mở mới từ đầu năm lên 103. Chúng tôi kỳ vọng WCM sẽ mở thêm 100 CH Minimart trong quý cuối năm.

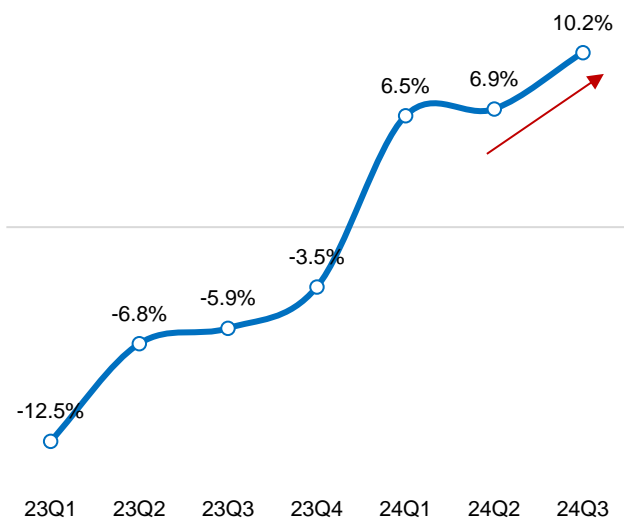
**Tăng tốc độ mở rộng mạng lưới kinh doanh trong Q3**  
Số cửa hàng



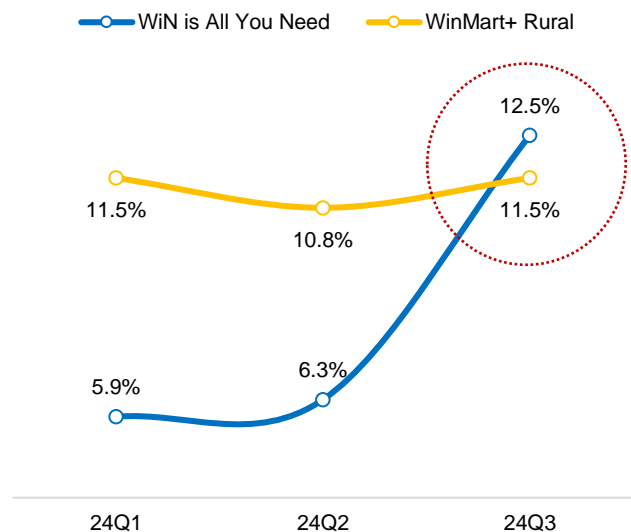
Nguồn: MSN

- Màng Minimart là điểm nhấn**, với doanh thu thuần tăng trưởng 14,1% yoy trong Q3, thúc đẩy bởi tăng trưởng LFL 10,2%, đồng đều từ cả lượng khách tăng và giá trị hóa đơn tăng. Việc chuyển đổi các cửa hàng sang hình thức ‘WiN is All You Need’ ở khu vực thành thị và WinMart+ Rural ở khu vực nông thôn tiếp tục mang lại kết quả tích cực khi các mô hình cửa hàng này đạt mức tăng trưởng LFL lần lượt 12,5% và 11,5%, cao hơn nhiều so với tăng trưởng bình quân. Nhờ đó, màng Minimart ghi nhận mức tăng biên EBITDA và biên EBIT cấp cửa hàng ấn tượng là 90 bps yoy và 120 bps yoy.

**Minimart: Tăng trưởng LFL YoY**



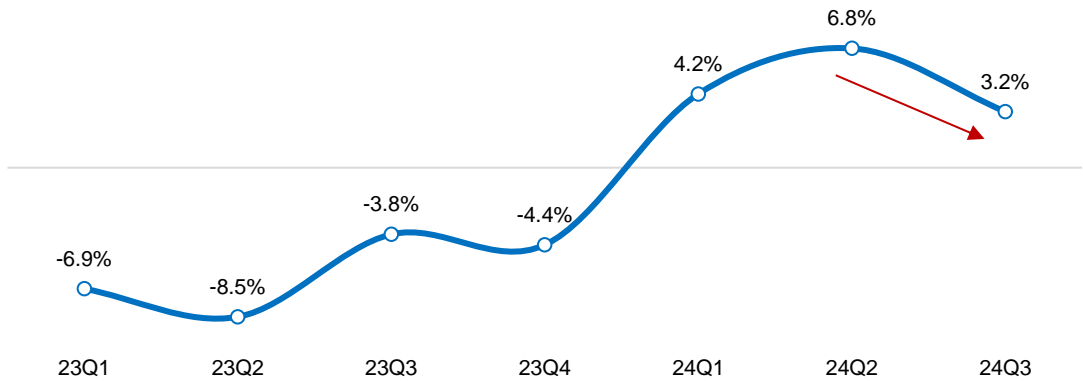
**Mô hình WiN và WinMart+ Rural dẫn dắt tăng trưởng phân khúc Minimart Q3**



Nguồn: MSN

- Mảng Siêu thị chưa khởi sắc.** Không như Minimart, mảng Siêu thị của WCM – WinMart chỉ ghi nhận doanh thu đi ngang so với cuối năm ngoái với tăng trưởng LFL khiêm tốn ở mức 3,2%. MSN muốn duy trì cơ hội và thận trọng trong việc mở thêm các siêu thị cho đến khi tìm được mô hình hoạt động phù hợp.

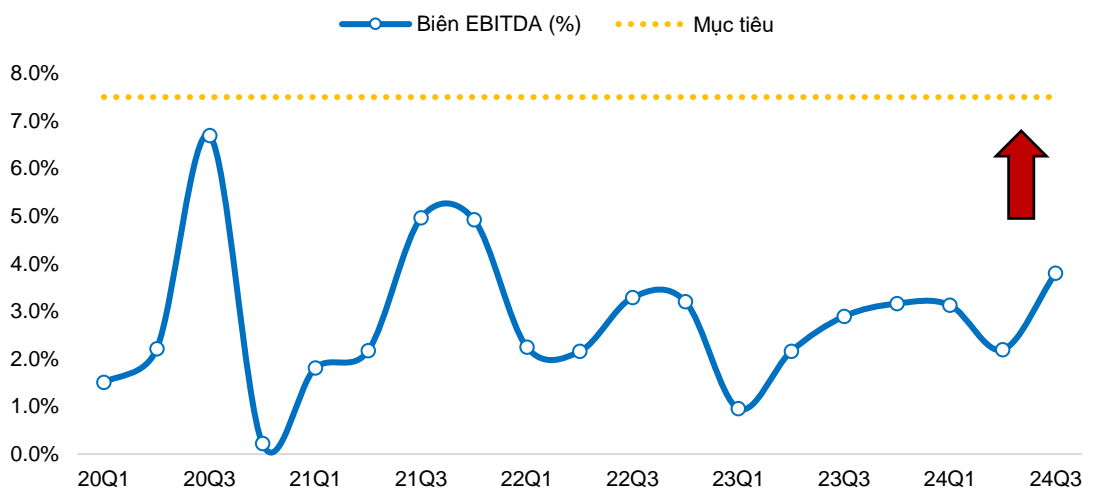
**Siêu thị: Tăng trưởng LFL YoY**



Nguồn: MSN

- Nhiều chương trình cải tổ sắp diễn ra trong 24 tháng tới.** Tính đến Q3, biên EBITDA của WCM chỉ ở mức 3,8%, điều này cho thấy vẫn còn rất nhiều việc phải làm. Ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ chuyển đổi WCM thành một nhà bán lẻ có biên EBITDA 7-8% (tương tự Alfamart) bằng cách: (i) tiếp tục cải thiện doanh thu mỗi cửa hàng bằng cách tận dụng chương trình thành viên và hệ sinh thái tiêu dùng mạnh mẽ với Masan Consumer (FMCGs) và Masan MeatLife & WinEco (sản phẩm tươi sống); (ii) tiếp tục tối ưu hóa chi phí hoạt động nhằm cải thiện biên lợi nhuận.

**Biên lợi nhuận còn nhiều dư địa cải thiện**

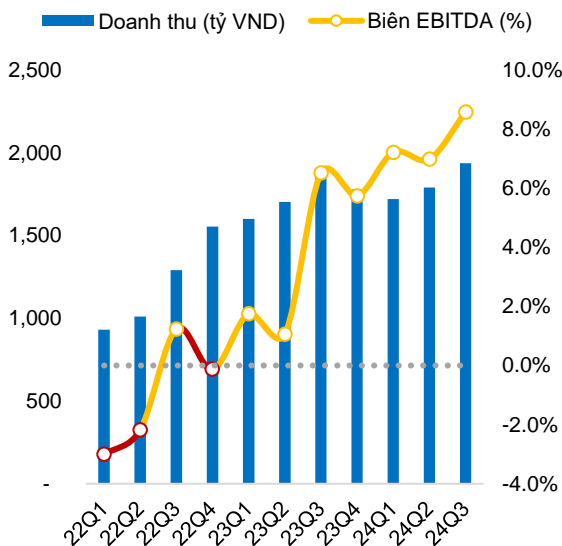


Nguồn: MSN

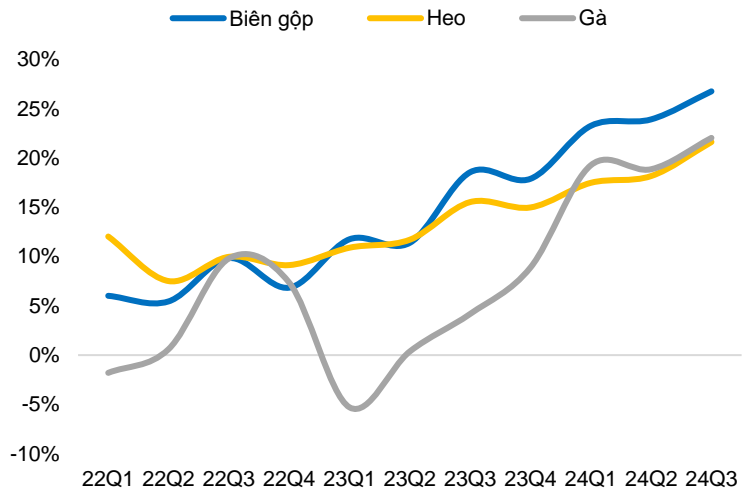
**Masan MeatLife** ghi nhận doanh thu gần như đi ngang trong Q3, đạt 1.936 tỷ (+1,7% yoy) và 5.446 tỷ trong 9T24 (+4,6% yoy). Tuy nhiên, EBITDA tăng mạnh 33,7% yoy trong Q3 và 143,7% yoy trong 9T24.

- Cơ cấu doanh thu chuyển đổi tích cực.** Q3 chứng kiến doanh thu chăn nuôi giảm mạnh, chăn nuôi heo giảm 30% yoy và chăn nuôi gà giảm 26% yoy. Đối với mảng heo, nguyên nhân đến từ việc tăng doanh số bán hàng nội bộ để sản xuất thịt lợn tươi và tích hợp vào chương trình hội viên WiN khiến tăng trưởng doanh thu thịt lợn tươi tăng 23% yoy trong Q3 và 24% yoy trong 9T24. Với mảng gà, nguyên nhân là do việc đóng bớt các trang trại kém hiệu quả để tập trung hơn vào thịt gà tươi. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận thấy mức tăng trưởng mạnh mẽ 19,3% yoy ở mảng thịt chế biến trong Q3, hiện đóng góp khoảng 37% vào tổng doanh thu – tăng 600 bps so với năm ngoái. Tóm lại, đây là sự chuyển dịch đáng hoan nghênh, từ hoạt động kinh doanh chăn nuôi nhiều biến động sang hoạt động kinh doanh tiêu dùng có biên lợi nhuận ổn định và dễ dự đoán hơn.
- Còn nhiều dư địa cải thiện biên lợi nhuận.** Tính đến Q3 2024, biên lợi nhuận gộp mảng thịt heo tươi sống ở mức thấp 7,6%, cho thấy dư địa cải thiện dồi dào: (i) giảm sản phẩm thải trên mỗi con lợn; (ii) tăng tỷ lệ sử dụng của các nhà máy chế biến, vốn đang khiêm tốn ở mức 10%; (iii) đóng góp cao hơn từ thịt chế biến thông qua việc đổi mới.

**MML ghi nhận lợi nhuận gia tăng**

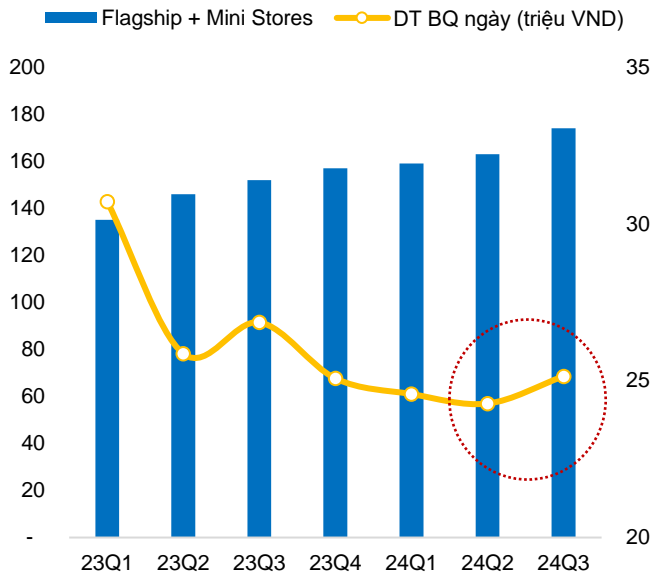
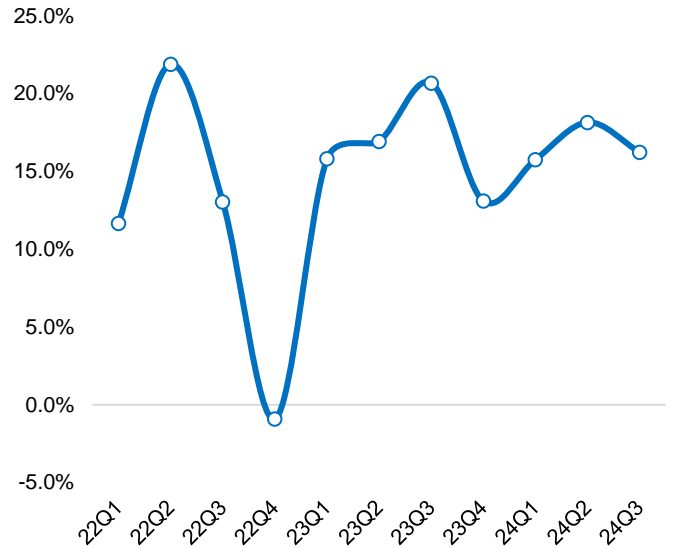


**...với mảng heo và gà tiếp tục cải thiện**



Nguồn: MSN

**Phuc Long Heritage** ghi nhận doanh thu thuần đạt 425 tỷ (+12,8% yoy) và LNST đạt 26 tỷ trong Q3, đảo chiều từ mức nền thấp năm ngoái do đóng các Phúc Long Kiosk bên trong WCM. Bất chấp thị trường tiêu dùng chưa khởi sắc, PLH đã mở rộng mạng lưới hoạt động trên toàn quốc, tăng thêm 21 cửa hàng so với năm ngoái. Ban lãnh đạo tiếp tục đóng bớt các Kiosk hiệu quả, đưa tổng số lượng giảm từ 131 trong năm ngoái xuống 57 cuối Q3. Nhờ đó, lợi nhuận của PLH tiếp tục cải thiện và biên ròng hiện đang ở mức 6,1% trong Q3 và 6,6% trong 9T24.

**Doanh thu trên cửa hàng tăng trong Q3.24**

**Biên EBITDA ở mức cao bất chấp mở mới nhiều CH**


Nguồn: MSN

**Các mảng kinh doanh khác:**

- Masan Hi-Tech Materials** ghi nhận doanh thu thuần 3.727 tỷ, tăng 3,8% yoy trong Q3 nhưng giảm 4,0% trong 9T24, chủ yếu do nhu cầu suy yếu cùng với sự gián đoạn do bão Yagi và công tác bảo trì nhà máy chế biến. Ban lãnh đạo kỳ vọng KQKD Q4 sẽ khả quan hơn nhờ doanh thu đồng, dự kiến cao hơn doanh thu 9 tháng đầu năm. Hơn nữa, thương vụ bán H.C Starck cho Mitsubishi Materials dự kiến hoàn thành trong Q4, mang lại 134,5 triệu USD tiền mặt cho MHT giúp giảm đòn bẩy, một khoản thu nhập một lần trị giá gần 40 triệu USD và khoản tăng LNST định kỳ từ 20-30 triệu USD từ năm 2025.
- Techcombank** đóng góp 1.136 tỷ dưới hình thức thu nhập từ công ty liên kết trong Q3, tăng 8,7% yoy và 2.898 tỷ trong 9T24, tăng 24,3% yoy.



## Triển vọng Q4 2024 và 2025

**Dự báo cho năm 2024 của chúng tôi tương đối sát với cập nhật trước đó** với một số điều chỉnh nhỏ. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần đạt 87.001 tỷ (+11,2% yoy) và LNST-CĐTTS đạt 2.781 tỷ (+564,3% yoy), bao gồm khoản thu nhập bất thường từ thương vụ bán H.C Starck.

**Dự báo KQKD 2025.** Chúng tôi lần đầu đưa ra dự báo KQKD cho năm 2025 với doanh thu thuần đạt 96.826 tỷ (+11,3% yoy) và LNST-CĐTTS đạt 3.845 tỷ (+38,2% yoy), chủ yếu nhờ: (i) Masan Consumer tăng trưởng ổn định; (ii) WinCommerce lần đầu đóng góp lợi nhuận dương cả năm; (iii) TCB đóng góp lợi nhuận cao hơn.

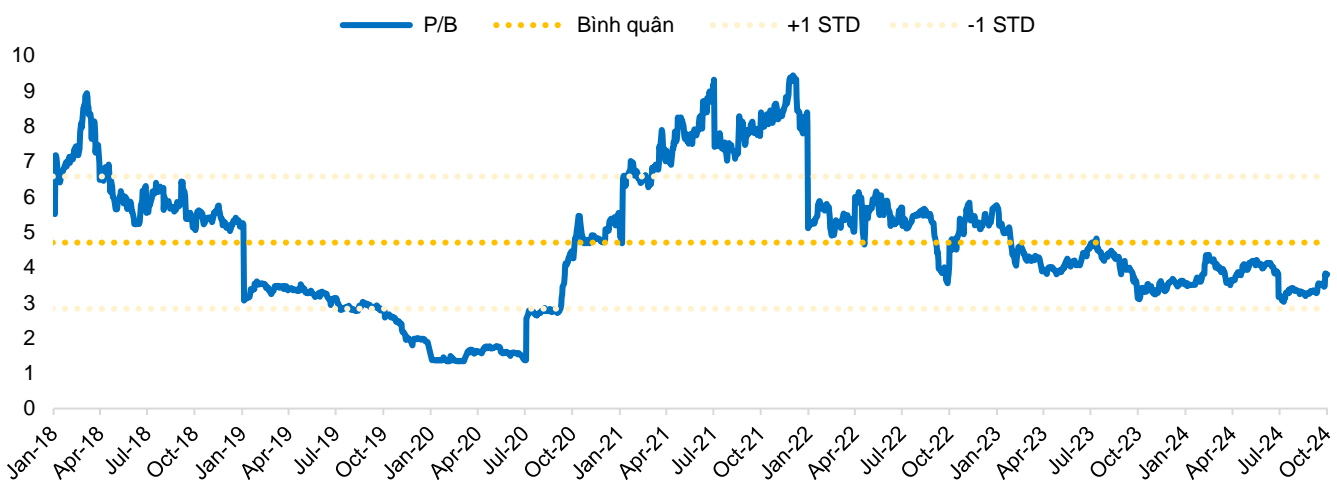
Đvt: tỷ đồng	2024F	YoY	2025F	YoY	Diễn giải
<b>Doanh thu</b>	<b>87.010</b>	<b>11,2%</b>	<b>96.826</b>	<b>11,3%</b>	
Masan Consumer	31.425	11,3%	34.550	9,9%	Dự báo tăng trưởng 24F và 25F các ngành hàng chính: - Gia vị: +7,5% và 8,0% - Thực phẩm tiện lợi: +13,0% và 10,0% - Đồ uống: +20,0% và 15,0% - Chăm sóc gia đình: +5,0% và 10,0%
WinCommerce	33.371	11,0%	37.819	13,3%	Giả định chính cho 24F và 25F: - Tăng trưởng LFL của WMP: +8,0% và +10,0% - Mạng lưới WMP: +203 CH và +300 CH - Tăng trưởng LFL của WMT: +3,4% và +3,2% - Mạng lưới WMT: -3 CH và +2 CH
Masan MeatLife	7.652	9,6%	8.729	14,1%	Giả định chính cho 24F và 25F: - Doanh thu Heo: +17,5% và +17,8% - Doanh thu Gà: -22,0% và +12,1% - Doanh thu thịt chế biến: +20,0% và +10,0%
Masan Hi-Tech Materials	14.534	3,1%	15.623	7,5%	
Phuc Long Heritage	1.614	5,2%	1.907	18,1%	Giả định chính cho 24F và 25F: - Mạng lưới: +30 CH và +20 CH - Tăng trưởng LFL hàng ngày: -7,0% và +10,0%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>7.386</b>	<b>76,8%</b>	<b>9.265</b>	<b>25,4%</b>	
Masan Consumer	7.710	14,7%	8.557	11,0%	Biên lợi nhuận gộp 24F và 25F dự báo ở mức 46,5% nhờ giá bán bình quân tăng và cơ cấu sản phẩm mạnh mẽ bù đắp cho sự gia tăng chi phí đầu vào.
WinCommerce	78	-124,2%	635	709,0%	Lợi nhuận ròng đạt 439 tỷ trong 2025 so với khoản lỗ ròng 118 tỷ năm 2024.
Masan MeatLife	136	-160,7%	268	96,8%	Lợi nhuận ròng đạt 107 tỷ trong 2025 sau 3 năm liên tiếp chịu thua lỗ.
Masan Hi-Tech Materials	70	-176,1%	361	413,0%	
Phuc Long Heritage	177	108,1%	243	37,4%	Lợi nhuận ròng 98 tỷ trong 2024 và 144 tỷ trong 2025.
Techcombank	4.450	15,1%	5.765	29,6%	Chi phí một lần trong Q4 có thể tạo nền thấp cho 2025.
<b>Chi phí tài chính ròng</b>	<b>(4.947)</b>	<b>-13,6%</b>	<b>(5.670)</b>	<b>14,6%</b>	
<b>LNST-CĐTTS</b>	<b>2.781</b>	<b>564,3%</b>	<b>3.845</b>	<b>38,2%</b>	

## Định giá SOTP

Đvt: tỷ đồng	Lợi ích MSN	Giá trị MSN	Ghi chú
<b>The CrownX</b>	<b>84,9%</b>	<b>152.724</b>	
Masan Consumer Holdings	72,8%	117.963	20x 2025F EPS
VinCommerce	78,7%	34.761	DCF
<b>Masan MeatLife</b>	<b>94,8%</b>	<b>4.819</b>	Giá trị sổ sách
<b>Masan Hi-Tech Materials</b>	<b>86,4%</b>	<b>11.296</b>	Giá trị sổ sách
<b>Techcombank</b>	<b>20,0%</b>	<b>38.528</b>	Cập nhật TCB của BVSC
<b>Reddi</b>	<b>70,0%</b>	<b>296</b>	Giá trị sổ sách
<b>Trusting Social</b>	<b>25,0%</b>	<b>1.511</b>	Giá trị sổ sách
<b>Phuc Long Heritage</b>	<b>85,0%</b>	<b>5.561</b>	14x 2025F EBITDA
Vay nợ ròng tại công ty mẹ		(20.660)	
<b>Giá trị hợp lý SOTP</b>		<b>194.075</b>	
Chiết khấu đa ngành		20%	
<b>SLCP lưu hành (CP)</b>		1.438.351.617	
<b>Giá trị hợp lý mỗi CP (đồng/cp)</b>		<b>107.943</b>	

Nguồn: BVSC ước tính

### P/B lịch sử từ 2018



Nguồn: Fiin

## Khuyến nghị

Bằng phương pháp SOTP, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với MSN với mức giá mục tiêu **108.000 đồng/cp**, tăng 12% so với cập nhật trước, chủ yếu do tốc độ tăng trưởng vượt kỳ vọng của mảng bán lẻ – WinCommerce. Chúng tôi cho rằng MSN là một trong những cổ phiếu hấp dẫn nhất trong thời gian tới, nhờ: (i) tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi vững chắc theo dự báo của BVSC, đặc biệt từ mảng bán lẻ – một phần quan trọng trong định giá Tập đoàn; (ii) thu nhập bất thường và cập nhật mới liên quan đến việc pha loãng cổ phần tại MHT trong Q4; (iii) MCH chuyển niêm yết từ UPCOM sang HOSE, và (iv) MSN là một trong những cổ phiếu hưởng lợi từ dòng vốn ngoại nếu thị trường chứng khoán Việt Nam được FTSE nâng hạng trong 2025.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>76.189</b>	<b>78.252</b>	<b>87.010</b>	<b>96.826</b>
Giá vốn	(55.154)	(56.131)	(60.431)	(66.774)
Lợi nhuận gộp	21.035	22.121	26.579	30.052
Doanh thu tài chính	2.576	2.405	3.168	2.194
Chi phí tài chính	(6.362)	(8.130)	(8.113)	(7.857)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3.567</b>	<b>419</b>	<b>2.781</b>	<b>3.845</b>

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	13.853	10.125	10.397	15.231
Các khoản phải thu ngắn hạn	13.930	11.985	13.321	14.824
Hàng tồn kho	14.445	13.175	14.649	16.302
Tài sản cố định hữu hình	43.535	42.886	42.257	41.797
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	31.334	33.219	33.219	33.219
<b>Tổng tài sản</b>	<b>141.343</b>	<b>147.383</b>	<b>150.679</b>	<b>162.287</b>
Nợ ngắn hạn	65.321	50.423	48.838	54.270
Nợ dài hạn	39.385	58.724	58.724	58.724
Vốn chủ sở hữu	36.637	38.237	43.117	49.293
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>141.343</b>	<b>147.383</b>	<b>150.679</b>	<b>162.287</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-14%	3%	11%	11%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-58%	-88%	564%	38%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên	28%	28%	31%	31%
Lợi nhuận thuần biên	5%	1%	3%	4%
ROA	3%	0%	2%	2%
ROE	10%	1%	6%	8%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Nợ vay/Tổng tài sản	46%	50%	47%	48%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	137%	194%	182%	169%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.739	293	1.944	2.687
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	35.862	25.733	26.724	30.134

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

**Tôi**, chuyên viên **Trương Sỹ Phú** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

**Hệ thống nhận định của BVSC** được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
<b>OUTPERFORM</b>	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
<b>NEUTRAL</b>	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
<b>UNDERPERFORM</b>	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

## LIÊN HỆ

### Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối  
dungpt@bvsc.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối  
luonglv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối  
ngocnch@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng

Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng  
hoangnd@bvsc.com.vn

#### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT  
phuts@bvsc.com.vn

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật  
bachtx@bvsc.com.vn

#### Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng  
thaotp@bvsc.com.vn

#### Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép  
minhtn@bvsc.com.vn

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô  
huyenhtm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng  
anhnhm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không  
dannv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường  
hoanh@bvsc.com.vn

#### Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD  
duongtt@bvsc.com.vn

#### Lương Ngọc Tuấn Dũng

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng  
dunglnt@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không  
thanhnd@bvsc.com.vn



## **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

### **Trụ sở chính:**

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### **Chi nhánh:**

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888