

THỰC PHẨM & ĐỒ UỐNG

NỖ LỰC THAY MỚI ĐỘNG CƠ TĂNG TRƯỞNG



Nguyễn Bảo Hưng – hung.nb@vdsc.com.vn





Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Tổng quan

Ngành hàng thực phẩm & đồ uống đã bước vào pha bão hòa với tăng trưởng một chữ số chủ yếu dẫn dắt bởi giá (liên quan tới lạm phát) ở 5 năm qua. Điều này cộng hưởng với thị phần ở mức giới hạn (quá lớn để mở rộng), khiến các ông lớn trong ngành như VNM (sữa), SAB (bia), MCH (thực phẩm tiện lợi, gia vị), QNS (sữa đậu nành) vẫn ghi nhận mức tăng trưởng thấp (1 chữ số) về doanh thu cho năm 2025.

Về xu hướng biên lợi nhuận, chúng tôi nhìn thấy các ông lớn trong ngành mạnh tay trong chi chiết khấu, quảng cáo nhằm giữ thị phần “cao” của mình ở các mảng chủ chốt cũng như thâm nhập dễ hơn vào các mảng mới. Do đó, biên lợi nhuận dự kiến khó mở rộng trong năm 2025.

Do KQKD vẫn phụ thuộc lớn với các trụ cột cũ, giá cổ phiếu đã phản ánh đáng kể tiềm năng tăng trưởng trong trung hạn, cụ thể **VNM (TRUNG LẬP, GMT: 66.900đ/cp)**, **QNS (TRUNG LẬP, GMT: 52.100đ/cp)**, **MSN (QUAN SÁT, GMT: N.A)** trong danh sách theo dõi của chúng tôi. Đáng lưu ý, các Công ty này duy trì tỷ lệ trả cổ tức cao trong nhiều năm (trên 60% LNST/năm) tương ứng tỷ suất cổ tức là VNM (5,3%/năm), SAB (6,0%/năm), QNS (8,0-11,0%/năm). So sánh với lãi suất tiền gửi (5%/năm), QNS được xem là cổ phiếu phù hợp với trường phái đầu tư cổ tức.

Dư địa tăng sản lượng tiêu thụ ngành thực phẩm & đồ uống dần cạn do tăng trưởng dân số Việt Nam chậm lại, bước sang giai đoạn già hóa trong khi chi tiêu cho nhiều mặt hàng thiết yếu đã chạm ngưỡng trần. Điều này dự kiến sẽ tiếp diễn trong năm 2025.

Thay vì nghĩ đến mở rộng thị phần, các ông lớn này phải đối mặt với bài toán giữ vững vị thế “cao” của mình trong các mảng chủ lực. Chúng tôi nhận thấy họ sử dụng ba chiến lược để giải quyết vấn đề này:

Điểm nhấn

- “Thức thời” trong việc chuyển dịch cơ cấu sản phẩm theo hướng cao cấp hóa liên quan đến sức khỏe và đa dạng các kích cỡ bao bì;
- Tham gia sâu rộng hơn vào kênh MT, thương mại điện tử từ website, app mua hàng tự thiết kế hay sử dụng các sàn như TiktokShop, Shopee;
- Tăng chi chiết khấu, quảng cáo.

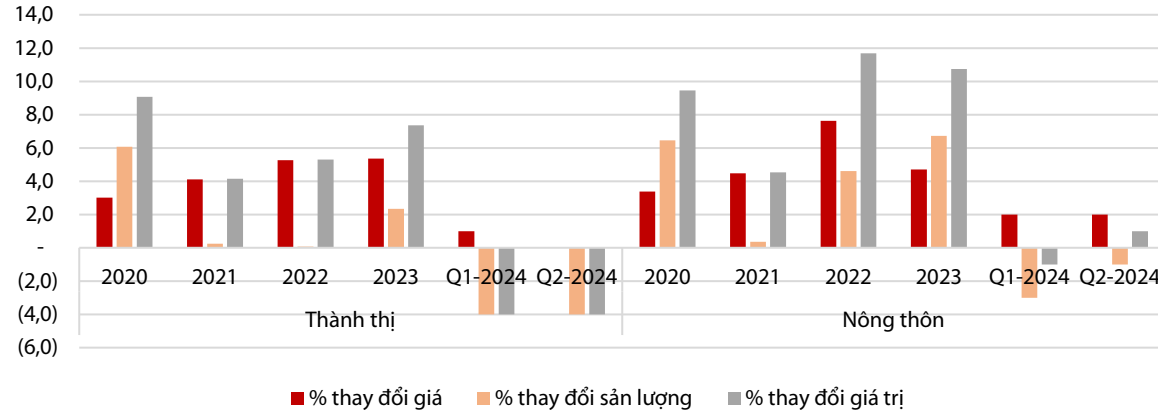
Các DN lớn trong ngành sẽ tiếp tục quá trình tìm kiếm động cơ tăng trưởng mới để thoát khỏi tình trạng bão hòa chung của các mảng trụ cột trong năm 2025, cụ thể MSN (MCH - đồ uống, chăm sóc cá nhân/gia đình, Winmart+), VNM (mảng thịt bò Vinabeef, xây nhà máy sữa Hưng Yên, khai phá thị trường xuất khẩu), QNS (mảng sữa hạt Veyo, nhà máy Ethanol, đường, điện sinh khối). Tuy nhiên, **hầu hết các dự án này chưa hoàn thành/chưa cho thấy triển vọng cao.**

Rủi ro đối với khuyến nghị

Thành công vượt kỳ vọng của các mảng kinh doanh mới của từng doanh nghiệp.

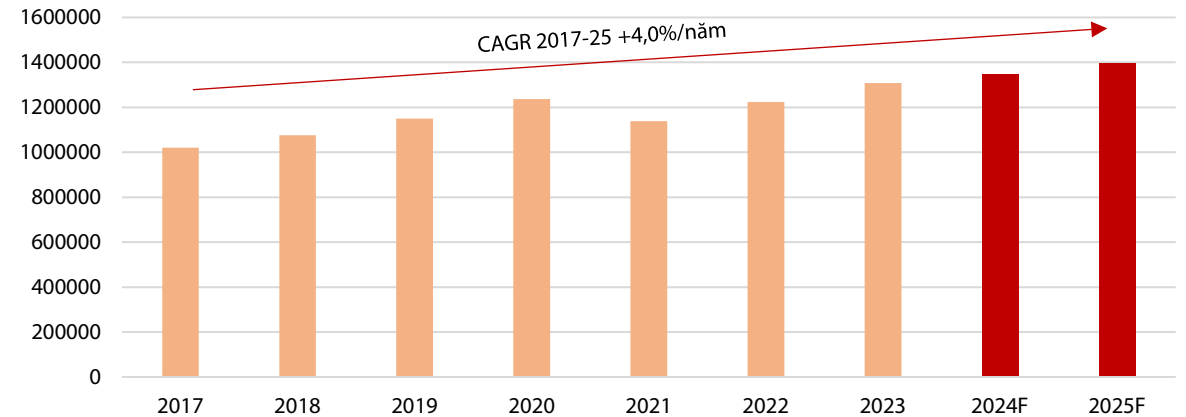
Ngành hàng thực phẩm & đồ uống (hàng thiết yếu) ở Việt Nam đã bước vào pha bão hòa với tăng trưởng một chữ số chủ yếu dẫn dắt bởi giá...

Mở rộng khu vực nông thôn và tăng giá đầu ra, hỗ trợ cho tăng trưởng ngành



Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

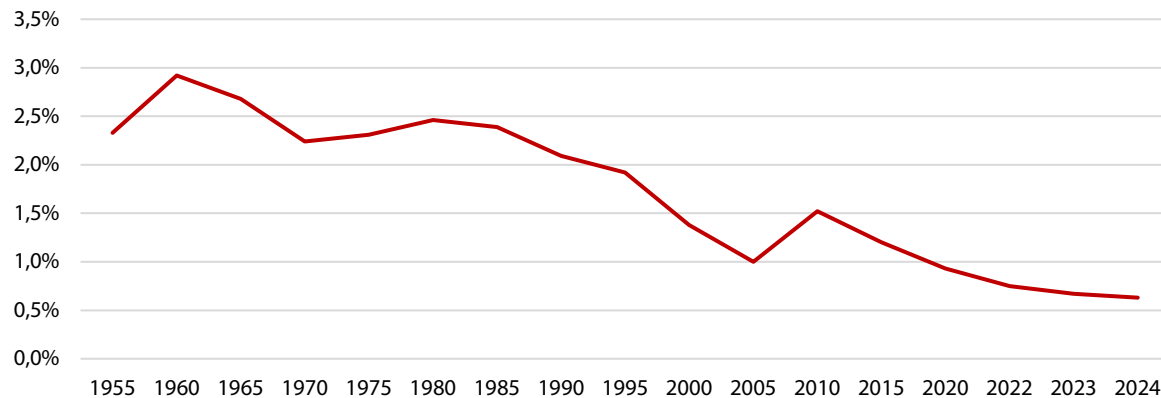
Giá trị bán lẻ bách hóa tại Việt Nam (tỷ đồng) tăng trưởng thấp dưới 5%/năm



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

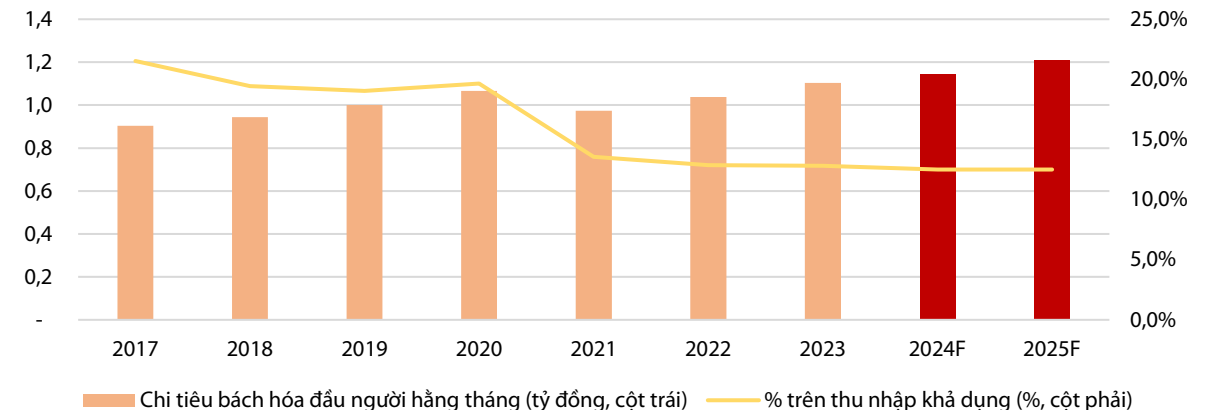
... trong khi dư địa tăng sản lượng dần cạn do tốc độ tăng trưởng dân số trên đà giảm và mức chi tiêu bách hóa đầu người chạm ngưỡng giới hạn

Việt Nam đang ở thời kỳ già hóa dân số



Nguồn: Worldometers, CTCK Rồng Việt

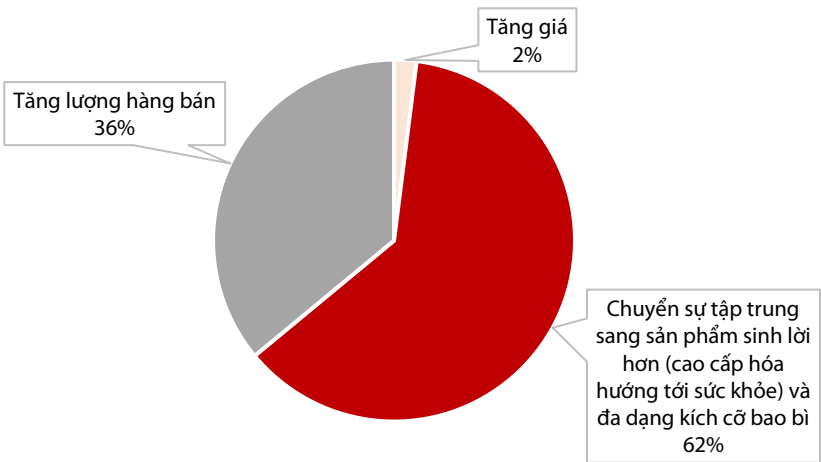
Việt Nam đạt mức giới hạn cho chi tiêu bách hóa đầu người



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

Các ông lớn liên tục cho ra mắt các sản phẩm cao cấp hướng tới sức khỏe hoặc đa dạng kích cỡ bao bì phù hợp với xu thế chung...

Khảo sát về chiến lược chủ đạo sẽ thực hiện xuyên suốt năm 2024 của các Công ty thực phẩm & đồ uống



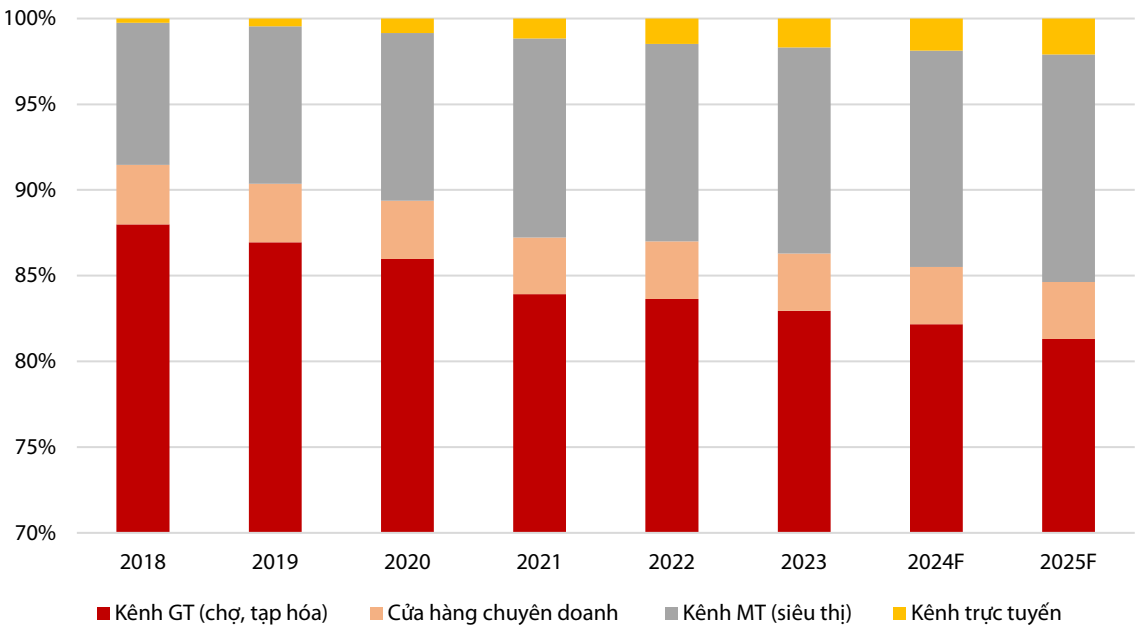
Nguồn: Dựa trên phân tích của Deloitte trên nhiều cuộc khảo sát với các nhà điều hành cho Triển vọng ngành hàng tiêu dùng năm 2024 (N = 250), CTCK Rồng Việt

Mã chứng khoán	Xu hướng cao cấp hóa, hướng tới sức khỏe	Xu hướng đa dạng bao bì
QNS	Sữa hạt Veyo, Greensoy 100% chất xơ tự nhiên	Đa dạng bao bì bao gồm kích thước hộp chứa, hoặc hình thức chứa đựng (tuýp, hộp, lon) được sử dụng
MSN	Cơm/lẩu tự chín, nước mắm Nam Ngư ớt tỏi Lý Sơn, cá cơm tươi cao cấp	Ví dụ: MSN: Tương ớt chinsu (500g, 1kg 2kg bên cạnh chai truyền thống 250g)
VNM	Sữa nước Greenfarm, 100% Organic làm từ sữa bò tươi	VNM: Sữa đặt Phương Nam, Ông Thọ (tuýp, hộp nhỏ bên cạnh hình thức lon truyền thống)
SAB	Bia vị êm 333 Plisner, phiên bản nâng cấp của bia 333 dạng thường	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

... đồng thời thúc đẩy đa dạng kênh kinh doanh hơn (kênh MT, kênh E-commerce) bên cạnh kênh lâu năm GT

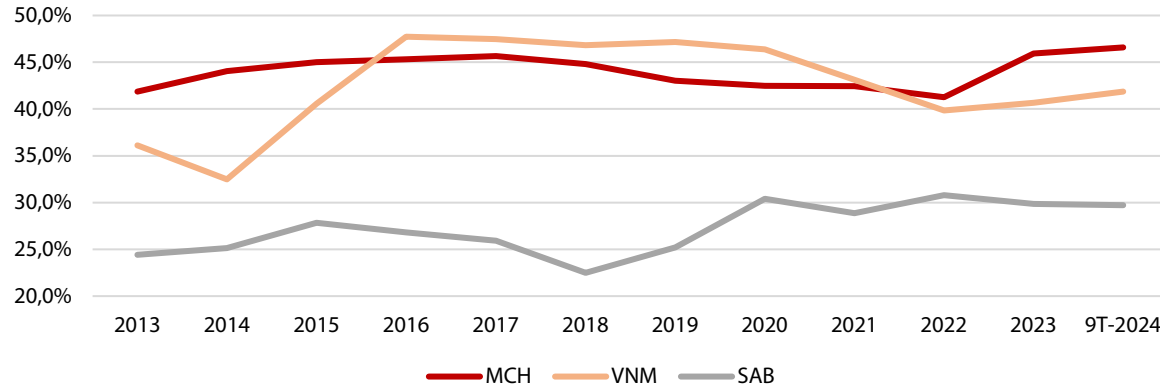
Cơ cấu thị trường thực phẩm & đồ uống Việt Nam theo kênh (%)



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

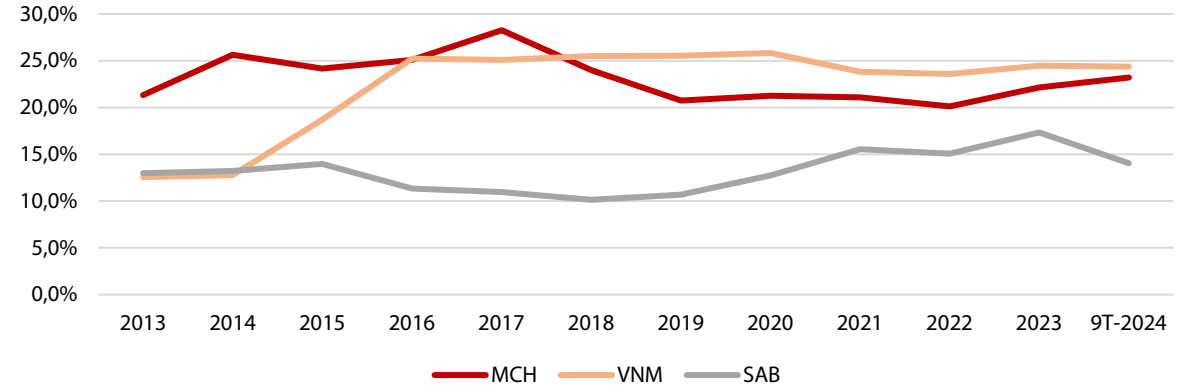
Việc mạnh tay trong chi chiết khấu, quảng cáo khiến các doanh nghiệp suy giảm biên lợi nhuận theo thời gian, đánh đổi cho việc duy trì thị phần

Biên lợi nhuận gộp không thay đổi nhiều, hàm ý giữ giá bán ổn định/giảm để tăng cạnh tranh (%)



Nguồn: MCH, VNM, SAB, CTCK Rồng Việt

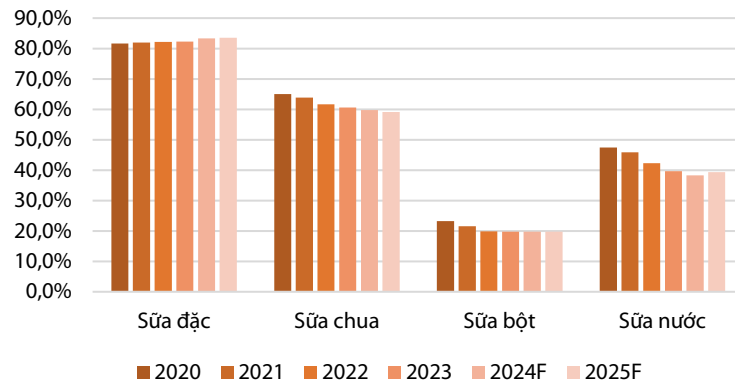
CPBH&QLDN/Doanh thu thuần tăng tương ứng với việc đẩy quảng cáo chiết khấu, duy trì thị phần (%)



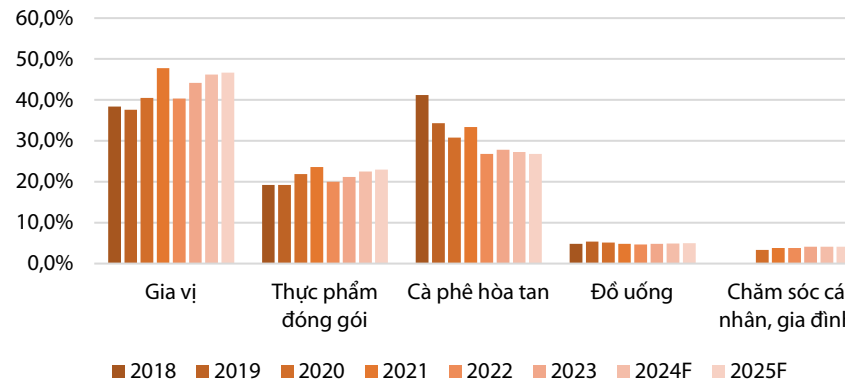
Nguồn: MCH, VNM, SAB, CTCK Rồng Việt.

Sự chuyển dịch “hợp thời thế” trên cũng giúp những Công ty này ngăn chặn đà giảm thị phần trước bối cảnh cạnh tranh ngày càng lớn

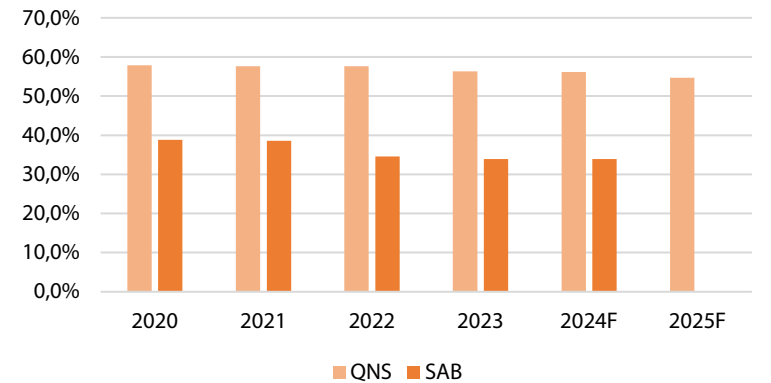
Thị phần nội địa VNM theo mảng (%)



Thị phần của MCH theo mảng (%)



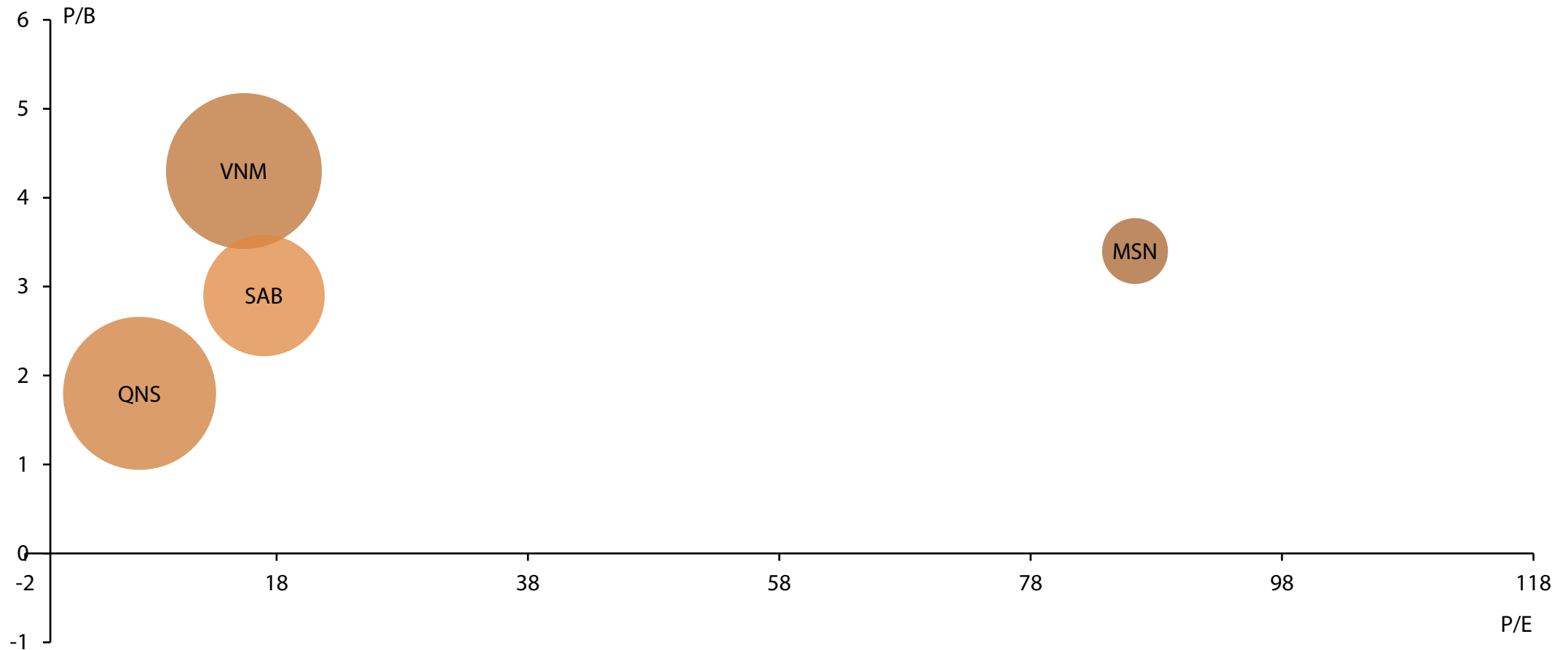
Thị phần sữa đậu nành của QNS, bia của SAB (%)



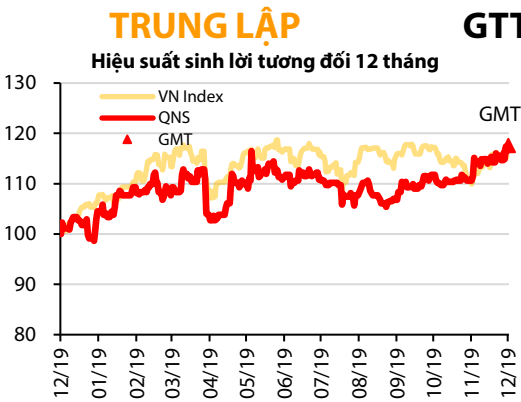
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt ước tính. Riêng SAB ước tính dựa trên số liệu AC Nielsen cho thấy thị phần SAB không có cải thiện nhiều trong năm 2024, tính tới T10.

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá tại ngày 19/12/24	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A		2024E		2025F		Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	2024E	2025F	2024E	2025F
MSN	101.260	381.895	86,3	3,4	4,8%	MONITOR	70.400	N.A	294	18.562	1.406	26.680	1.977	28.707	6,6%	-1,5%	408,0%	40,6%
VNM	133.548	167.840	15,4	4,3	27,7%	66.900	63.900	4,7%	3.796	15.166	4.667	17.384	4.752	18.635	3,5%	5,4%	9,9%	1,8%
QNS	18.750	17.301	7,1	1,8	26,9%	52.100	51.000	2,2%	7.172	28.469	6.113	25.294	5.931	26.945	4,6%	1,4%	2,7%	-3,0%
SAB	72.978	28.798	17,0	2,9	17,2%	N.R	56.900	N.A	3.132	18.878	N.A	N.A	N.A	N.A	N.R	N.R	N.R	N.R

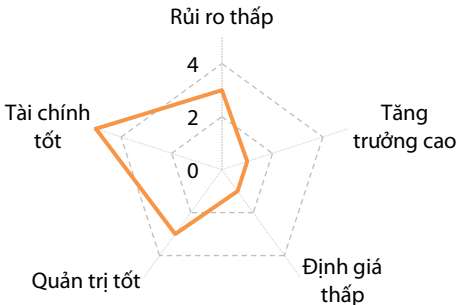
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 19/12/2024.
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2025
Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất
N.R: Không đánh giá
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu
LNST-CDCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 19/12/2024.



GTT: 49.700 GMT: 52.100



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	18.750
SLCPĐLH (triệu CP)	368
KLBB 3 tháng (nghìn CP)	375
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	17
SH NĐTNN còn lại (%)	35,5
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	43,6 – 52,3

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	10.021	10.479	10.626
LNST (tỷ đồng)	2.183	2.248	2.180
ROA (%)	18,1	17,5	16,3
ROE (%)	25,4	24,2	22,0
EPS (đồng)	6.117	6.113	5.931
GTSS (đồng)	24.038	25.294	26.945
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.500	4.000	4.300
P/E (x)	7,5	8,3	8,6
P/B (x)	1,9	2,0	1,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu mảng đường khó tăng trưởng cao trước rủi ro giá đường giảm

- Bước vào năm 2025 – mùa vụ LaNina (mưa nhiều tại châu Á), sản xuất đường thuận lợi ở Thái Lan (liên quan lớn đến đường nhập lậu) & Việt Nam, có thể giúp hiệu suất cây mía QNS cải thiện (+4,2% YoY) nhưng cũng khiến giá đường giảm. Chúng tôi giả định mức độ giảm giá đường nhẹ -3,0% YoY trong năm 2025 (kỳ vọng bảo hộ ngành đường mạnh hơn từ Chính Phủ sẽ ngăn chặn đà giảm sâu), nên doanh thu mảng này dự kiến vẫn ở mức cao (+1,0% YoY).

Nỗ lực giữ thị phần cao trong một ngành sữa đậu nành đã bão hòa

- QNS dự kiến tiếp tục hy sinh biên lợi nhuận ròng thông qua tăng chiết khấu, quảng cáo nhằm khôi phục doanh thu ở mảng sữa đậu nành (+1,8% YoY) khi thị trường này bão hòa, cạnh tranh cao và thị phần của QNS khó mở rộng (56%). Tuy nhiên, triển vọng giá đậu nành giảm trong 2025 có thể làm dịu đi đà suy giảm biên lợi nhuận của mảng này (đi ngang YoY, 19,3%).

Tỷ suất cổ tức tiền mặt cao phù hợp cho NĐT có khẩu vị rủi ro thấp

- QNS có tỷ suất cổ tức dao động trong khoảng 6,3 - 11,0%/năm trong 5 năm gần đây. Tỷ suất cổ tức tiền dự kiến 12 tháng tới là 8,3%, cao hơn lãi suất tiền gửi (5,0%/năm).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Chính phủ quyết liệt trong bảo hộ ngành đường bằng việc siết chặt đường lậu, đường nhập khẩu khiến giá đường trong nước tăng cao hơn dự kiến.
- Các thỏa thuận tài chính như thoái vốn, IPO có thể thúc đẩy tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Bảng chỉ số tài chính của QNS qua các năm

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.335	8.255	10.021	10.479	10.626	10.363
Sữa	4.091	4.305	4.003	4.163	4.236	4.341
Đường	1.584	1.973	4.037	4.122	4.162	3.703
Khác	1.661	1.978	1.982	2.194	2.229	2.320
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	13,0%	12,5%	21,4%	4,6%	1,4%	-2,5%
LNST Cty Mẹ	19,0%	2,6%	69,7%	2,9%	-3,0%	-12,6%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	30,8%	29,8%	33,4%	33,9%	34,5%	32,8%
Biên LN ròng	24,5%	22,4%	25,9%	26,8%	27,1%	25,3%
ROE	17,9%	16,5%	21,5%	21,9%	21,8%	19,3%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	28,6%	25,4%	28,1%	28,5%	27,1%	25,4%

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của QNS bằng phương pháp DCF

WACC	Exit EV/EBITDA							
		3,3x	4,3x	5,3x	6,3x	7,3x	8,3x	9,3x
	7,5%	45.353	49.890	54.426	58.962	63.498	68.035	72.571
	8,5%	44.329	48.688	53.047	57.406	61.764	66.123	70.482
	9,5%	43.350	47.540	51.730	55.920	60.109	64.299	68.489
	10,5%	42.414	46.442	50.471	54.500	58.529	62.557	66.586
	11,5%	41.517	45.392	49.268	53.143	57.018	60.894	64.769
	12,5%	40.658	44.387	48.117	51.846	55.575	59.304	63.033
	13,5%	39.836	43.425	47.015	50.604	54.194	57.783	61.373

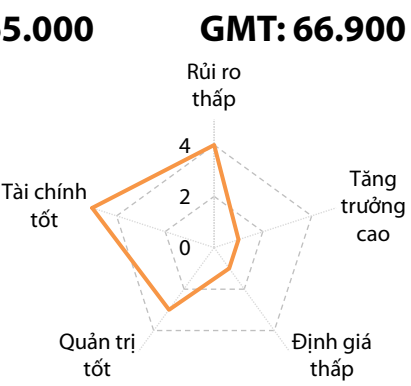
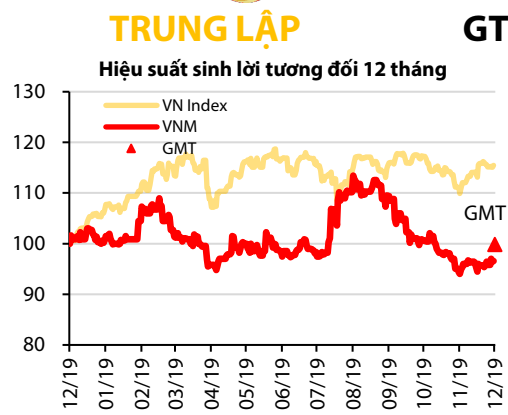
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá ngắn hạn của QNS bằng phương pháp SoTP

	2024F	2025F
Giá mục tiêu QNS (đồng/cp)	51.077	49.755
Đường (P/E 7,6x)	22.096	20.844
Sữa (P/E 10,0x)	19.234	19.507
Khác (Thành Phát, Điện sinh khối...) (P/E 7,6x)	9.747	9.405

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và SoTP trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của QNS ở mức 52.100 đ/cp.



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (triệu \$)	133.548
SLCPĐLH (triệu CP)	2.090
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	2.510
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	168
SH NHĐTNN còn lại (%)	48,4
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	62,9 – 76,2

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	60.369	62.489	65.877
LNST (tỷ đồng)	8.874	9.755	9.931
ROA (%)	16,8	17,1	16,1
ROE (%)	28,0	26,9	25,5
EPS (đồng)	4.246	4.667	4.752
GTSS (đồng)	15.166	17.384	18.635
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.950	2.950	3.500
P/E (x)	17,8	13,7	13,4
P/B (x)	4,5	3,7	3,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chưa thể quay lại đường đua tăng trưởng cao 2 chữ số trước thách thức lớn ở nội địa

- Cho năm 2025, mảng nội địa vẫn tăng trưởng thấp (+4,7% YoY) do bức tranh ngành sữa vẫn nhạt màu và vị thế “quá lớn” để mở rộng của VNM (thị phần 35-40%).
- Chúng tôi cũng chưa nhận thấy lợi thế cạnh tranh của sữa VNM để đánh chiếm mạnh các thị trường phát triển (Trung Quốc, Úc...) trong khi thị phần sữa bột của VNM ở khu vực chủ lực – Iraq đã ở mức giới hạn 15-20%, do đó mảng nước ngoài tăng trưởng chậm lại (+8,8% YoY).

Xu hướng giá bột sữa tăng cao trở lại và tỷ trọng nước ngoài trong doanh thu giảm có thể tác động suy giảm biên lợi nhuận ròng (15,1%. -55 bps YoY)

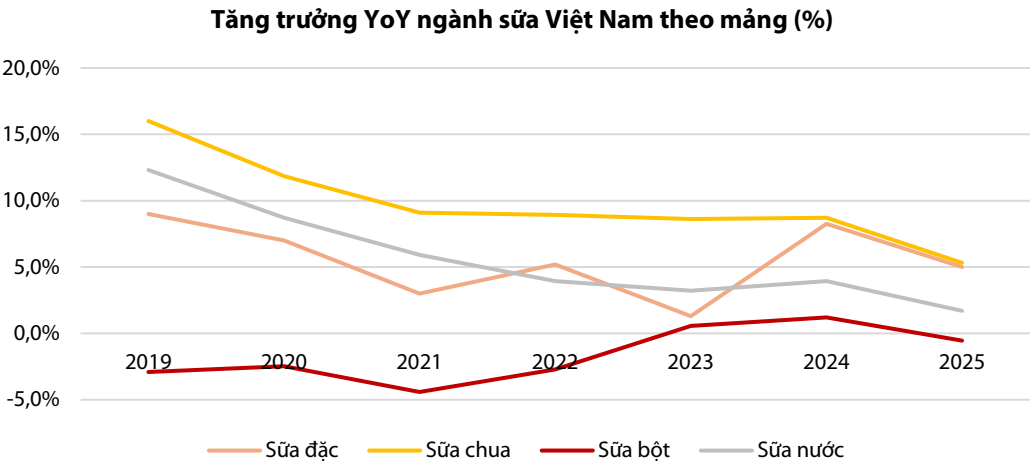
Định giá phù hợp với bối cảnh tăng trưởng một chữ số và tỷ suất chi trả cổ tức ổn định 5-6%/năm

- Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), giá trị hợp lý của VNM là 66.900 đồng, tương đương PE fwd năm 2025 là 14,1x, phù hợp với triển vọng tăng trưởng LNST thấp (dưới 3%/năm) và tỷ suất cổ tức duy trì ổn định của Công ty (6,1%/năm).
- VNM có lịch sử duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao (trên 75%) qua các chu kỳ kinh tế. Điều này đến từ dòng tiền mạnh và sức khỏe tài chính tốt. Chúng tôi tin rằng Công ty sẽ tiếp tục duy trì chính sách này trong trung hạn với tỷ suất cổ tức bình quân ~5-6%/năm.

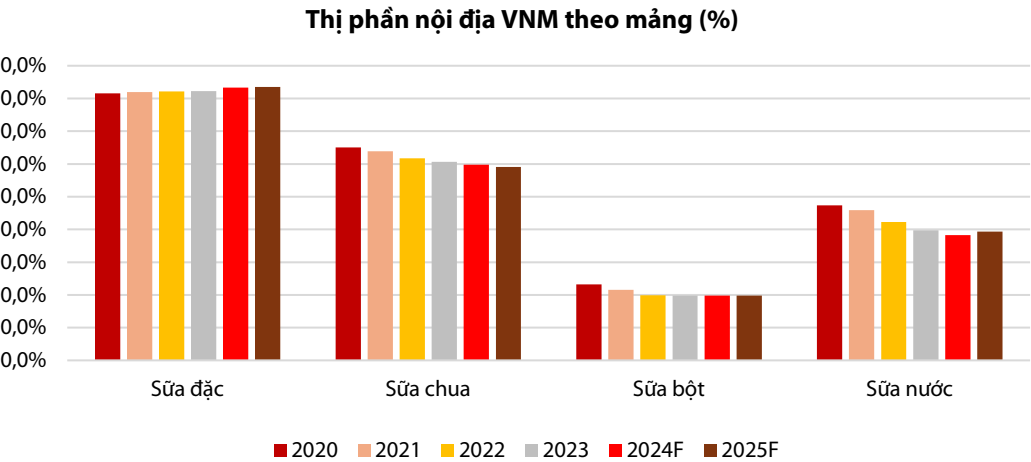
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Mảng mới như thịt bò Vinabeef có KQKD ấn tượng, nhưng rủi ro này là thấp do thị trường bò/heo mát chưa phù hợp tăng trưởng ở VN đi kèm tính cạnh tranh cao.
- Khôi phục mạnh thị phần nội địa từ các sản phẩm sữa nước, sữa bột sau thay mới bao bì.

Thị phần VNM sụt giảm dần trong bức tranh nội địa ẩm đạm theo thời gian

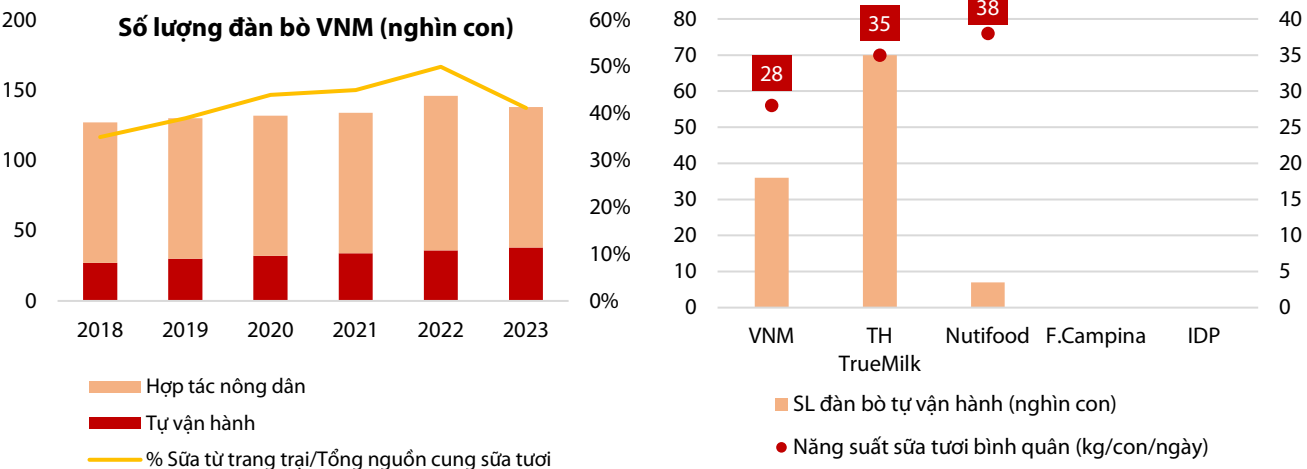


Nguồn: Euromonitor, CTCK Rông Việt

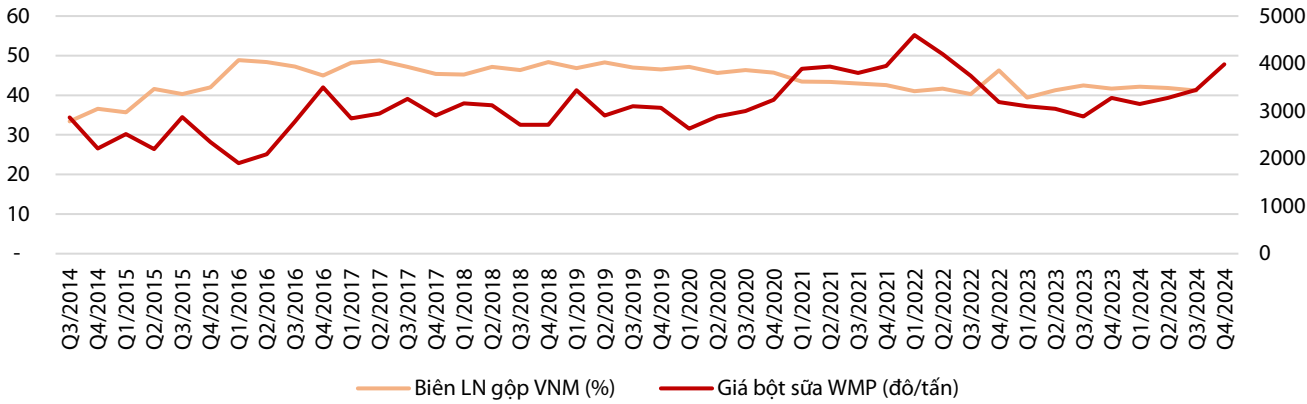


Nguồn: Euromonitor, CTCK Rông Việt

VNM nỗ lực mở rộng đàn bò tự nuôi, tăng tỷ lệ sử dụng nguyên liệu sữa bò tươi trong SX sữa nước, sữa chua giúp dễ cạnh tranh về hương vị, chất lượng sữa)...



...nhưng chưa đáng kể, thể hiện qua biên lợi nhuận gộp vẫn phụ thuộc nhiều vào diễn biến bột sữa nguyên liệu



Nguồn: VNM, Bloomberg, CTCK Rông Việt

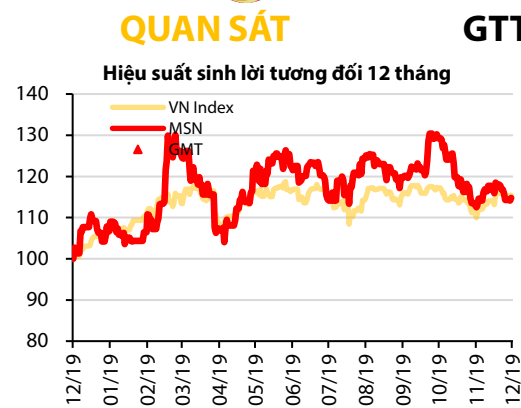
Bảng chỉ số tài chính của VNM qua các năm

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	60.919	59.956	60.369	62.489	65.877	69.086
Sửa nội địa	51.202	50.704	50.617	51.257	53.662	55.973
Xuất khẩu	6.128	4.828	5.039	5.902	6.285	6.538
Cty Con tại nước ngoài	3.589	4.424	4.713	5.329	5.930	6.574
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	2,2%	-1,6%	0,7%	3,5%	5,4%	4,9%
LNST Cty Mẹ	-5,1%	-19,1%	4,2%	9,9%	1,8%	2,2%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	43,1%	39,9%	40,7%	41,8%	41,1%	40,8%
Biên LN ròng	22,7%	19,1%	19,4%	20,8%	20,6%	20,3%
ROE	19,1%	15,5%	15,9%	17,1%	16,5%	16,0%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	28,6%	16,5%	26,7%	21,9%	23,2%	20,2%

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của VNM bằng phương pháp DCF

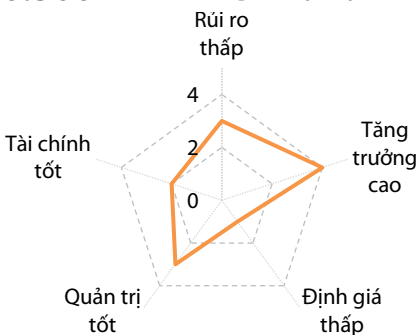
WACC	Exit EV/EBITDA							
	7,0x		8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x	13,0x
	7,2%	59.089	63.819	68.549	73.278	78.008	82.738	87.467
	8,2%	57.397	61.947	66.497	71.047	75.597	80.147	84.698
	9,2%	55.779	60.158	64.537	68.916	73.295	77.674	82.053
	10,2%	54.233	58.449	62.665	66.880	71.096	75.312	79.528
	11,2%	52.754	56.814	60.874	64.934	68.994	73.054	77.114
	12,2%	51.339	55.250	59.162	63.073	66.984	70.895	74.807
	13,2%	49.984	53.754	57.523	61.292	65.061	68.831	72.600

Nguồn: CTCK Rồng Việt



GTT: 70.300

GMT: N.A



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (triệu \$)	101.260
SLCPĐLH (triệu CP)	1.438
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	5.048
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	381
SH NHĐTNN còn lại (%)	24,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	61,8 – 82,3

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	78.252	83.402	82.157
LNST (tỷ đồng)	419	2.127	2.991
ROA (%)	0,3	1,4	2,1
ROE (%)	1,1	5,3	6,9
EPS (đồng)	277	1.406	1.977
GTSS (đồng)	25.274	26.680	28.707
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	241,9	50,1	35,6
P/B (x)	2,7	2,6	2,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thương vụ bán 100% vốn tại H.C. Starck Holding giúp cải thiện lợi nhuận toàn Tập đoàn

- Thương vụ bán 100% vốn tại H.C. Starck Holding (diễn ra vào T12/2024, đây là mảng lỗ lớn của MSR, 300-400 tỷ đồng hằng năm) sẽ giúp cải thiện LNST của Cty Mẹ MSN trong năm 2025. Trước đó, MSN cũng sẽ ghi nhận lợi nhuận một lần 1.000 tỷ đồng cho năm 2024. từ đối tác Mitsubishi Materials trong thương vụ này.

Các mảng kinh doanh trọng điểm như Masan Consumer, Techcombank, Winmart tiếp đà kéo tăng trưởng MSN ấn tượng

- Bên cạnh thương vụ thoái vốn mô tả trên, MSN cũng cải thiện KQKD MSN trong năm 2025 (LNST Cty Mẹ, +40,6% YoY) nhờ tâm điểm ở Công ty liên kết như Techcombank (đạt 4.791 tỷ đồng, +14,2% YoY) và Công ty con Winmart (LNST đạt 274 tỷ đồng từ mức hòa vốn 2024 nhờ tăng hiệu quả hoạt động của hàng cả về doanh thu và cấu trúc chi phí).
- Trong khi đó, trụ cột lâu năm Mansan Consumer (MCH) duy trì tăng trưởng lợi nhuận ổn định (+5,1% YoY). Các ngành hàng chủ lực (gia vị, thực phẩm đóng gói) khó tăng trưởng đột phá do mức thị phần cao, trong khi triển vọng tăng trưởng các mảng mới tiềm năng như chăm sóc cá nhân/gia đình hay thức uống cần thời gian chứng minh thêm.

Điểm mua cho cổ phiếu chưa xuất hiện cho năm 2025

- Chúng tôi khuyến nghị QUAN SÁT cho cổ phiếu MSN, hiện đang giao dịch với mức P/E fwd 2025F là 29,3x, cao hơn trung bình ngành sản xuất tiêu dùng tương tự MSN (20-23x).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Việc mở rộng thị phần MCH nhanh hơn kỳ vọng hiện tại ở các ngành hàng chủ chốt như gia vị (trên 40%), thực phẩm đóng gói (trên 20%), cà phê hòa tan (trên 25%), Chăm sóc (HPC) (3-5%) giúp KQKD MCH cải thiện mạnh và thị trường nhìn nhận mức định giá EVEBITDA cao hơn cho mảng này và toàn MSN.
- Các thỏa thuận tài chính như thoái vốn, IPO có thể thúc đẩy tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Bảng chỉ số tài chính của MSN qua các năm

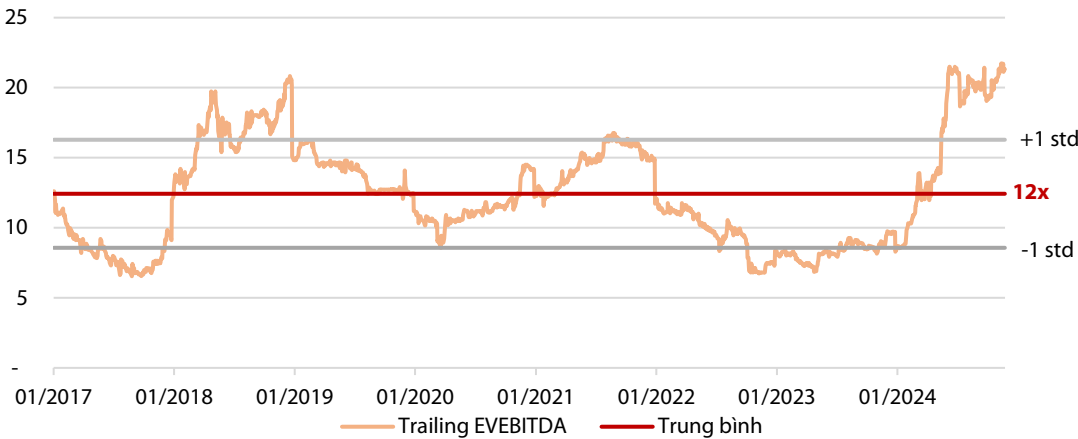
Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	88.629	76.189	78.252	83.402	82.157	91.034
MCH	27.774	26.977	28.241	30.889	33.168	35.660
WCM	30.840	29.238	29.895	33.137	39.150	45.790
MML	18.891	4.785	6.984	7.178	7.043	7.254
MSR	13.564	15.550	14.093	14.594	5.133	5.084
Khác (Phúc Long, giảm trừ...)	(2.440)	(360)	(962)	(2.395)	(2.336)	(2.755)
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	14,8%	-14,0%	2,7%	6,6%	-1,5%	10,8%
LNST Cty Mẹ	593,9%	-58,3%	-88,3%	408,1%	40,6%	39,9%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	25,0%	27,6%	28,3%	29,3%	33,1%	32,7%
Biên LN ròng	9,7%	4,7%	0,5%	2,6%	3,6%	4,6%
ROE	20,2%	9,7%	1,1%	5,3%	6,9%	8,8%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	137,4%	193,8%	181,9%	164,2%	132,6%	114,2%

Bảng định giá MSN cho năm 2025

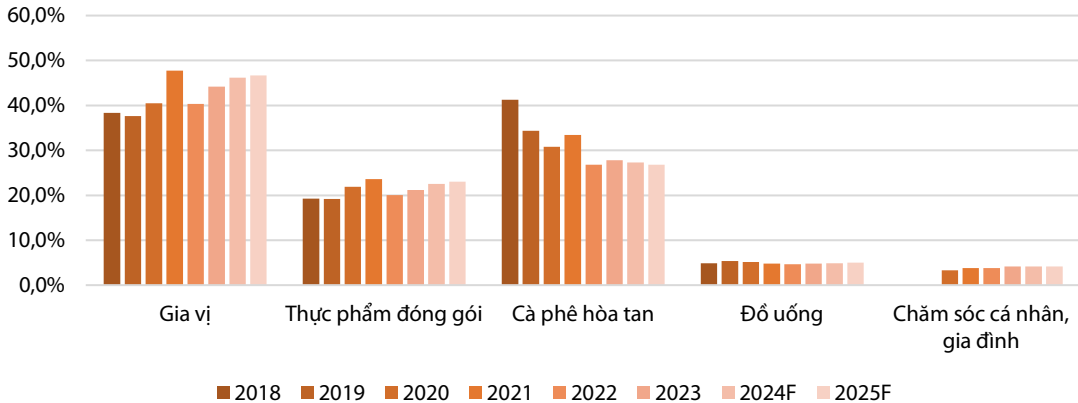
Phương pháp SoTP				Giá trị VCP (tỷ đồng)	Lợi ích kinh tế của MSN	Đóng góp vào MSN	Giả định					
Masan Consumer (UpCOM: MCH)				93.664	67,40%	65.276	EV/EBITDA (12x), EBITDA 2025					
MEATLife (UpCOM: MML)				1.720	94,80%	1.630	EV/EBITDA (10x), EBITDA 2025					
High-Tech Materials (UpCOM: MSR)				2.266	86,40%	1.958	EV/EBITDA (10x), EBITDA 2025					
WinCommerce (WCM)				44.239	78,70%	34.816	P/S (1,13x, tương đương với định giá chúng tôi áp dụng cho chuỗi Bách Hóa Xanh), Doanh thu 2025					
Techcombank (HSX: TCB)				157.808	19,90%	31.404	Vốn hóa thị trường lấy theo ngày đóng cửa 22/11/2024					
Phúc Long				1.735	85%	1.474	P/S (1,13x), Doanh thu 2025					
Trusting Social				1.511		1.511	Giá trị sổ sách					
Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)						138,069						
Phần trăm chiết khấu từ yếu tố Tập đoàn						20,0%						
EVEBITDA mục tiêu của MCH												
		10,0x	11,0x	12,0x	13,0x	14,0x	15,0x	16,0X	17,0X	18,0X	19,0X	20,0X
Giá tham khảo của MSN (đồng/cp)		67.200	70.100	73.000	75.900	78.800	81.700	84.600	87.500	90.400	93.300	96.200

Nguồn: CTCK Rồng Việt

MCH đang giao dịch ở vùng định giá cao tương ứng với kỳ vọng tăng trưởng KQKD mạnh mẽ các năm sau, phụ thuộc rất lớn vào các mảng mới (thức uống, chăm sóc cá nhân, gia đình) khi thị phần các mảng chủ lực ở ngưỡng giới hạn

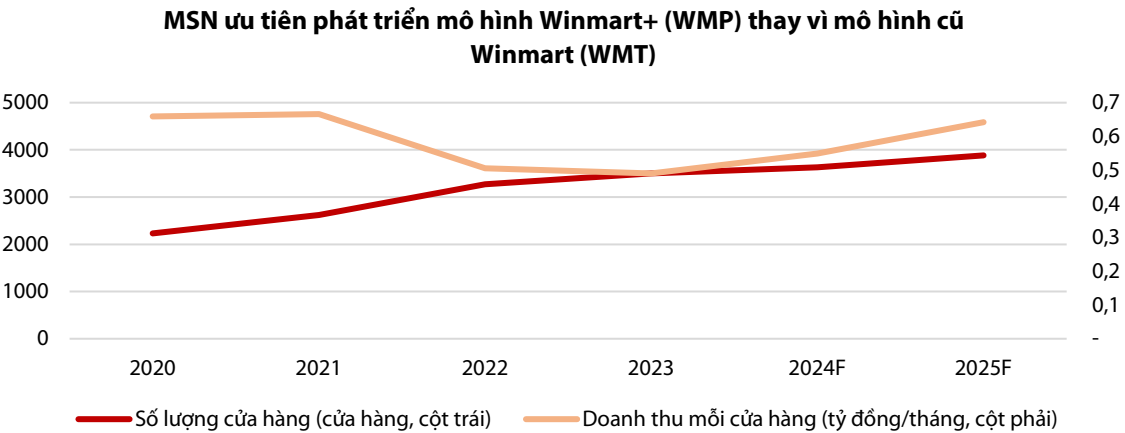


Thị phần của MCH theo mảng (%)

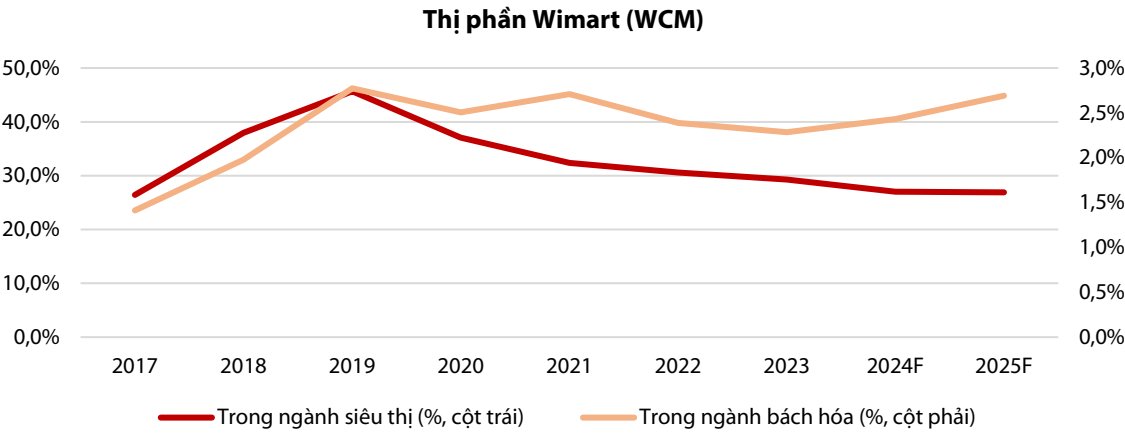


Nguồn: Bloomberg, Euromonitor, MCH, CTCK Rồng Việt

Nỗ lực mở rộng thị phần bằng việc tăng cả số lượng cửa hàng và doanh thu mỗi cửa hàng. Qua đó,...

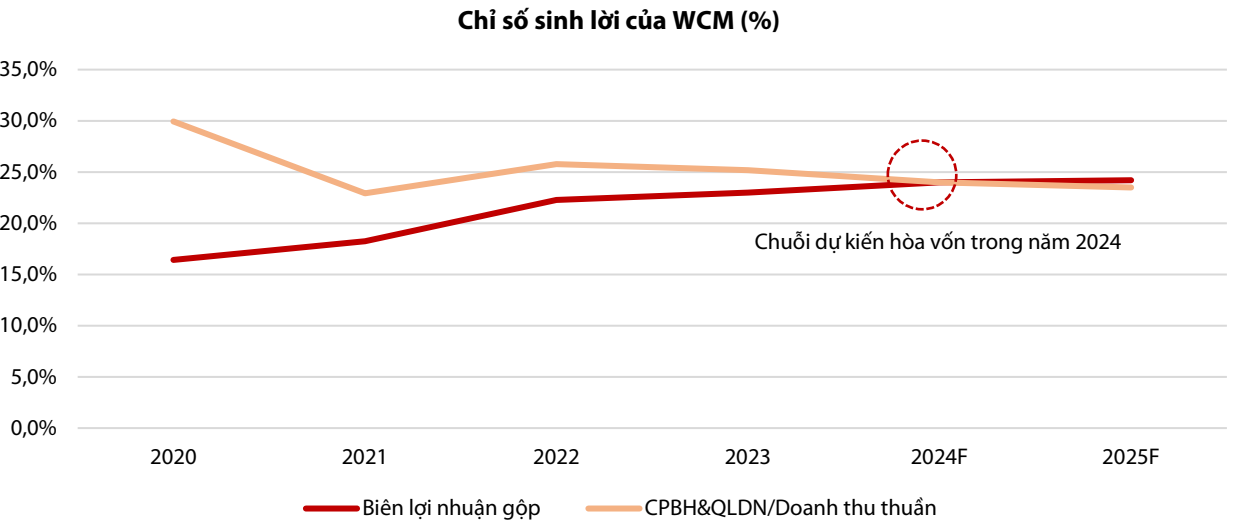


MSN sẽ tập trung phát triển WMP, thâm nhập sâu vào nông thôn với chiến lược hàng FMCGs đa dạng giá rẻ, hạn chế tối đa hàng tươi do MSN nhận định khó cạnh tranh hàng tươi với chợ truyền thống tại khu vực này. Ngược lại, WMT nỗ lực duy trì thị phần đi ngang tại thành thị khi không mở thêm cửa hàng, nhưng sẽ gia tăng hàng tươi chất lượng cao từ chính hệ sinh thái Masan (Win Commerce, MEATLife).



Nguồn: MSN, CTCK Rông Việt

...cải thiện biên lợi nhuận ròng dần về mức mục tiêu ngành (2,0-3,0%) khi CPBH&QLDN đã được MSN quản lý ở mức tối ưu (theo chia sẻ Công ty)



Mức trung bình của ngành được tính từ 5 chuỗi bán lẻ bách hóa có vị thế nội địa tương đồng với Winmart							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
Biên LN gộp	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	26,7%	26,9%	27,4%	27,5%	27,8%	28,8%	27,6%
Trung vị	25,0%	25,0%	24,9%	25,2%	25,3%	26,0%	25,3%
CPBH&QLDN/DT thuần	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	21,4%	22,1%	19,6%	20,0%	20,1%	20,9%	20,7%
Trung vị	22,4%	24,6%	17,0%	18,7%	19,4%	20,8%	20,5%
Biên LN ròng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	1,8%	1,6%	1,3%	2,0%	2,4%	2,5%	2,0%
Trung vị	1,5%	1,7%	1,4%	2,3%	2,7%	2,8%	2,1%

Nguồn: MSN, Bloomberg, CTCK Rông Việt



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

