

CTCP Tập đoàn Masan (HOSE: MSN)

Khởi đầu của giai đoạn tăng trưởng mới

- Q3/2025, lợi nhuận ròng đạt 1,209 tỷ đồng, tăng 72% svck với tăng trưởng chủ yếu từ các mảng kinh doanh của MSR, MML, WCM trong bối cảnh MCH giảm nhẹ svck.
- Giai đoạn 2025-2027, lợi nhuận ước đạt tốc độ tăng trưởng kép 36% nhờ sự bứt phá mạnh mẽ của mảng kinh doanh chủ lực tiêu dùng – bán lẻ cùng sự phục hồi KQKD của mảng khai khoáng.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 109,200 VND/cổ phiếu

Q3/2025, lợi nhuận ròng tăng 73% svck, đạt mức cao nhất trong 3 năm.

Q3/2025, tổng DT ghi nhận 21,256 tỷ đồng (-1.5% svck) với sự ảnh hưởng chủ yếu từ MCH, ngược lại các mảng WCM, MML, PLH, MSR đều ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số. Tổng CPQL&BH/tổng DT đạt 20.6%, giảm 1.8đ% svck, giảm mạnh hơn mức giảm doanh thu do đó lợi nhuận ròng đạt 1,209 tỷ đồng, tăng 72% svck. Lũy kế 9T25, DT và LNTT đạt 58,376/2,634 tỷ đồng, thay đổi -4%/101% svck. Kết quả này hoàn tất 73%/107% kế hoạch kịch bản cơ sở về DT và LNTT.

Dự báo lợi nhuận 2025-2027: Bứt phá mạnh mẽ với mảng kinh doanh chủ lực tiêu dùng – bán lẻ cùng sự nỗ lực phục hồi của mảng khai khoáng

Năm 2025, mảng kinh doanh chủ lực MCH bị ảnh hưởng bởi (1) sức cầu tiêu thụ, (2) sự thay đổi hệ thống phân phối bán lẻ cho kênh truyền thống, do vậy ước tổng doanh thu giảm nhẹ 3% svck, đạt 30,058 tỷ đồng. Bên cạnh đấy, WCM tiếp tục tăng trưởng tốt với động lực chính là mở rộng mạnh mẽ quy mô cửa hàng, MML tăng tỷ trọng thịt chế biến với sản phẩm mới và khả năng thâm nhập vào chuỗi cửa hàng bán lẻ hiện đại WCM, MHT hưởng lợi từ giá kim loại thế giới tăng cao và vượt đỉnh. Kết hợp với thu nhập tích cực từ TCB, LNR 2025 của MSN ước tăng trưởng 88% svck.

Trong giai đoạn 2026 – 2027, sau khi ổn định hệ thống bán lẻ mới, kết hợp với việc cầu tiêu thụ ổn định hơn sẽ giúp cho mảng kinh doanh MCH quay trở lại đà tăng trưởng. Bên cạnh đấy, chúng tôi dự báo WCM tiếp đà mở mới ~900 cửa hàng/năm với sự tập trung lớn tại khu vực miền Bắc–Trung, nhờ vậy tốc độ mở mới cửa hàng đạt tăng trưởng 16%/năm. Ngoài ra, các mảng kinh doanh bên cạnh bao gồm: PLH, MML, MSR tăng trưởng 2 chữ số, tổng hợp các mảng kinh doanh cốt lõi cùng thu nhập từ TCB, LNR MSN 2026-27 ước tăng trưởng 46%/26% svck.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là 109,200 VND/cp

Chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP với giá mục tiêu 109,200 VND/cp với động lực chính từ (1) sự phục hồi của mảng sản xuất tiêu dùng, (2) quy mô mở rộng mạnh mẽ của mảng bán lẻ hiện đại, (3) MSR hưởng lợi từ giá bán kim loại thế giới vượt đỉnh, (4) Tình hình tài chính ngày càng lành mạnh (nợ vay ròng/EBITDA 2.8x so với trung bình 2020-2024 là 3.7x). Định giá hiện tại của MSN là hấp dẫn với tiềm năng tăng giá 39% dựa trên việc định giá từng mảng kinh doanh của MSN kết hợp với chiết khấu tập đoàn 15% phản ánh quan điểm thận trọng khi định giá các tập đoàn đa ngành, do đó chúng tôi cho rằng đây là thời điểm phù hợp để đầu tư MSN.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	78,252	83,178	79,925	94,844	112,884
Lợi nhuận ròng	419	1,999	3,754	5,471	6,897
Tăng trưởng DTT	2.7%	6.3%	-3.9%	18.7%	19.0%
Tăng trưởng LN ròng	-88.3%	377.4%	87.8%	45.7%	26.1%
Biên LN gộp	28.3%	29.6%	31.4%	31.5%	31.2%
Biên EBITDA	17.3%	19.9%	20.0%	20.4%	19.8%
ROAE	1.1%	5.1%	8.9%	11.8%	13.3%
ROAA	0.3%	1.4%	2.7%	3.8%	4.4%
EPS (VND/cổ phiếu)	275	1,315	2,469	3,598	4,536
BVPS (VND/cổ phiếu)	25,148	26,802	28,921	32,121	36,259

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND109,200

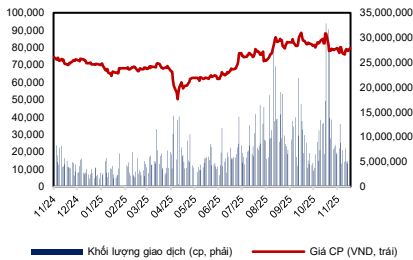
Tiềm năng tăng giá

39%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	78,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	88,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,300
Vốn hóa (Tỷ đồng)	118,905
P/E (TTM)	36
P/B	3.4
Thị suất cổ tức (%)	0
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	22.3

Nguồn: FiinPro, <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

CTCP Masan	31.03%
CTTNHH MTV xây dựng Hoa	
Hương Dương	13.15%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

CTCP Tập đoàn Masan

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- MSN sở hữu hệ sinh thái tiêu dùng, khởi nguồn từ chuỗi sản xuất tiêu dùng ở đa dạng lĩnh vực, hệ thống phân phối đa dạng từ bán lẻ hiện đại (WCM,...) đến các nhà bán lẻ truyền thống cùng các mảng kinh doanh hỗ trợ đắc lực: Tài Chính (Techcombank, TrustingsocialEVO), Chuỗi cà phê Phúc Long, Mảng ảo Wintel,... Các mảng kinh doanh hỗ trợ năng lực cho nhau, tạo ra hệ sinh thái tiêu dùng – bán lẻ lớn nhất Việt Nam. Với vị thế dẫn đầu, chúng tôi tin rằng MSN sẽ hưởng lợi mạnh mẽ nhất khi thị trường tiêu dùng – bán lẻ phục hồi rõ rệt vào năm 2026-2027.
- Trong lĩnh vực kinh doanh chủ chốt – sản xuất tiêu dùng, năm 2025, MCH sẽ bị ảnh hưởng do sức cầu tiêu thụ và sự thay đổi của hệ thống bán lẻ, do vậy doanh thu và lợi nhuận ước giảm -3/-14% svck. Tuy nhiên chúng tôi tin rằng hệ thống phân phối đã ổn định trở lại vào 2026, kết hợp với thể mạnh quy mô phân phối sẽ giúp doanh thu MCH quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng, nhờ đó tăng trưởng kép lợi nhuận ròng sẽ đạt 10% trong giai đoạn 2025-2027.
- Các mô hình bán lẻ hiện đại đang ở thời điểm “chín muồi” để tăng tốc mở rộng bao phủ. Trong lĩnh vực kinh doanh đang trên đà phục hồi – bán lẻ hiện đại, với thể mạnh về mô hình mini và hệ thống logistic vững mạnh, chúng tôi kỳ vọng MSN tiếp tục tăng tốc mở rộng và quy mô cửa hàng đạt tốc độ tăng trưởng kép 16% trong năm 2025-2027.
- Trong lĩnh vực khai khoáng kim loại hiếm, MSR được hưởng lợi mạnh mẽ từ giá các kim loại chủ đạo tăng vượt đỉnh lịch sử và chi phí dần được tối ưu. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng mảng MSR sẽ thoát lỗ và có lãi ròng bắt đầu từ năm 2026. Bên cạnh đấy, chúng tôi kỳ vọng MSR có thể sẽ tìm được nhà đầu tư chiến lược phù hợp để tối ưu mảng kinh doanh này.
- Kết hợp với thu nhập tích cực từ TCB, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng có tốc độ tăng trưởng kép 36% trong năm 2025-27 nhờ mảng kinh doanh cốt lõi phục hồi mạnh mẽ và các mảng hỗ trợ thoát lỗ và tăng nhẹ.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là **109,200 VND/cp**

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 109,200 VND/cp. Chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP với từng phương pháp định giá (chi tiết ở bảng dưới đây) cho từng mảng kinh doanh, theo đó chúng tôi xác định giá mục tiêu của MSN ở mức 109,200 VND/cp (tiềm năng tăng giá 39%)

Tiềm năng tăng giá:

- Tăng trưởng doanh thu tiêu dùng hàng hóa cao hơn mức 10% trong năm 2026 cho thấy cầu tiêu thụ phục hồi mạnh mẽ, hỗ trợ tích cực cho KQKD MCH
- IPO MCH thành công trong nửa đầu năm 2026 và MSR tìm được đối tác chiến lược phù hợp
- Giá lợn hơi duy trì ở ngưỡng 65,000 -70,000 VND/kg giúp cho KQKD của MCH thuận lợi, duy trì đà tăng trưởng bền vững.

Rủi ro giảm giá:

- Tăng trưởng của doanh thu tiêu dùng hàng hóa thấp hơn dự kiến, ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD MCH.
- Việc mở rộng mạnh mẽ ở ngoài miền Bắc trong năm 2026 của WCM có thể gặp nhiều trở ngại khi đây là mảnh đất đang có sẵn nhiều đối thủ cạnh tranh lớn.
- Việc khai thác của MSR không hiệu quả, ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ từ đó khiến cho MSR có thể lỗ ròng trở lại.

Hình 1 : Tổng hợp định giá từng phần

Tên lĩnh vực hoạt động	Phương pháp định giá	Tỷ lệ sở hữu MSN	Giá trị DN
MCH	DCF	66%	113,954
WCM	P/S = 1.1x	85%	44,613
MML	EV/EBITDA = 10x	94%	11,817
MSR	P/B = 1.2x	95%	1,196
PLH	P/S	85%	2,225
TCB	P/B = 1.7x	19.7%	63,952
Tổng giá trị DN			236,686
Thêm: Tiền và đầu tư ngắn hạn			17,858
Trừ: Tổng nợ vay			- 60,410
Loại trừ hợp nhất MCH			63
Loại trừ hợp nhất WCM			-757
Loại trừ hợp nhất MML			276
Loại trừ hợp nhất MSR			592
Loại trừ hợp nhất PLH			- 71
Chiết khấu mô hình tập đoàn			15%
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu			166.013
Số lượng cổ phiếu (CP)			1,520,491,940
Giá mục tiêu (VND/cp)			109,183
Giá mục tiêu làm tròn (VND/cp)			109,200

Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 2: So sánh với doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
			2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Inner Mong Yu-A Equity	600887 CH Equity	26,105	16.7	15.2	3.3	3.1	7%	8%	20%	20%
HENAN SHUAN-A Equity	00895 CH Equity	13,266	18.2	17.4	4.3	4.2	14%	14%	24%	25%
Masan Consumer Equity	MCH VN Equity	8,540	32.3	28.7	14.9	13.0	24%	24%	51%	48%
Yakult HONSHA CO Equity	2267 JT Equity	5,578	17.2	16.8	1.3	1.3	8%	8%	6%	6%
IndoFood CBP SUK Equity	ICBP IJ Equity	4,513	10.3	9.2	1.9	1.6	7%	8%	19%	19%
Vietnam Dairy P Equity	VNM VN Equity	2,413	14.9	13.9	3.9	3.9	17%	18%	27%	29%
Trung bình			18.3	16.9	4.9	4.5	13%	13%	24%	24%
Masan Corp	MSN VN EQUITY	3,151	32.0	22.0	2.7	2.5	3%	4%	9%	12%

Nguồn: MBS Research

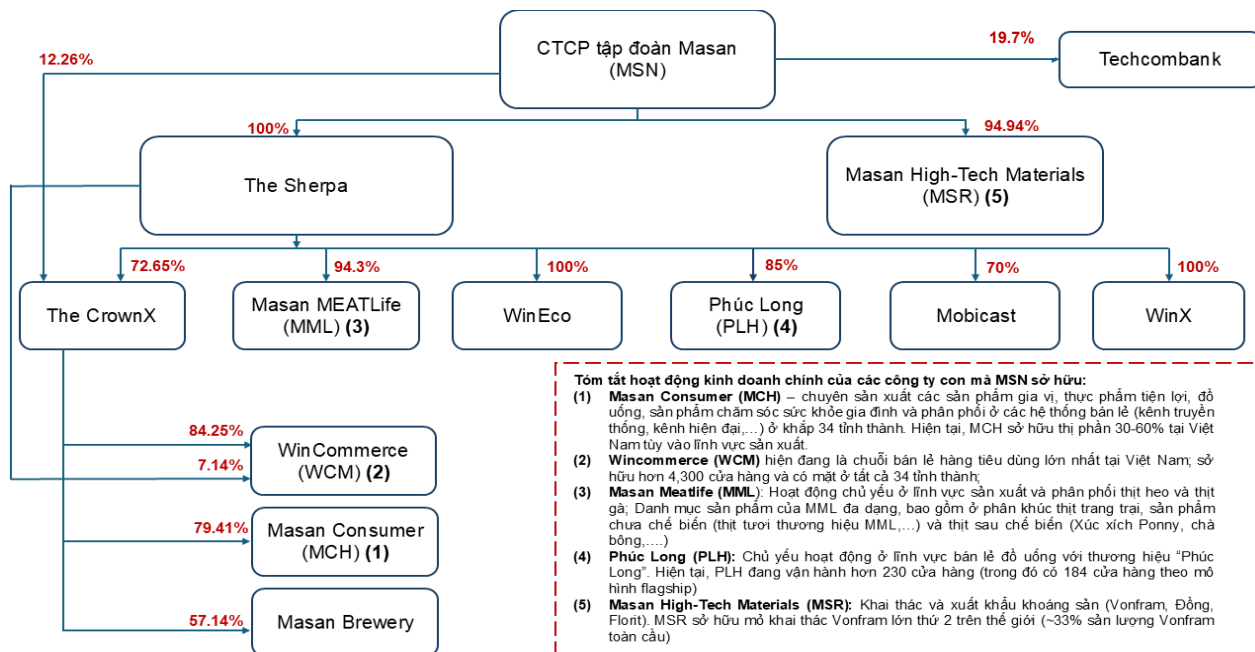
CTCP Tập đoàn Masan

Tổng quan doanh nghiệp và KQKD 9T25

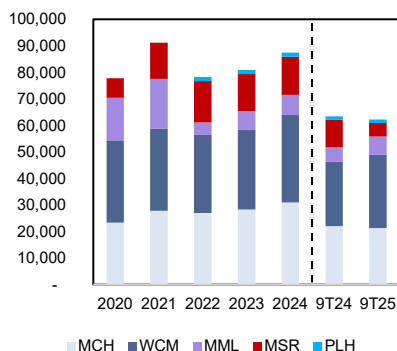
Thành lập vào năm 2004, lĩnh vực kinh doanh chính của Công ty CP đầu tư Masan (MSN) là sản xuất tiêu dùng thiết yếu – bán lẻ và hoạt động chủ yếu tại thị trường nội địa (tỷ trọng ~90-95% tổng doanh thu). MSN sở hữu hệ sinh thái tiêu dùng, khởi nguồn từ chuỗi sản xuất tiêu dùng ở đa dạng lĩnh vực, hệ thống phân phối đa dạng từ bán lẻ hiện đại (WCM,...) đến các nhà bán lẻ truyền thống cùng các mảng kinh doanh hỗ trợ đặc lực: Tài Chính (Techcombank, Trusting Social), Chuỗi trà & cà phê Phúc Long, Mạng ảo Wintel,... Các mảng kinh doanh hỗ trợ năng lực cho nhau, tạo ra hệ sinh thái tiêu dùng – bán lẻ lớn nhất Việt Nam

Hiện tại, MSN có 10 công ty con và công ty liên kết, mỗi công ty hiện đang kinh doanh tại lĩnh vực đặc thù, với chung mục tiêu là đưa MSN trở thành hệ sinh thái tiêu dùng toàn diện. Tính đến Q3/2025, tổng doanh thu MSN ghi nhận 37,371 tỷ đồng với hơn 90% tỷ trọng doanh thu đến từ lĩnh vực tiêu dùng, bán lẻ, còn lại là doanh thu đến từ lĩnh vực kinh doanh khoáng sản từ CTCP Masan High-Tech Material.

Hình 3: Sơ đồ sở hữu các công ty con của MSN

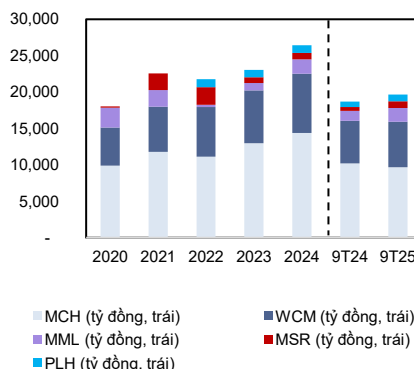


Hình 4: Tổng doanh thu chia theo lĩnh vực kinh doanh



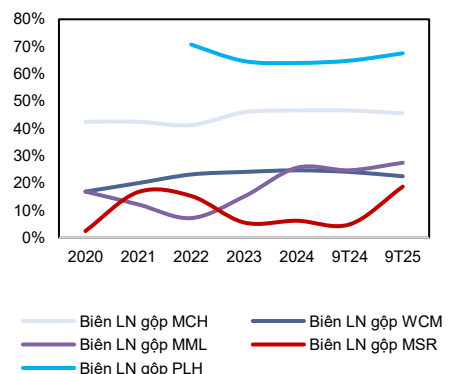
Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 5: Lợi nhuận gộp chia theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp chia theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 7: Kết quả kinh doanh Q3/2025 và 9T2025

Các tiêu chí KQKD	Q3/25	qoq (%)	yoy (%)	9T25	yoy (%)	Đánh giá
Tổng doanh thu	21,164	15.6%	-1.5%	58,376	-3.5%	
MCH	7,517	19.8%	-5.9%	21,281	-3.1%	Doanh thu Q3 giảm 6% svck do sự thay đổi mô hình phân phối trong kênh bán hàng truyền thống (GT) cùng với việc áp dụng quy định thuế mới ở khu vực truyền thống. Trong tổng doanh thu, mảng gia vị và thực phẩm tiện lợi, cafe ghi nhận giảm mạnh (lần lượt giảm 14%/6%/20% svck). Tuy nhiên, mức giảm đã chậm hơn sv quý trước cùng việc doanh thu các lĩnh vực hầu hết đều ghi nhận tăng 9-29% sv quý trước cho thấy phần nào mô hình “Phân phối trực tiếp” đã có sự ổn định, tạo tiền đề cho sự tăng trưởng trong các quý tiếp theo
WCM	10,171	15.1%	18.8%	27,694	13.5%	Doanh thu Q3 ghi nhận 10,171 tỷ đồng, tăng 19% svck với động lực chủ yếu từ sự tăng trưởng quy mô cửa hàng. WCM kết thúc Q3/25 với 4,292 cửa hàng (+14% svck), tập trung vào việc mở mới khu vực miền Trung. Tăng trưởng LFL đạt 11%/9.7% ở 2 mô hình mini và siêu thị với động lực chính từ tăng trưởng số lượng hóa đơn (TB tăng trưởng LFL tăng 10.6% svck)
MML	2,384	1.9%	23.2%	6,794	24.7%	Doanh Q3 thu ghi nhận 2,384 tỷ đồng (+23% svck) với động lực chủ yếu từ mảng chăn nuôi (+30% svck), mảng thịt (bao gồm thịt tươi và thịt chế biến) tăng 21.5% svck. Trong đó, mảng thịt chế biến duy trì tăng trưởng 2 chữ số (+14% svck) cho thấy sự hiệu quả chiến lược đổi mới sản phẩm và mở rộng các dịp tiêu dùng như ăn nhẹ. Trong mảng chăn nuôi, động lực tăng chủ yếu đến từ sản lượng trong bối cảnh giá heo hơi giảm 5% svck, trung bình ~63,000 vnd/kg, bên cạnh đẩy mảng gà tăng trưởng ổn định.
PLH	516	18.9%	22.0%	1,374	14.4%	Doanh thu Q3 ghi nhận 516 tỷ đồng, tăng 21% svck với động lực chủ yếu từ việc tăng trưởng doanh thu/CH nhờ (1) số lượng đơn hàng giao tăng khi doanh thu từ kênh giao hàng tăng 21% svck, (2) giá trị hóa đơn trung bình tăng cao nhờ việc tăng các sản phẩm GTGT (bánh, kem, sữa chua), (3) chiến dịch tái định vị thương hiệu trong quý 3/2025
MSR	2,041	26.4%	-45.2%	5,048	-51.8%	Doanh thu LFL (loại trừ ảnh hưởng của HCS) tăng 33.4% svck với động lực chủ yếu từ sản lượng bán flourspar và bismuth, cùng giá bán tăng mạnh từ APT và bismuth. Trong bối cảnh căng thẳng thương mại toàn cầu, giá APT đã vượt đỉnh năm 2011 và đạt hơn 500 USD/mtu trong Q3 (+55% svck), giá bismuth tăng ~165% svck
Lợi nhuận gộp	6,442	13.2%	0.3%	18,325.2	4.2%	Các mảng kinh doanh WCM, MML, PLH và MSR đã bù đắp cho mảng MCH, nhờ đó lợi nhuận gộp đi ngang svck
Biên LNG	30.4%	-0.6d%	0.6d%	31.4%	1.3d%	
MCH	45.6%	1.5d%	-1.1d%	45.5%	-1.1d%	
WCM	20.6%	-3.1d%	-5.4d%	22.6%	-2.2d%	Biên gộp giảm do tăng quy mô cửa hàng về vùng đô thị loại 2, 3
MML	27.5%	0.3d%	0.8d%	27.5%	1.3d%	
PLH	64.7%	-4.4d%	1.1d%	67.7%	1.6d%	
MSR	19.6%	-5.0d%	12.5d%	18.3%	9.3d%	
Chi phí bán hàng	3,356	0.8%	-8.8%	10,395	-5.2%	Chi phí bán hàng giảm mạnh từ lĩnh vực kinh doanh MCH, WCM và PLH, trong đó chi phí bán hàng của MCH giảm ~10% svck
Chi phí QTDN	1,002	4.7%	-11.3%	2,808	-6.8%	
%CPQT/DT	20.6%	-2.8d%	-1.8d%	22.7%	1.0d%	
Lợi nhuận từ công ty liên kết	1,265	1.9%	9.2%	3,696	0.4%	
TCB	1,242	2.2%	9.4%	3,635	0.5%	TTTT tính đến cuối Q3/25 đạt 17.9%, tương đương với mức tăng 6.7% trong Q3/25 so với quý trước. NIM trong Q3 được duy trì ở mức 3.8% giúp thu lãi thuần tăng nhẹ 11.2% svck. Thu nhập ngoài lãi trong Q3/25 tăng 52.8% svck chủ yếu nhờ hoạt động ĐTCK tăng mạnh hơn 134% svck. Các khoản thu phí cũng phục hồi tích cực khi đạt mức tăng 16.4% svck. Chi phí trích lập tăng 35.2% svck nhưng CIR tăng nhẹ lên mức 31.5%.
Doanh thu tài chính	829	125.7%	-3.0%	1,773	-14.6%	Doanh thu tài chính giảm chủ yếu do sự suy giảm từ nền lãi suất tiền gửi, do vậy doanh thu tiền gửi, hoạt động đầu tư, cho vay giảm ~17% svck.
Chi phí tài chính	2,042	47.1%	0.5%	5,312	-11.2%	
LNTT	2,152	16.6%	37.4%	5,221	55.0%	
Thuế TNDN	286	26.2%	8.2%	753	17.2%	
LN ròng	1,209	17.1%	72.4%	2,634	101.4%	Tổng kết, lợi nhuận ròng tăng mạnh 72% svck, ghi nhận 1,209 tỷ đồng chủ yếu nhờ khả năng tối ưu chi phí hoạt động của MSN cùng với sự tăng trưởng mạnh mẽ từ các mảng WCM, MML, PLH và MSR (khi loại bỏ sự ảnh hưởng của HCS). Lũy kế 9T2025, tổng lợi nhuận ròng ghi nhận 2,634 tỷ đồng, tăng 101% svck.

Triển vọng kinh doanh 2025-27: Bán lẻ thiết yếu tiếp đà mở rộng tại các khu vực mới, các lĩnh vực kinh doanh hỗ trợ phục hồi mạnh mẽ

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	yoy%	2026F	yoy%	2027F	yoy%	Đánh giá
Tổng doanh thu	83,178	78,855	-5.2%	92,456	17.2%	106,757	15.5%	MCH sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng kể từ năm 2026 khi hệ thống bán lẻ ổn định trở lại và sức cầu tiêu thụ trở nên cải thiện hơn WCM sẽ tiếp đà mở rộng mạnh mẽ 570/800 cửa hàng trong năm 2025-2026, đặc biệt chú trọng vào khu vực miền Trung và miền Bắc, mở nhiều hơn tại khu vực miền Nam. Đây cũng chính là động lực tăng trưởng chính cho WCM trong giai đoạn 2026 - 2030 để tăng mật độ bao phủ tại thị trường bán lẻ nội địa MML duy trì tốc độ tăng trưởng 2 chữ số nhờ vào (1) giá lợi nhuận và gà trang trại duy trì ở mức cao, (2) mở mới khu vực phân phối sản phẩm nhờ vào lợi thế thị phần tại WCM Chúng tôi kỳ vọng PLH sẽ duy trì đà tăng trưởng cửa hàng và số lượng giao dịch/ngày nhờ vào (1) việc mở rộng mô hình flagship tăng độ nhận diện thương hiệu, (2) đa dạng hóa sản phẩm GTGT để thu hút được thêm nhiều khách hàng/ngày MHT giảm mạnh trong năm 2025 do ảnh hưởng của việc bán HCS và chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng 10% svck trong năm 2026, chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng giá bán. Trong bối cảnh khi chiến tranh thương mại căng thẳng, sự thiếu hụt về APT và nguồn kim loại chủ lực (Đồng, Flourit) trên toàn thế giới, giá các kim loại chủ lực của MHT (Đồng, Flourit, APT) đều được dự báo sẽ tăng và duy trì ở mức cao, tạo điều kiện thuận lợi cho HDKD
MCH	30,897	30,058	-2.7%	33,589	11.7%	37,239	10.9%	
WCM	32,961	38,862	17.4%	47,576	23.0%	58,721	23.4%	
MML	7,650	9,006	17.7%	10,332	14.7%	12,234	18.4%	
PLH	1,621	1,945	20.0%	2,340	20.3%	2,822	20.6%	
MSR	14,336	7,168	-50.0%	7,941	10.8%	8,800	10.8%	Giá lợi nhuận tăng cao giúp cho mảng trang trại ghi nhận tăng trưởng khả quan trong năm 2025, cùng việc tăng tiêu thụ các sản phẩm chế biến sẽ giúp cho biên LN gộp của MML cải thiện tốt hơn svck, nhờ đó lợi nhuận gộp tăng 24% svck. Bước sang năm 2026, (1) giá NVL đầu vào duy trì ở mức thấp, (2) giá lợi nhuận có thể sẽ giảm nhẹ sv mức nền cao của 1H2025 do vậy biên LN có thể bị ảnh hưởng và giảm 1.4d%
Lợi nhuận gộp	24,656	25,063	1.7%	29,909	19.3%	35,248	17.8%	
Biên lợi nhuận gộp	29.6%	31.4%	1.7d%	31.5%	0.2d%	31.2%	-0.3d%	
MCH	46.6%	45.7%	-0.9d%	46.6%	0.9d%	46.5%	-0.1d%	
WCM	24.7%	23.5%	-1.2d%	23.5%	0.0d%	23.5%	0.0d%	
MML	25.6%	27.3%	1.7d%	25.9%	-1.4d%	26.3%	0.4d%	Chúng tôi ước tính WCM tối ưu tốt chi phí, cùng việc chi phí bán hàng MCH giảm theo sự suy giảm doanh thu, kéo theo tổng chi phí bán hàng giảm 7% svck trong năm 2025.
PLH	64.0%	64.0%	0.0d%	64.0%	0.0d%	64.0%	0.0d%	
MSR	6.2%	19.6%	13.4d%	22.2%	2.6d%	22.4%	0.2d%	
Chi phí bán hàng	14,565	14,055	-3.5%	16,256	15.7%	19,011	17.0%	

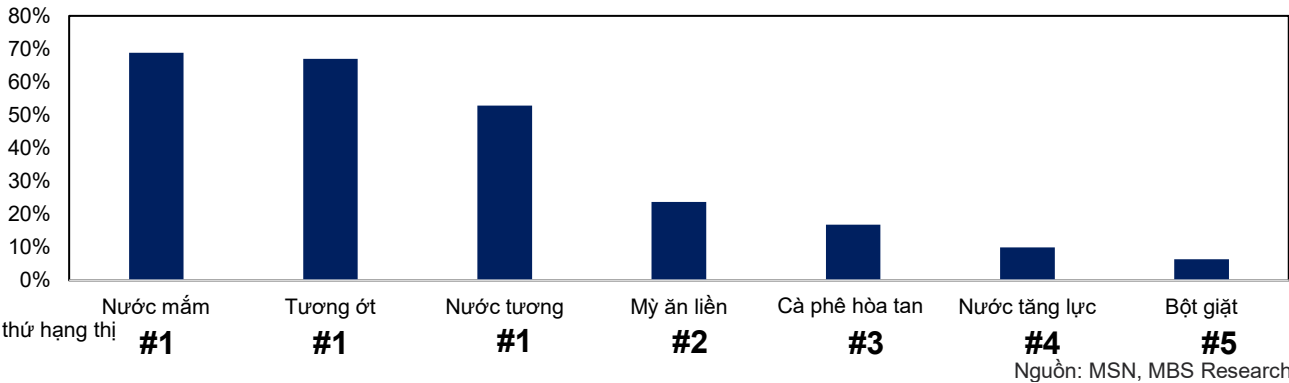
Chi phí quản trị DN	3,917	3,656	-6.7%	4,242	16%	4,989	18%	Chúng tôi ước tính chi phí quản trị doanh nghiệp MSR và MCH giảm nhẹ svck, do vậy tổng chi phí quản lý DN giảm 5% svck trong năm 2025. Bước sang năm 2026, các mảng kinh doanh ổn định kéo theo sự ổn định về chi phí sẽ giúp cho tổng CPQTDN tăng 17% svck
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	22.2%	22.2%	-0.1d%	21.7%	-0.5d%	21.3%	-0.4d%	
Lợi nhuận từ công ty liên kết	4,444	5,138	15.6%	6,101	18.7%	7,220	18.3%	
TCB	4,348	5,043	16.0%	6,006	19.1%	7,125	18.6%	Nguồn cung BĐS trong năm 2026 dự kiến sẽ không khả quan như trong năm 2025 (+20% svck tại HN và +19 lần svck tại HCM) do những gở vướng đã phản ánh gần hết trong năm 2025 trong khi dự án mới vẫn chưa triển khai được nhiều. Do đó, tín dụng của TCB dự kiến sẽ chậm hơn so với năm 2025 đối với mảng cho vay BĐS. Đầu tư tiện tích và bán lẻ dự kiến sẽ khả quan hơn bù đắp phần hụt của BĐS. Cho vay mua nhà dự kiến cũng sẽ chậm lại thay vào đó cho vay margin vẫn tiếp tục khả quan. Bên cạnh đấy, (1) Lãi suất huy động ở nhóm NHTMCP dự kiến sẽ tăng kể từ quý cuối năm 2025, (2) Các khoản cho vay BĐS chậm lại theo dự báo cũng kéo theo chính sách giá linh hoạt giảm tốc, nâng mặt bằng lãi suất cho vay lên. Ngoài ra, cạnh tranh từ những gói cho vay mua nhà của các ngân hàng giảm đi cũng khiến mặt bằng lãi suất cho vay toàn ngành tăng trở lại, (3) Nợ xấu giảm chủ yếu do nhóm KHDN sẽ cải thiện khi tín dụng DN SME tăng trở lại
Doanh thu tài chính	4,044	2,542	-37.1%	3,016	18.7%	3,590	19%	
Chi phí tài chính	7,900	7,173	-9.2%	7,804	8.8%	8,570	9.8%	
Chi phí lãi vay	6,405	5,761	-10.0%	6,199	7.6%	6,593	6.4%	Chi phí tài chính giảm chủ yếu do mức nền lãi suất đi vay giảm svck và tăng nhẹ vào năm 2026.
LNTT	6,025	7,670	27.3%	10,456	36.3%	12,958	23.9%	Do trong năm 2024, MSN ghi nhận 1 khoản thanh lý công ty con thuộc lĩnh vực không cốt lõi ~1,500 tỷ đồng và trong năm 2025-2026, chưa có kế hoạch thanh lý thêm công ty con nào khác.
Thuế TNDN	1,752	1,918	9.4%	2,614	36.3%	3,240	23.9%	
LN ròng	1,999	3,754	87.8%	5,471	45.7%	6,897	26.1%	

Tổng kết, LN ròng 2025 tăng mạnh 88.6% svck, chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của WCM cùng sự phục hồi đáng kể về lợi nhuận ròng của MSR trong năm 2025. Bước sang năm 2026, nhờ vào (1) mức nền kinh doanh ổn định của năm 2025 trong các lĩnh vực WCM, MSR, PLH, (2) cầu tiêu thụ phục hồi rõ rệt hơn sẽ giúp cho MCH quay trở lại mức tăng trưởng dương, giúp cho lợi nhuận ròng tiếp đà tăng trưởng và ước tăng 43.9%/24.3% svck.

MCH (Masan Consumer): Lấy lại đà tăng trưởng khi các nhà bán lẻ truyền thống đã quen thuộc với quy định thuế mới

Với lĩnh vực tiêu dùng, thành công của Masan Consumer (MCH, công ty con của MSN) là áp dụng việc nghiên cứu dữ liệu để tạo ra nhiều sản phẩm R&D vượt trội. Nhờ vào việc nắm bắt tâm lý tiêu dùng, doanh thu từ sản phẩm mới liên tục tăng và đạt hơn 2,200 tỷ đồng vào năm 2024 (+62% svck). Nhờ vào sự đa dạng sản phẩm cùng uy tín thương hiệu lâu năm, giúp cho MCH sở hữu hệ thống phân phối mạnh mẽ, bao gồm 8,500 cửa hàng bán lẻ hiện đại và 330,000 cửa hàng bán lẻ truyền thống, nhờ đó, 98% hộ gia đình Việt Nam có ít nhất một sản phẩm của MCH (theo Kantar Worldpanel). Ở lĩnh vực gia vị, MCH là thương hiệu uy tín hàng đầu với nhiều sản phẩm nhãn hàng Chinsu, Nam Ngư,... với thị phần ~50-70% tùy nhãn hàng, cho thấy phần nào MCH đang đã thành công và đang tiếp tục, định hình xu hướng cho lĩnh vực gia vị. Ở các lĩnh vực thực phẩm tiện lợi, café, đồ uống, MCH cũng đang có thị phần nhất định và đang đẩy mạnh R&D để đáp ứng đa dạng nhu cầu tiêu dùng, cải thiện thị phần nhãn hàng.

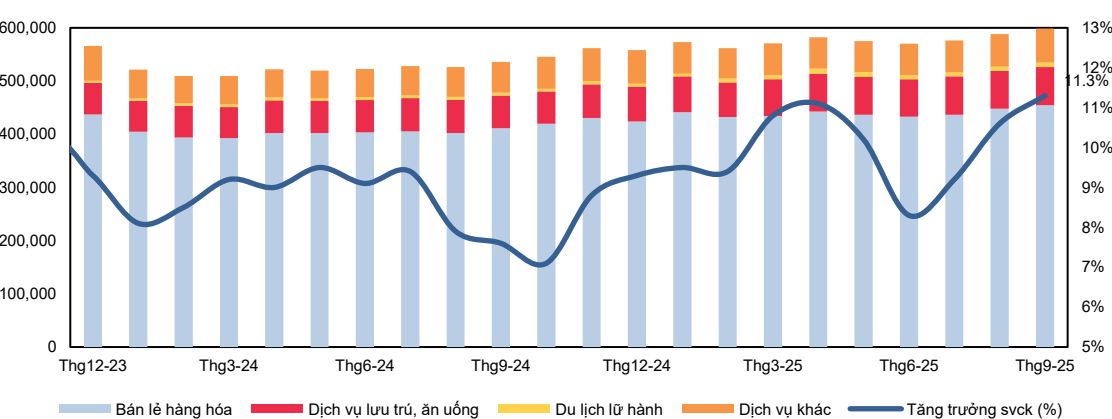
Hình 8: Thị phần năm 2024 của các lĩnh vực kinh doanh chiến lược MCH



MCH vẫn duy trì tốt thị phần của các lĩnh vực sản xuất tiêu dùng trong bối cảnh cầu tiêu thụ phục hồi chậm....

9T25, doanh thu bán lẻ tiêu dùng hàng hóa tăng 9.5 % svck (tăng 7.2% loại trừ yếu tố về giá), đã có sự phục hồi nhẹ so với mức 9% trước đại dịch covid tuy nhiên vẫn thấp hơn mức 12% kế hoạch do Chính Phủ đề ra. Thị trường tiêu dùng vẫn đang trên đà phục hồi tuy nhiên còn khá chậm, đến từ sự tự tin tiêu dùng còn khá thấp khi nỗi lo sợ về giá cả còn cao.

Hình 9: Tổng doanh thu tiêu dùng bán lẻ



Hầu hết các lĩnh vực kinh doanh của MCH đều giữ vững thị phần trong thời gian qua, cụ thể như nước uống tăng lực, thực phẩm tiện lợi đều có mức tăng trưởng khả quan

trong bối cảnh giá trị thị trường giảm nhẹ. Ngược lại, ngành hàng gia vị (bao gồm nước mắm, tương ớt) giảm nhiều hơn so với quy mô thị trường, tuy nhiên cả tương ớt và nước mắm vẫn có thị phần ~67% so với tổng size thị trường. Nhìn chung, với lợi thế cạnh tranh về uy tín thương hiệu và sản phẩm nguồn gốc rõ ràng, thị phần của MSN vẫn được duy trì đa số, giúp cho doanh nghiệp hưởng lợi hàng đầu khi thị trường tiêu dùng bán lẻ phục hồi mạnh mẽ.

Hình 10: Thị phần hầu hết đều giữ vững trong 1H25, trừ mảng gia vị do thay đổi hệ thống bán lẻ cho khu vực truyền thống

2024 - 1H2025	Nước mắm	Tương ớt	Thực phẩm tiện lợi	Nước uống tăng lực
Tăng trưởng quy mô thị trường	▼ 0.7%	▲ 3.2%	▼ 2.2%	▼ 0.7%
Thay đổi thị phần MCH	▼ 1.1%	▼ 0.6%	▲ 0.3%	▲ 0.3%

Nguồn: MSN, MBS Research

Do vậy, chúng tôi kỳ vọng một mức phục hồi đáng kể trong năm 2026-2027 nhờ điều kiện vĩ mô thuận lợi hơn

Năm 2025, do ảnh hưởng từ thay đổi quy định thuế của các hộ kinh doanh nhỏ lẻ, cùng việc ổn định hệ thống bán lẻ cho nhà bán lẻ truyền thống nên tổng doanh thu giảm trong 9T25, chúng tôi ước tính vào Q4/25, việc nhập hàng sẽ ổn định trở lại nhằm đảm bảo hàng hóa cho Tết 2026. Tổng kết, doanh thu MCH năm 2025 ước đạt 30,058 tỷ đồng, giảm 3% svck. Kết hợp với việc chi phí duy trì ngưỡng cao, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng MCH đạt 6,851 tỷ đồng, giảm 14% svck.

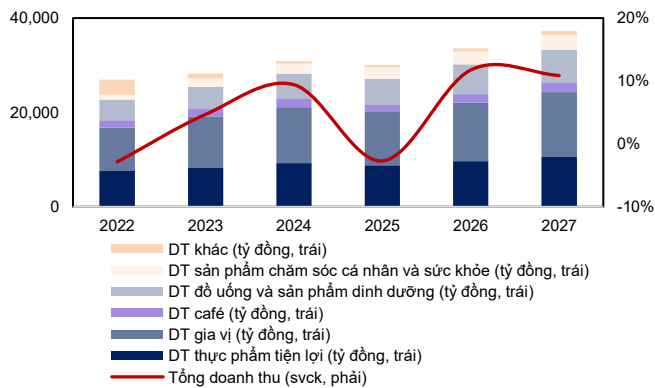
Bước sang năm 2026-27, chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu tăng 12%/11% svck, ghi nhận 33,589/37,239 tỷ đồng. Kết hợp với chi phí duy trì, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng đạt 18%/9% svck, ghi nhận 6,950/7,565 tỷ đồng:

- Chúng tôi kỳ vọng môi trường vĩ mô thuận lợi hơn sẽ hỗ trợ cho sự cải thiện đáng kể của bán lẻ tiêu dùng: (1) khu vực sản xuất kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng của sản lượng sản xuất và đơn hàng mới, đặc biệt đã xuất hiện nhiều tín hiệu tích cực hơn từ khu vực xuất khẩu khi Trung Quốc bị áp mức thuế cao hơn nhiều so với tháng 4/2025; (2) môi trường lãi suất thấp tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh; (3) từ năm 2026, chúng tôi kỳ vọng chi tiêu người tiêu dùng sẽ cải thiện hơn khi mức giảm trừ gia cảnh mới trong luật thuế thu nhập cá nhân đã được thông qua, cụ thể tăng lên 15.5 triệu đồng/tháng với mức giảm trừ gia cảnh và 6.2 triệu đồng/tháng với mức giảm trừ người phụ thuộc. Theo Bộ Tài chính, ngân sách nhà nước dự kiến giảm khoảng 21.000 tỷ đồng mỗi năm so với mức thu và số lượng người nộp thuế theo quy định hiện hành. Bên cạnh đấy, khả năng cao biểu thuế thu nhập cá nhân mới được thông qua (hạ từ 7 bậc xuống 5 bậc) cũng là một bàn đạp vững chắc để cải thiện thu nhập tiêu dùng. Ước tính với giảm trừ gia cảnh mới và biểu thuế mới, mức thuế trung bình/thu nhập giảm 3-5% (so với mức giảm trừ gia cảnh 11 triệu đồng và biểu thuế 7 bậc), như vậy người dân sẽ hưởng lợi thêm 3-5%/mức thuế trung bình đóng.
- Hệ thống phân phối trực tiếp mới của MCH hiểu cơ bản là thay đổi cơ chế quản lý khu vực và giảm bớt khâu trung gian, giúp đội ngũ bán hàng của MCH nâng cao năng suất công việc đáng kể với mức chi phí tương đương trong dài hạn. Cụ thể, với việc đầu tư công nghệ của MCH, đội ngũ bán hàng có thể tiếp cận và chăm sóc được nhiều điểm bán hàng, cập nhật dữ liệu khách hàng real-time để tối ưu hoạt động tồn kho. Chúng tôi nhìn thấy chuyển dịch sang mô hình Phân phối trực tiếp (“Retail Supreme”) là một điều tất yếu của phân phối bán lẻ nói chung, điểm sáng của MCH trong mô hình này là áp dụng công nghệ để

giúp đội ngũ bán hàng dễ dàng tiếp cận dữ liệu real-time từ khách hàng, đưa ra giải pháp chăm sóc hợp lý trong mỗi giai đoạn, bên cạnh đây là đảm bảo hoạt động tồn kho cho khách hàng (nhà bán lẻ). Năm 2025, MCH sẽ ổn định hệ thống phân phối mới để bước vào giai đoạn tăng trưởng dài hạn, bắt đầu từ năm 2026.

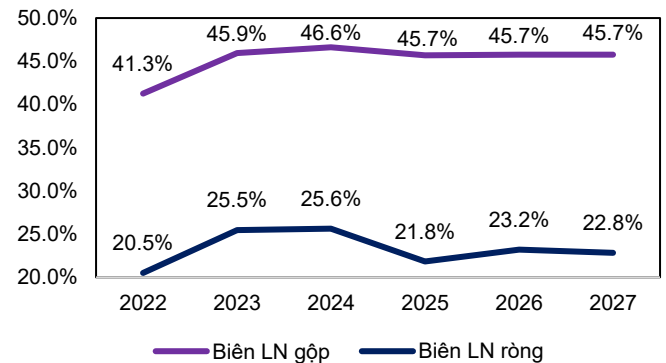
- Với vị thế dẫn đầu thị trường sản xuất tiêu dùng, chúng tôi kỳ vọng MCH sẽ phục hồi ở tất cả các lĩnh vực trong năm 2026-27, cụ thể: (1) Ngành hàng sản phẩm tiện lợi và gia vị sẽ đi theo sự phục hồi chung của thị trường và ước tính tăng 10% svck, (2) Ngành hàng café, đồ uống và sản phẩm dinh dưỡng, chăm sóc gia đình và cá nhân tăng trưởng 15% svck với khả năng R&D sản phẩm và mở rộng kênh phân phối vào các khu vực truyền thống.
- Biên LN gộp MCH giảm nhẹ trong năm 2025 chủ yếu do sản lượng giảm ở ngành hàng thực phẩm tiện lợi và gia vị (2 ngành hàng chủ lực), chúng tôi dự báo sự phục hồi đáng kể sẽ kéo biên LN gộp tăng trở lại và đạt 46.6% trong năm 2026-27.

Hình 11: Dự báo doanh thu MCH



Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 12: Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng



Nguồn: MSN, MBS Research

Wincommerce: Dư địa mở rộng ở các khu vực mới còn nhiều, kỳ vọng tốc độ

mở mới đạt 14% trong giai đoạn 2025-27

Ở lĩnh vực bán lẻ, MSN đang sở hữu chuỗi bán lẻ hiện đại lớn nhất Việt Nam (WCM) với hơn 4,300 cửa hàng, trải khắp 34 tỉnh thành. Lợi thế cạnh tranh của MCH là việc đa dạng mô hình, phù hợp với từng đặc tính khu vực khác nhau với ~4 mô hình: Siêu thị lớn, Mini thành thị, Mini nông thôn và WIN (all you need). Hoạt động logistic vững mạnh cùng lượng SKUs đa dạng (~2000 - ~10,000 sản phẩm tùy mô hình) giúp cho các cửa hàng tiếp cận được đa dạng nhu cầu tiêu dùng ở nhiều phân khúc khác nhau, nhờ đó thu hút nhiều traffic và doanh thu/CH ghi nhận tăng trưởng đều đặn hàng quý. Bên cạnh đây, hệ thống logistic vững mạnh cũng giúp các cửa hàng hiện hữu giảm tải lượng ngày tồn kho, tối ưu thời gian giao hàng tới các điểm bán lẻ, nhờ đó chi phí hoạt động liên tục được tối ưu (giảm 30% trong giai đoạn 2019 – 2024).

9T2025, WCM đã mở mới được 464 với 50% cửa hàng mới ở khu vực miền Trung.

9T2025, WCM đã thành công mở mới 464 cửa hàng mới (+12% sv đầu năm), nâng tổng số cửa hàng WCM lên 4,292. Trong đó, 95% các cửa hàng theo mô hình mini và dễ dàng tiếp cận vào các khu vực đông dân. Thời gian đầu, các mô hình đều ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực, doanh thu/CH duy trì ở ngưỡng ổn định, cho thấy sự đón nhận tốt từ người tiêu dùng. Bên cạnh đây, các cửa hàng đã mở được hơn 2 năm cũng

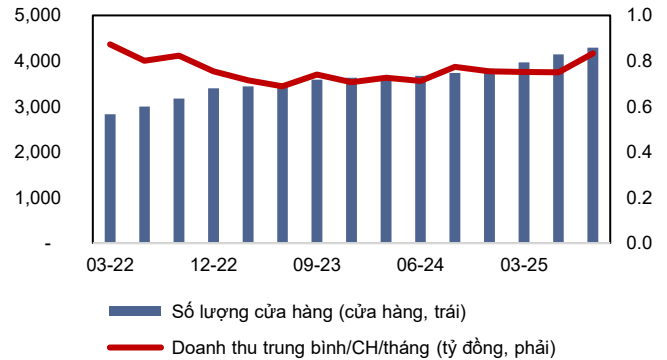
ghi nhận doanh thu/CH tăng ~8% svck, đặc biệt ở mô hình nhỏ cho thấy lượng giao dịch đã được cải thiện nhiều trông thấy. Kết quả khả quan từ việc mở mới, kết hợp với việc tối ưu chi phí bán hàng đã giúp cho WCM duy trì đã ghi nhận lợi nhuận trước thuế và đạt 243 tỷ đồng trong 9T25 (9T24: -205 tỷ đồng) .

Hình 13: Trong cơ cấu tổng cửa hàng, cửa hàng mini chiếm ~98%..



Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 14: Do vậy nhờ việc đẩy mạnh tiêu thụ và phát triển mô hình mini, doanh thu trung bình/CH/tháng tăng 8% svck.



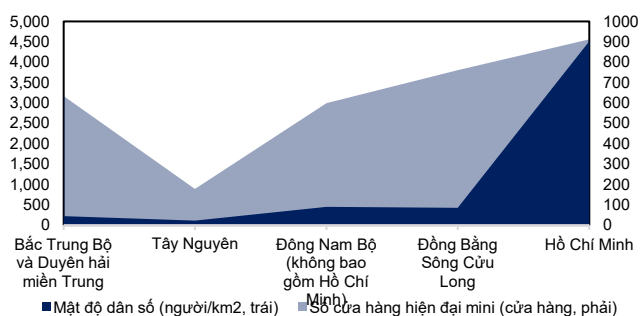
Nguồn: MSN, MBS Research

Triển vọng 2025-2027: Lợi nhuận ròng bứt phá nhờ mô hình WCM+ nhân rộng thành công.

Thị trường bán lẻ tiêu dùng hiện đại đang có được nhiều lợi thế để đón nhận sự dịch chuyển mua sắm từ khu vực truyền thống, cụ thể như: (1) Sự thích ứng của thể hệ tiêu dùng mới với các mô hình mua sắm mới rất cao, (2) Người tiêu dùng đang ngày càng chú trọng vào các sản phẩm có thương hiệu, nguồn gốc rõ ràng và đảm bảo dinh dưỡng cho sức khỏe. Do vậy, việc mở mới của các mô hình thiết yếu hiện đại cũng sẽ được đón nhận tốt hơn vào giai đoạn trước. Chúng tôi kỳ vọng với lợi thế sẵn có về mô hình thành công, WCM sẽ thành công mở mới 570/800/800 cửa hàng trong giai đoạn 2025-2027, tốc độ tăng trưởng quy mô cửa hàng đạt 17% trong giai đoạn 2025-2027.

Ở lần mở rộng trong giai đoạn này, WCM tập trung vào đi sâu khu vực nông thôn khi tại đây, tỷ lệ người dân còn khá cao và vẫn quen thuộc với xu hướng mua hàng chợ truyền thống. Chúng tôi kỳ vọng với việc đẩy mạnh mở mới rộng rãi của WCM với mô hình WCM nông thôn (lợi thế về sự tiện nghi hàng hóa và giá cả hợp lý) sẽ tiếp cận được đa số nhu cầu của người tiêu dùng, nhờ vậy gia tăng lượng giao dịch, giúp cho doanh thu/CH được cải thiện.

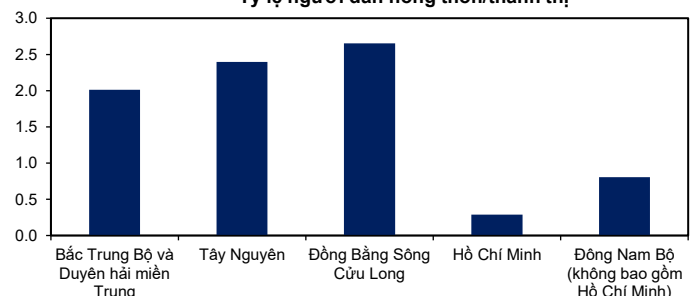
Hình 15: Chúng tôi nhận thấy các khu vực miền Trung chưa có độ phủ sóng lớn các cửa hàng có mô hình chợ hiện đại tạo nên tiềm năng lớn cho các doanh nghiệp lớn.



Nguồn: TCTK, MBS Research

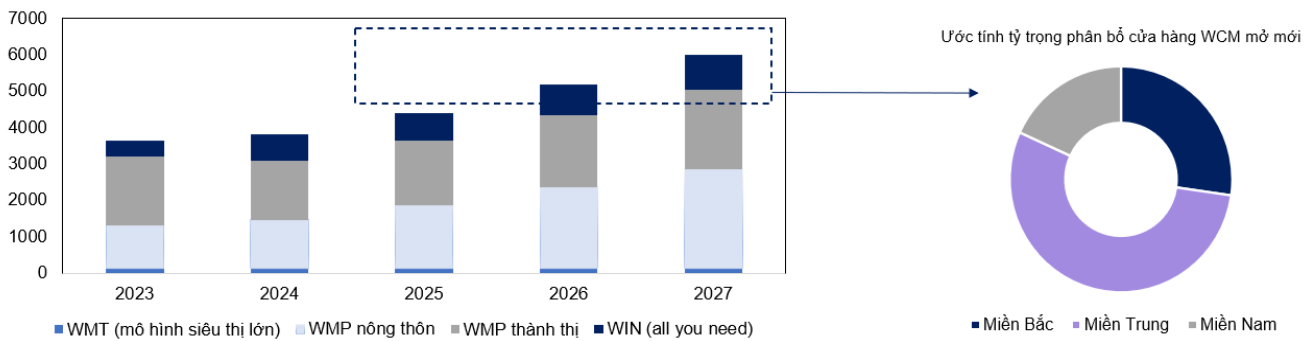
Hình 16: Bên cạnh đấy, các khu vực này có tỷ lệ người dân nông thôn/thành thị khá đông – người có xu hướng mua hàng chợ truyền thống, vì vậy cần có mô hình phù hợp để có thể chuyển dịch lưu lượng mua sắm từ truyền thống qua hiện đại.

Tỷ lệ người dân nông thôn/thành thị

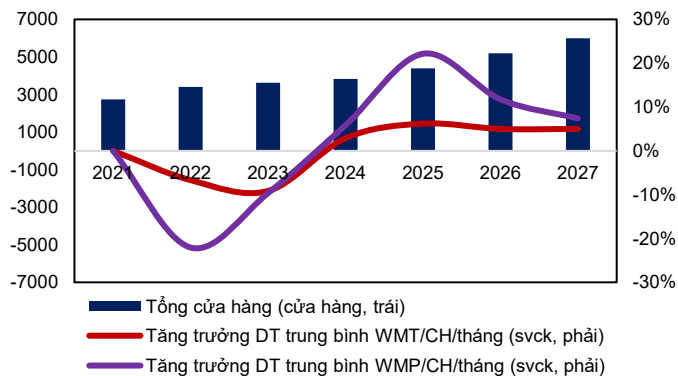


Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 17: Dự báo tổng số cửa hàng WCM có thể mở mới trong năm 25-26

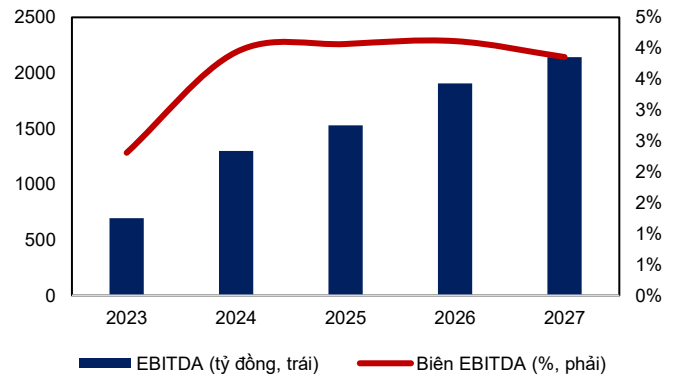


Hình 18: Dự báo tổng cửa hàng và DT/cửa hàng giai đoạn 2025-2027



*Doanh thu TB lấy theo tổng số cửa hàng trung bình 2 năm
Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 19: Dự báo EBITDA 2025-2027



Nguồn: MSN, MBS Research

Chúng tôi ước tính tăng trưởng kép lợi nhuận ròng WCM đạt 51% trong giai đoạn 2025-27 với các giả định như sau:

- Trong giai đoạn 2025-27, số cửa hàng đạt 4,398/5,198/5,998 trong năm 2025-27, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép đạt 17%. Tốc độ tăng trưởng kép doanh thu TB/cửa hàng đạt 5% với doanh thu trung bình/CH/tháng ~0.8 tỷ đồng/tháng trong năm 2025-27. Tổng kết, tổng doanh thu đạt 41,100/52,300/62,300 tỷ đồng, tăng 25%/25%/22% trong năm 2025-27.
- Biên LN gộp duy trì ở mức 23.5%, giảm 1.2d% svck, theo chúng tôi sẽ đến từ việc thay đổi cơ cấu sản phẩm phù hợp của từng mô hình cửa hàng, dành cho các khu vực khác nhau mà WCM đang hướng đến.
- Biên EBITDA ở mức 4-4.3% trong giai đoạn 2025-27, tốc độ tăng trưởng kép EBITDA đạt 30% trong năm 2025-27.
- Tổng kết, chúng tôi ước tính biên LN ròng đạt ~1.6%, LN ròng WCM có thể đạt 467/773/1,095 tương đương tốc độ tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 53% trong giai đoạn 2025-27

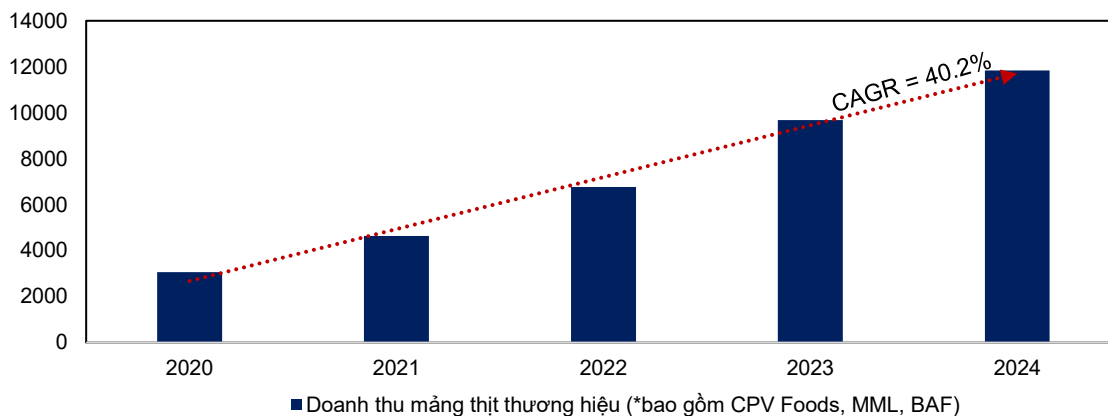
MML (Masan Meatlife): Lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 12% trong giai đoạn 2025-27 chủ yếu nhờ vào việc tối ưu chi phí

Động lực chính đến từ mảng thịt thương hiệu và thịt chế biến

Tại Việt Nam, thị trường thịt heo ước tính đạt 10.7 tỷ USD*, trong đó tổng doanh thu thịt heo của các thương hiệu lớn (CP, Dabaco, Vissan, Masan Meatlife, BAF) ước tính đạt 4.8 tỷ USD (chiếm khoảng 45%, trong đó CP chiếm 78% tổng doanh thu các thương hiệu lớn). Tuy nhiên, đa phần trong tổng doanh thu thịt heo của các thương hiệu vẫn là thịt heo hơi, heo thịt cho các thương lái và được phân phối vào hệ thống các bán lẻ truyền thống (chợ lớn, chợ cóc,...). Theo ước tính, hệ thống bán lẻ truyền thống vẫn chiếm ~90-95% và cung – cầu thịt lợn chính vẫn xuất hiện tại đây.

Đã có 1 sự chuyển dịch lớn từ tiêu thụ thịt không thương hiệu sang thịt có thương hiệu từ năm 2021 đến nay, chủ yếu do xu hướng dịch chuyển tiêu thụ của người tiêu dùng và mức độ phủ sóng mạnh mẽ của chuỗi bán lẻ tiêu dùng hiện đại. Hiện nay, người tiêu dùng thế hệ mới quan tâm nhiều hơn đến chất lượng sản phẩm và giá trị thương hiệu, mong muốn tiêu thụ 1 sản phẩm có thương hiệu và giá cả hợp lý.

Hình 20: Doanh thu mảng thịt thương hiệu và thịt chế biến* trên thị trường thịt Việt Nam tăng mạnh 42% trong giai đoạn 2020 - 2024



Nguồn: MBS Research tổng hợp

Chúng tôi nhận thấy MML có nhiều lợi thế cạnh tranh để đón nhận xu hướng dịch chuyển này, cụ thể như: (1) Phủ sóng rộng khắp 4,300 cửa hàng Winmart cùng chuỗi các cửa hàng bán lẻ tiêu dùng khác (Lottmart,...), (2) Sở hữu mô hình khép kín và năng suất sản xuất ổn định, cùng hệ thống vận chuyển chuyên nghiệp, đảm bảo luôn cung ứng đủ sản phẩm ra ngoài thị trường, (3) Sở hữu công nghệ thịt mát, áp dụng toàn bộ quy trình sản xuất sẽ đảm bảo dinh dưỡng và an toàn vệ sinh thực phẩm. Thị trường thịt mát hiện nay mới chỉ ~8% tổng thị trường tiêu thụ thịt với MML là thương hiệu dẫn đầu.

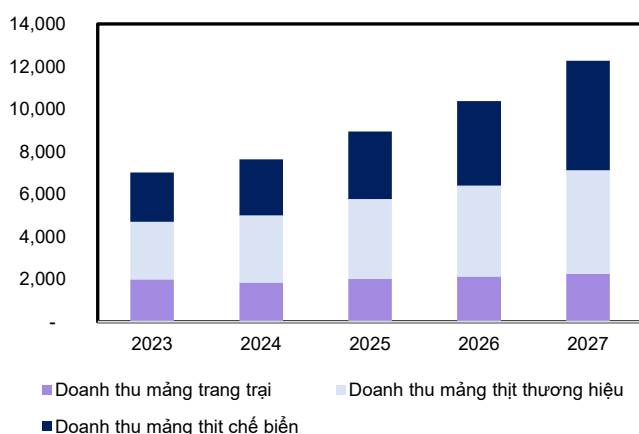
Giai đoạn 2025-2027, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 9% với biên LN ròng ~6%, cụ thể các giả định:

- Nguồn cung heo hơi trên thị trường được đánh giá không dồi dào, tuy nhiên do yếu tố bất thường về thời tiết khiến cho heo chạy dịch và heo chạy lũ liên tục được bán tháo, cũng như nguồn heo giá rẻ từ Cam và Thái quay trở lại Việt Nam, đẩy cung nhiều hơn đáng kể trong ngắn hạn, do vậy giá heo hơi có xu hướng giảm trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá (1) Tết năm nay đến muộn, vào giữa tháng 2 thì mùa cao điểm tiêu thụ sẽ vào từ đầu tháng 12, do vậy giá heo hơi khả năng cao sẽ tăng trở lại kể từ cuối tháng 11 – đầu tháng

12, (2) Nguồn cung ổn định trở lại và nhu cầu phục hồi sẽ giúp cho giá heo hơi năm 26-27 tăng trưởng ổn định. Chúng tôi ước tính giá thịt lợn hơi duy trì ở ngưỡng 50,000 – 55,000 đồng trong cuối năm 2025 và có khả năng trở lại mức 60,000 – 65,000 đồng trong năm 2026, tương đương duy trì trong năm 2026 và tăng trở lại 5% svck vào năm 2027. Bên cạnh đấy, giá gà thịt tăng mạnh chủ yếu do (1) nguồn cung thiếu hụt trên thị trường trong bối cảnh cầu nội địa đi ngang, (2) nguồn cầu gà trắng từ Campuchia tăng mạnh từ tháng 7/25 sau khi Campuchia đóng cửa khẩu với Thái Lan do yếu tố chính trị. Do các yếu tố ít nhất duy trì đến hết năm 2025 nên chúng tôi kỳ vọng giá gà thịt tăng 15%/10% svck trong năm 2025-26, tăng trưởng chậm lại vào năm 2027 khi nguồn cung đã ổn định để cho cả nhu cầu nội địa và nước ngoài.

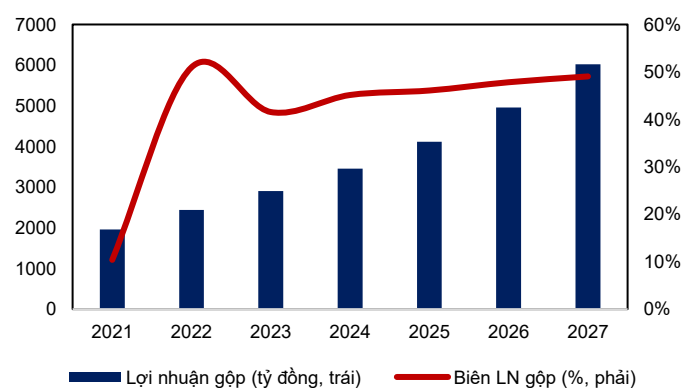
- MML với lợi thế về (1) Thị phần chiếm ~80-90% ở gần 4,500 cửa hàng tiêu dùng hiện đại, xuất hiện khắp 34 tỉnh thành, (2) chất lượng sản phẩm đồng đều nhờ áp dụng quy tắc đồng bộ công nghệ thịt mát vào xuyên suốt khâu sản xuất, (3) Đơn giá sản phẩm hợp lý sẽ giúp cho **mảng thịt thương hiệu giữ đà tăng trưởng kép 14% trong giai đoạn 2025-27**. Bên cạnh đấy, tận dụng mô hình 3F và khả năng R&D sản phẩm thì mảng thịt chế biến sẽ có thêm nhiều sản phẩm hơn ra ngoài thị trường. Chúng tôi ước tính mảng thịt chế biến ước tính tăng trưởng kép 20% trong giai đoạn 25-27 nhờ khả năng đa dạng hóa sản phẩm, tiếp cận được đa dạng nhu cầu của người tiêu dùng cùng lợi thế về khả năng phủ sóng ở khắp 4,300 cửa hàng Wincommerce. Tổng kết, tổng doanh thu có tốc độ tăng trưởng kép 17% trong giai đoạn 2025-27, ghi nhận 9,006 tỷ đồng vào năm 2025.
- Biên LN gộp đạt ~27% trong năm 2025 nhờ vào sự thuận lợi ở cả thị trường heo và gà, tuy nhiên vào năm 2026 thì mảng thịt heo có xu hướng đi ngang svck, trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng nhẹ do vậy giảm nhẹ biên LN gộp mảng lợn trang trại, tổng kết biên LN gộp đạt 26% trong năm 2026-27. Kết hợp với tối ưu chi phí, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng đạt tăng trưởng kép tăng 9% svck trong năm 2025-2027.

Hình 21: Tổng doanh thu chia theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 22: Biên LN gộp các mảng thịt tươi và thịt chế biến được cải thiện sẽ duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận gộp cho MML



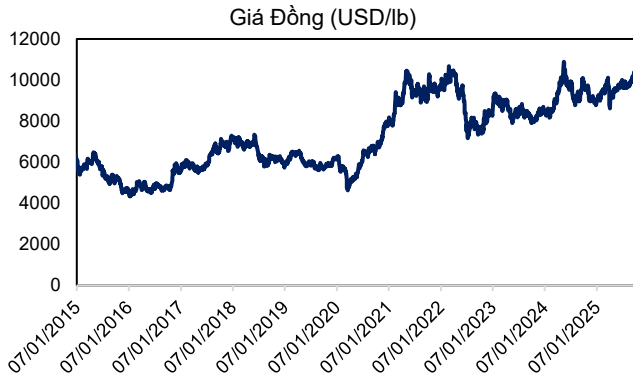
Nguồn: MSN, MBS Research

Masan High-tech Material: Giá kim loại thế giới duy trì mức cao sẽ giúp MSR có lợi nhuận ròng trong năm 2026-27

Xu hướng giá đồng và Vonfram sẽ duy trì trên nền cao trong giai đoạn 2025-2027...

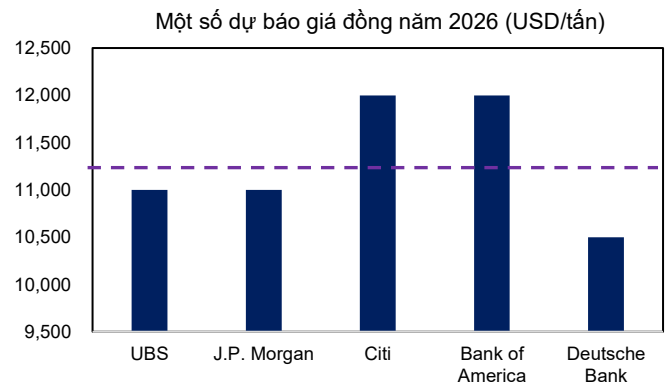
Giá đồng trong năm 2025 đã đạt đỉnh và duy trì trạng thái đến cuối năm, tiếp đà tăng mạnh vào năm 2026-2027 nhờ vào nhu cầu sử dụng đồng đang vượt xa nguồn cung, đặc biệt mức cầu lớn ở các lĩnh vực công nghệ mới, xe điện, trung tâm dữ liệu,... Bên cạnh đấy, một yếu tố tác động lớn đến việc tăng giá đồng là tổng thống Trump đánh thuế 50% các sản phẩm đồng vào Mỹ nhằm củng cố nội lực trong nước (LME COPPER). Đồng dự báo đạt 10,500 vào cuối năm 2025 và có tăng trưởng kép 8% vào giai đoạn 2025-27

Hình 23: Giá đồng vượt đỉnh thời đại....



Nguồn: MSN, MBS Research

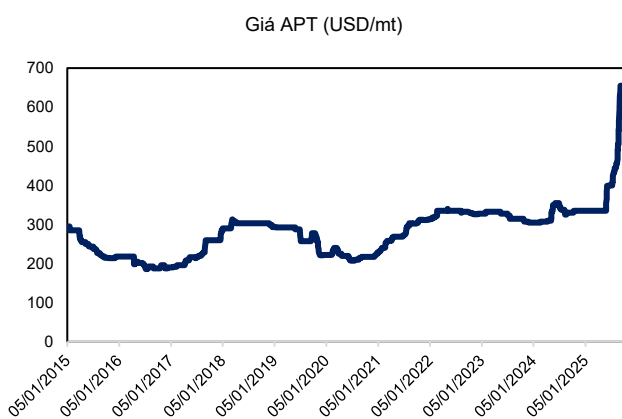
Hình 24: ..và được dự báo đạt ~11,300 USD trong năm 2026.



Nguồn: MSN, MBS Research

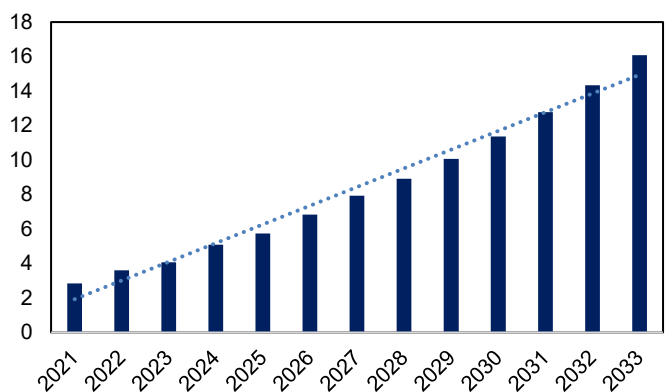
Theo Straits Research, giá trị thị trường vonfram sẽ đạt tăng trưởng kép 7.8% trong giai đoạn 2025-2030 do nhu cầu dồi dào ở các lĩnh vực về sản xuất thiết bị điện, sử dụng cho lĩnh vực đặc thù quân đội,... Bên cạnh đấy, Trung Quốc - thị trường chính xuất khẩu Vonfram trên thế giới sẽ siết chặt nguồn cung do những lo ngại về chiến tranh thương mại và đảm bảo cho nhu cầu tiêu thụ trong nước, đây cũng là một yếu tố làm tăng mạnh giá Vonfram trong thời gian vừa qua, dự báo giá Vonfram sẽ tăng trưởng kép 10% trong giai đoạn 2025-27. Năm 26-27, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 5% svck, bù đắp phần nào cho việc tăng trưởng chi phí sản xuất, nhờ đó biên LN gộp cải thiện.

Hình 25: Giá APT tăng vọt lên ~620 USD/mt trong Q4/25



Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 26: Thị trường APT dự báo có tốc độ tăng trưởng kép đạt 8% trong năm 2025-2030 với nhu cầu tăng gấp đôi vào năm 2033. (đơn vị: tỷ USD)

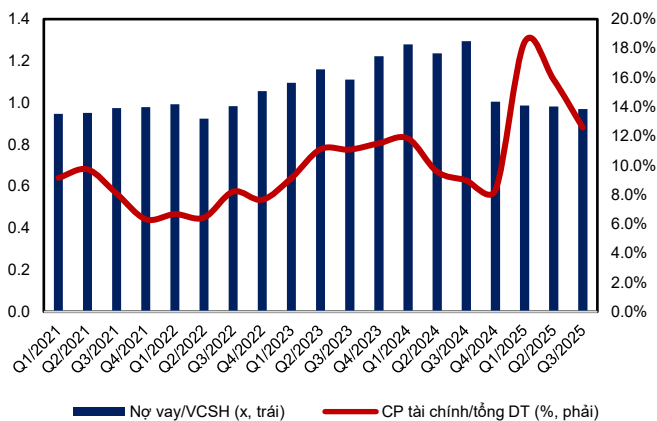


Nguồn: MSN, MBS Research

..Giúp cho MSR khả năng cao thoát lỗ trong năm 2026 và mở ra giai đoạn tăng trưởng mới

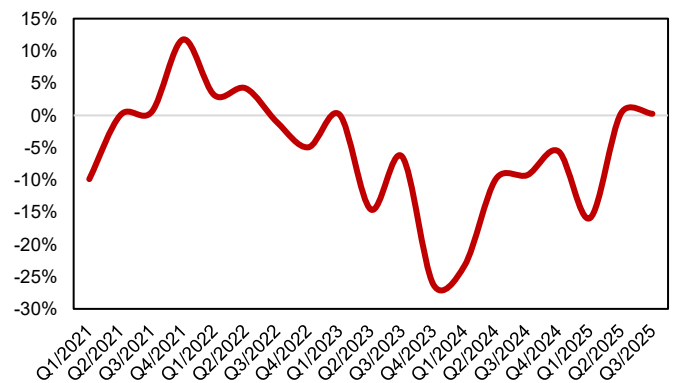
Về Đồng, MSR đã có hợp đồng bao tiêu số tồn kho cùng mức giá tốt, trong bối cảnh xu hướng giá đồng thế giới liên tục tăng và chuẩn bị lập đỉnh mới trong Q4/25 nhờ nhu cầu tăng vọt trong các lĩnh vực công nghệ mới. Bên cạnh đấy, MSR có lợi thế về mỏ Vonfram Thái Nguyên với trữ lượng thứ 2 thế giới sẽ được hưởng lợi thế mạnh mẽ khi giá thành tăng cao và nhu cầu tăng trưởng nhờ sự dịch chuyển thị phần từ Trung Quốc sang, tuy nhiên vấn đề khai thác còn nhiều khó khăn. Do vậy, nếu không có biện pháp tối ưu chi phí khai thác và lãi vay phù hợp, MSR sẽ khó đạt được kết quả HDKD khả quan, trong bối cảnh giá kim loại trên thế giới đang xu hướng tăng cao và tạo lợi thế lớn cho doanh nghiệp. Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh ổn định ở mảng khai thác Đồng và Fluorit cùng với giá bán vonfram cải thiện sẽ giúp cho doanh thu tăng trưởng kép 16% trong năm 2025-2027. Năm 2025, MSR dự báo tiếp tục ghi nhận lỗ ròng ~194 tỷ đồng do các chi phí khai thác và lãi vay còn cao, lỗ ròng giảm mạnh svck do đã thoái vốn khỏi HCS và HDKD cải thiện nhờ giá bán kim loại tăng mạnh. Tiến đến năm 2026 – 27, chúng tôi giả định chi phí tài chính được tối ưu là bàn đạp đắc lực giúp cho MSR có thể ghi nhận lãi ròng trong giai đoạn tiếp theo. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng năm 2026 sẽ thoát lỗ và có lãi ~61 tỷ đồng.

Hình 27: Nợ vay và chi phí lãi vay/tổng DT dần được cải thiện...



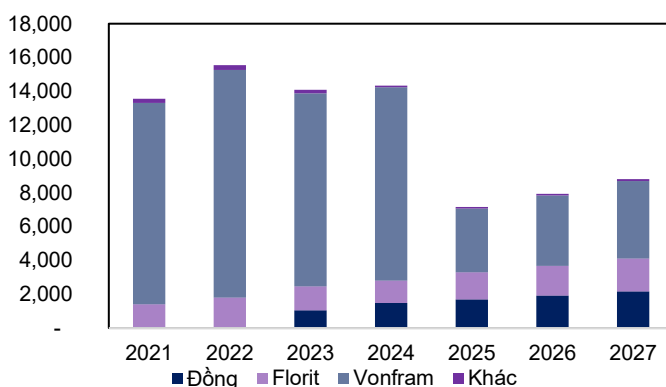
Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 28: ..cùng với xu hướng giá tăng đã giúp cho MHT ghi nhận lãi ròng trong Q2, Q3/25 sau thời gian dài báo lỗ



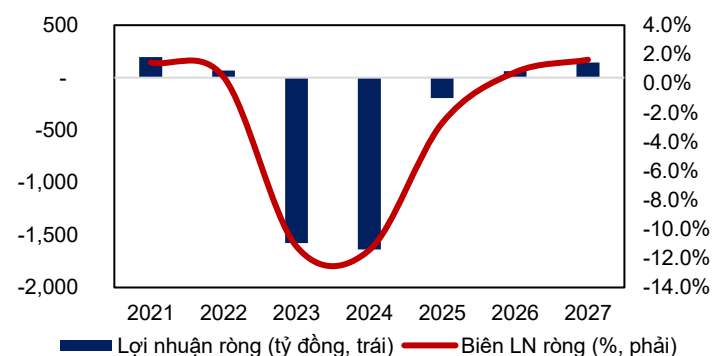
Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 29: Dự báo doanh thu MHT



Nguồn: MSN, MBS Research

Hình 30: Dự báo lợi nhuận ròng MHT



Nguồn: MSN, MBS Research

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả HĐKD	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27
Doanh thu thuần	78,252	83,178	79,925	94,844	112,884
Giá vốn hàng bán	(56,131)	(58,522)	(54,862)	(64,935)	(77,636)
Lợi nhuận gộp	22,121	24,656	25,063	29,909	35,248
Chi phí quản lý DN	(3,750)	(3,917)	(3,656)	(4,242)	(4,989)
Chi phí bán hàng	(14,192)	(14,565)	(14,055)	(16,256)	(19,011)
LN từ HĐKD	4,179	6,173	7,353	9,412	11,248
EBITDA thuần	172	2,040	4,821	6,729	8,464
LN trước thuế & lãi vay	-	-	-	-	-
Thu nhập lãi	2,405	4,044	2,542	3,016	3,590
Chi phí tài chính	(8,130)	(7,900)	(7,173)	(7,804)	(8,570)
Thu nhập ròng khác	213	(736)	(190)	(269)	(529)
TN từ các Cty LK & LD	3,896	4,444	5,138	6,101	7,220
LN trước thuế	2,563	6,025	7,670	10,456	12,958
Thuế TNDN	(693)	(1,752)	(1,918)	(2,614)	(3,240)
Lợi nhuận sau thuế	1,870	4,272	5,753	7,842	9,719
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,451)	(2,273)	(1,998)	(2,371)	(2,822)
Lợi nhuận ròng	419	1,999	3,754	5,471	6,897
Bảng cân đối kế toán	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27
Tiền và tương đương tiền	10,125	18,618	15,460	23,749	24,249
Đầu tư ngắn hạn	6,795	608	2,398	2,845	3,387
Phải thu khách hàng	2,310	1,303	2,639	2,039	3,528
Hàng tồn kho	13,175	10,787	13,322	15,765	18,851
Tổng tài sản ngắn hạn	43,763	53,570	45,483	58,295	66,499
Tài sản cố định	30,469	27,121	26,607	25,521	24,914
Xây dựng cơ bản dở dang	3,127	1,671	2,261	2,859	3,486
BĐS đầu tư	709	4	4	3	3
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD,LK	30,282	33,410	33,410	33,410	33,410
Các khoản đầu tư dài hạn khác	26,617	21,880	18,293	22,525	27,524
Tổng tài sản dài hạn	103,620	94,015	89,993	93,222	97,725
Tổng tài sản	147,383	147,585	135,476	151,517	164,224
Vay & nợ ngắn hạn	28,030	26,724	20,584	24,426	29,071
Phải trả người bán	6,318	7,171	5,406	9,370	8,333
Phải trả ngắn hạn khác	10,129	19,581	10,674	11,777	13,793
Tổng nợ ngắn hạn	50,423	58,712	42,354	52,502	59,335
Vay & nợ dài hạn	41,542	38,825	39,825	40,825	40,325
Các khoản phải trả khác	17,182	9,295	9,295	9,295	9,295
Tổng Nợ dài hạn	58,724	48,120	49,120	50,120	49,620
Tổng nợ	109,146	106,832	91,474	102,622	108,956
Vốn điều lệ	14,308	15,129	15,205	15,205	15,205
Thặng dư vốn cổ phần	8,723	14,165	14,165	14,165	14,165
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
LN giữ lại	11,798	9,327	12,473	17,338	23,630
Các quỹ thuộc VCSH	(8,270)	(8,379)	(8,379)	(8,379)	(8,379)
Vốn chủ sở hữu	38,237	40,752	43,974	48,839	55,132
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	38,237	40,752	43,974	48,839	55,132
Tổng nợ và VCSH	147,383	147,585	135,448	151,462	164,087

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27
LN trước thuế	2,563	6,025	7,670	10,456	12,958
Khấu hao	4,007	4,133	3,041	3,198	3,299
Thuế đã nộp	(693)	(1,752)	(1,918)	(2,614)	(3,240)
Các khoản điều chỉnh khác	(5,884)	(5,743)	1,124	(2,852)	(3,241)
Thay đổi VLD	508	6,863	(3,595)	(2,087)	(10,096)
LCTT từ HĐKD	500	9,525	6,322	6,100	(319)
Đầu tư TSCĐ	(2,229)	(3,099)	(2,017)	(1,597)	(2,177)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	17	35	-	-	-
LCTT từ đầu tư	(7,824)	(10,694)	(3,807)	(2,045)	(2,719)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	71	6,412	76	-	-
Tiền vay ròng nhận được	3,734	4,995	(5,141)	4,842	4,146
Dòng tiền từ HĐTC khác	33	(24)	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(244)	(1,721)	(608)	(608)	(608)
LCTT từ hoạt động TC	3,595	9,661	(5,673)	4,234	3,538
Tiền & tương đương tiền đầu kì	13,853	10,125	18,618	15,460	23,749
LC tiền thuần trong năm	(3,729)	8,493	(3,158)	8,289	500
Tiền & tương đương tiền cuối kì	10,125	18,618	15,460	23,749	24,249
Các chỉ số cơ bản	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27
Tăng trưởng doanh thu thuần	2.7%	6.3%	-3.9%	18.7%	19.0%
Tăng trưởng EBITDA	-34.4%	1084.9%	136.3%	39.6%	25.8%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	89.5%	47.7%	119.1%	128.0%	119.5%
Tăng trưởng LN trước thuế	-50.2%	135.1%	27.3%	36.3%	23.9%
Tăng trưởng LN ròng	-88.3%	377.4%	87.8%	45.7%	26.1%
Tăng trưởng EPS	-88.3%	377.4%	87.8%	45.7%	26.1%
Biên LN gộp	28.3%	29.6%	31.4%	31.5%	31.2%
Biên EBITDA	17.3%	19.9%	20.0%	20.4%	19.8%
Biên LN ròng	0.5%	2.4%	4.7%	5.8%	6.1%
ROAE	1.1%	5.1%	8.9%	11.8%	13.3%
ROAA	0.3%	1.4%	2.7%	3.8%	4.4%
ROIC	0.4%	1.9%	3.6%	4.8%	5.5%
Vòng quay tài sản	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
Cổ tức chi trả/LN ròng	58.2%	86.1%	16.2%	11.1%	8.8%
Tổng nợ vay/VCSH	181.9%	160.8%	137.4%	133.6%	125.9%
Nợ vay ròng/VCSH	137.7%	113.7%	96.8%	79.2%	75.7%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	35.7%	31.4%	31.4%	25.5%	25.4%
Số ngày phải thu	11.8	7.9	9.0	9.0	9.0
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	65.6	53.8	56.0	56.8	56.8
Số ngày phải trả tiền bán	49.6	45.8	43.9	40.0	40.0
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
Khả năng thanh toán nhanh	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
Định giá					
EPS	275	1,315	2,469	3,598	4,536
BVPS	25,148	26,802	28,921	32,121	36,259
P/E	243.3	53.2	32.0	22.0	17.4
P/B	2.7	2.6	2.7	2.5	2.2

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

NẮM GIỮ Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%

BÁN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG LẬP Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KÉM KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, P. Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly