

CTCP TẬP ĐOÀN MASAN

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

Mã Bloomberg (MSN VN) | Mã Reuters (MSN.HM)

GIỮ

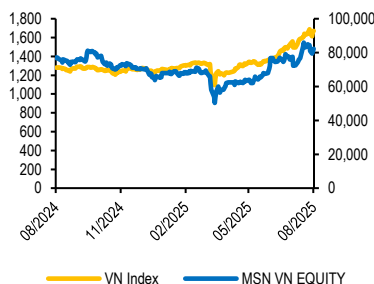
Báo Cáo Cập nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 91,580**Giá hiện tại (29/08/25) **VND 83,000**Suất sinh lời **10.3%**

VNINDEX	1,682
P/E thị trường	13.6
Vốn hóa (tỷ VND)	120,011
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,446
SLCP tự do giao dịch (triệu)	670
52 tuần cao/thấp (VND)	87,400/50,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	8.19
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	698
Sở hữu nước ngoài (%)	25.18

CTCP Masan	31.03
Cổ đông lớn (%)	
Công ty TNHH Xây dựng Hoa Hướng Dương	13.15

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	30.9	22.6	7.9
Tỷ đối với VN-Index (%)	5.6	-6.3	-23.3



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyen

(84-28) 6299-8000

nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Duy trì đà tăng trưởng

Khuyến nghị GIỮ, cập nhật giá mục tiêu 91,580 đồng

CTCP Tập đoàn Masan (Masan, HOSE: MSN) là một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân đa ngành lớn nhất Việt Nam với trọng tâm là bán lẻ - tiêu dùng được kỳ vọng hưởng lợi từ nhân khẩu học và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, bên cạnh đó là mảng khai khoáng - tài nguyên và lợi ích liên kết tại ngân hàng Techcombank. Ra đời vào năm 1996, tập đoàn đã mở rộng quy mô qua các thương vụ M&A chiến lược.

Chúng tôi công bố báo cáo cập nhật MSN với khuyến nghị GIỮ và nâng giá mục tiêu lên 91,580 đồng. Chúng tôi kỳ vọng: (1) Mảng tiêu dùng - bán lẻ cốt lõi tăng trưởng tích cực tạo động lực cho tăng trưởng lợi nhuận khi WinCommerce (WCM) và Masan MEATLife (MML) bắt đầu có lợi nhuận từ Q3/2024 và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong giai đoạn tiếp theo; (2) Masan consumer (MCH) tuy ghi nhận kết quả tăng trưởng âm trong nửa đầu năm trước ảnh hưởng của quy định mới về hóa đơn và thuế cho hộ kinh doanh, nhưng chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ bắt đầu tăng trưởng trở lại kể từ Q4; (3) Giảm lỗ từ Masan High-tech (MHT) sau tái cấu trúc, thậm chí còn ghi nhận LN sau thuế (NPAT) dương trong Q2; (4) Động lực từ việc MCH chuyển sản và thu hút dòng vốn ngoại trong kịch bản nâng hạng thị trường.

Ghi nhận tăng trưởng tích cực trong hai quý đầu năm

Doanh thu Q2 đạt 18,315 tỷ đồng (-9% YoY), chủ yếu đến từ hai nguyên nhân là (1) DT MHT sụt giảm sau khi thoái vốn khỏi HC.Starck và (2) Đóng góp từ một trong những trụ cột quan trọng là Masan consumer (MCH) sụt giảm mạnh -15.1%. Các mảng còn lại đều ghi nhận tăng trưởng tích cực cả về doanh thu kèm theo sự cải thiện trong biên lợi nhuận. Nếu loại trừ tác động của việc thoái vốn này, doanh thu LFL (Life-for-like) Quý 2 tăng trưởng 3.2% YoY.

Lũy kế 6 tháng, MSN ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất là 37,212 tỷ đồng (-4.6% YoY). Dù DT sụt giảm, lợi nhuận gộp cũng như NPAT có sự cải thiện đáng kể, đạt lần lượt 11,883 tỷ đồng (+6.4% YoY) và 2,602 tỷ đồng (+82.6% YoY). NPAT sau phân bổ cho cổ đông thiểu số (NPAT-Mi) H1/25 cũng đạt 1,426 tỷ đồng (+134.9% YoY).

Dự phóng KQKD 2025

Chúng tôi ước tính DT cả năm đạt 82,019 tỷ đồng, nếu loại bỏ phần đóng góp từ MHT thì doanh thu tăng 9.1% YoY, NPAT đạt 5,234 tỷ đồng (+22.5% YoY) và NPAT-Mi đạt 2,773 tỷ đồng (+38.7% YoY). Chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng bền vững đến từ chuỗi WCM khi gia tăng tốc độ mở mới đồng thời tăng được biên lợi nhuận trên mỗi cửa hàng, bù đắp cho sự chững lại của MCH trước những bất lợi trong ngắn hạn.

Rủi ro: (1) Rủi ro cầu tiêu thụ yếu gây ảnh hưởng đến mảng bán lẻ tiêu dùng, (2) Rủi ro tỷ giá và lãi suất, (3) Rủi ro nguyên vật liệu, (4) Rủi ro cạnh tranh.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	76,189	78,252	83,178	82,019	89,470
LN HKKD (tỷ VND)	4,669	4,179	6,174	7,169	8,339
NPAT (tỷ VND)	4,754	1,870	4,273	5,234	6,824
EPS (đồng)	2,511	294	1,345	1,919	2,212
BPS (đồng)	18,366	18,560	21,031	21,770	23,873
Biên LN HKKD (%)	6.1	5.3	7.4	8.7	9.3
Biên NPAT (%)	6.2	2.4	5.1	6.4	7.6
ROE (%)	13.0	4.9	10.49	11.5	13.4
PER (x)	37.0	227.9	51.9	47.7	41.4
PBR (x)	5.1	3.6	3.3	4.2	3.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q2/25 và dự phóng

(Đơn vị: Nghìn tỷ)	Q2/2025	Q2/2024	Thay đổi	H1/2025	H1/2024	Thay đổi
Doanh thu	18,315	20,134	-9.0%	37,212	38,989	-4.6%
MCH	6,276	7,388	-15.1%	13,765	13,968	-1.5%
WCM	9,130	7,844	16.4%	17,915	15,801	13.4%
MML	2,340	1,790	30.7%	4,410	3,510	25.6%
MHT	1,614	3,652	-55.8%	3,007	6,741	-55.4%
PLH	434	392	10.7%	858	778	10.3%
Lợi nhuận gộp	5,689	5,918	-3.9%	11,883	11,173	6.4%
MCH	2,769	3,416	-18.9%	6,219	6,492	-4.2%
WCM	2,155	1,887	14.2%	4,213	3,806	10.7%
MML	638	428	49.1%	1,209	828	46.0%
MHT	403	361	11.6%	549	247	122.3%
PLH	300	263	14.1%	594	510	16.5%
Biên LN gộp	31.1%	29.4%	1.7%	31.9%	28.7%	3.2%
MCH	44.1%	46.2%	-2.1%	45.2%	46.5%	-1.3%
WCM	23.6%	24.1%	-0.5%	23.5%	24.1%	-0.6%
MML	27.3%	23.9%	3.4%	27.4%	23.6%	3.8%
MHT	25.0%	9.9%	15.1%	18.3%	3.7%	14.6%
PLH	69.1%	67.1%	2.0%	69.2%	65.6%	3.6%
Chi phí lãi vay	1,112	1,549	-28.2%	2,505	3,171	-21.0%
Chi phí bán hàng	3,329	3,702	-10.1%	7,038	7,281	-3.3%
Chi phí QLDN	957	911	5.0%	1,806	1,882	-4.0%
NPAT	1,619	946	71.1%	2,602	1,425	82.6%
NPAT-MI	1,032	503	105.2%	1,426	607	134.9%
Biên NPAT	8.8%	4.7%	4.1%	7.0%	3.7%	3.3%

Doanh thu Q2 đạt 18,315 tỷ đồng (-9% YoY), chủ yếu đến từ hai nguyên nhân là (1) DT Masan High-tech Materials (MHT) sụt giảm sau khi thoái vốn khỏi HC.Starck và (2) Đóng góp từ một trong những trụ cột quan trọng là Masan consumer (MCH) sụt giảm mạnh -15.1%. Các mảng còn lại đều ghi nhận tăng trưởng tích cực cả về doanh thu kèm theo sự cải thiện trong biên lợi nhuận. Nếu loại trừ tác động của việc thoái vốn này, doanh thu LFL (Life-for-like) Quý 2 tăng trưởng 3.2% YoY.

Lũy kế 6 tháng, MSN ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất là 37,212 tỷ đồng (-4.6% YoY). Dù DT sụt giảm, lợi nhuận gộp cũng như NPAT có sự cải thiện đáng kể, đạt lần lượt 11,883 tỷ đồng (+6.4% YoY) và 2,602 tỷ đồng (+82.6% YoY). NPAT sau phân bổ cho cổ đông thiểu số (NPAT-Mi) H1 cũng đạt 1,426 tỷ đồng (+134.9% YoY).

Lợi ích trên khía cạnh quản lý chi phí tài chính sau nỗ lực tái cấu trúc đã cho thấy hiệu quả khi chi phí lãi vay nửa đầu năm giảm 21% YoY, đóng góp không nhỏ vào việc cải thiện biên lợi nhuận ròng của tập đoàn từ 3.7% trong H1/2024 lên 7.0% trong H1/2025. Tỷ lệ nợ ròng/EBITDA (TTM) cuối Quý 2 cũng được duy trì ở mức 3.0x theo đúng định hướng của tập đoàn.

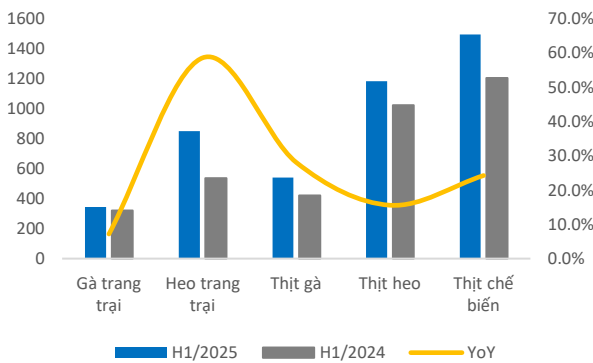
Chúng tôi ước tính DT cả năm đạt 82,019 tỷ đồng, nếu loại bỏ phần đóng góp từ MHT thì doanh thu tăng 9.1% YoY, NPAT đạt 5,234 tỷ đồng (+22.5% YoY) và NPAT-Mi đạt 2,773 tỷ đồng (+38.7% YoY). Chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng bền vững đến từ chuỗi WCM khi gia tăng tốc độ mở mới đồng thời tăng được biên lợi nhuận trên mỗi cửa hàng, bù đắp cho sự chững lại của MCH trước những bất lợi trong ngắn hạn.

Điểm qua các mảng kinh doanh:

1. Masan MeatLife (MML – UPCOM)

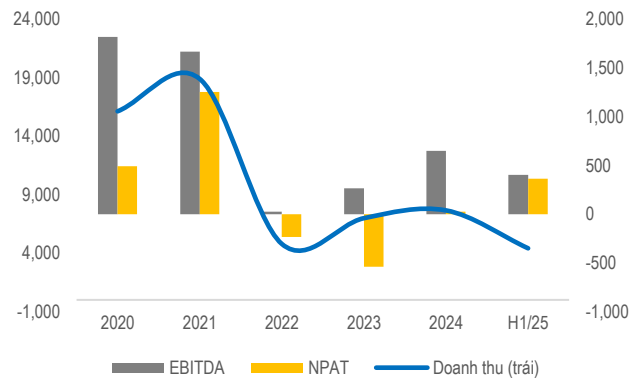
Doanh thu Q2 tăng trưởng 30.7% trên hầu hết các phân khúc, trong đó mảng heo trang trại tăng gần gấp đôi cùng kỳ nhờ giá heo hơi tăng trong nửa đầu năm. Lũy kế 6 tháng, DT MML đạt 4,409 tỷ đồng (+24.2% YoY), biên LN gộp cũng cải thiện lên 27.4%. NPAT 6 tháng đầu năm ghi nhận 364 tỷ đồng là một sự cải thiện lớn, trong khi cùng kỳ MML báo lỗ -79 tỷ đồng.

Tỷ trọng doanh thu ngành hàng H1/2025



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

NPAT đạt kết quả tích cực trong nửa đầu năm



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

2. Masan High-tech Materials (MSR – UPCOM)

MHT báo cáo DT quý 2 sụt giảm do không còn ghi nhận từ HC.Starck, theo đó DT giảm 55.8% YoY, chủ yếu do giảm doanh thu bán wolfram. Ngoài ra, doanh thu từ đồng và florit đều ghi nhận tăng trưởng lần lượt 30 và 126%. Biên LNG cũng cải thiện khi có sự dịch chuyển tỷ trọng doanh thu về những sản phẩm mang lại biên cao hơn như đồng hay florit.

Nhờ tái cấu trúc giúp giảm vay nợ, kết hợp với việc kiểm soát chi phí tốt hơn đã giúp KQKD cải thiện, MHT báo lãi dương trong Quý 2, là quý đầu tiên ghi nhận có lãi kể từ 2023. Lãi ròng 6 tháng cải thiện đáng kể so với cùng kỳ, chỉ còn -216 tỷ (cùng kỳ -1,046 tỷ đồng).

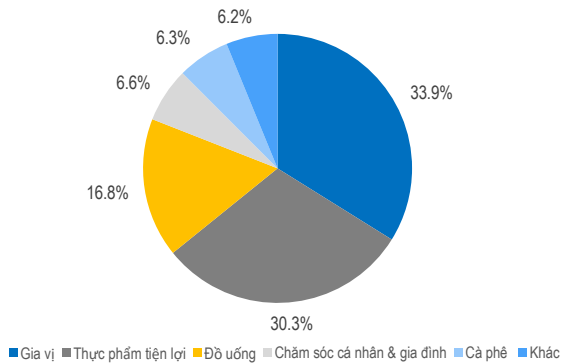
3. Hàng tiêu dùng Masan (MCH – HOSE)

Hầu hết các ngành hàng chính đều ghi nhận doanh thu sụt giảm trong Q2, trong đó Đồ uống và Gia vị có mức sụt giảm cao nhất, lần lượt -25.9% và -20.9%. Lũy kế 6 tháng, doanh thu đạt 13,765 tỷ đồng, giảm nhẹ 1.5% so với cùng kỳ.

Quy định mới về hóa đơn điện tử và thuế đã gây ra những gián đoạn trong kênh phân phối truyền thống (GT), khiến các nhà bán lẻ giảm lượng trữ hàng. Kết quả là đóng góp doanh thu từ kênh truyền thống sụt giảm 19%, trong khi đó kênh thương mại hiện đại (MT) và kênh nhà hàng khách sạn (Horeca) ghi nhận tăng trưởng lần lượt 5.7% và 34.2%. Ban lãnh đạo kỳ vọng doanh thu sẽ bắt đầu tăng trưởng trở lại kể từ quý 4.

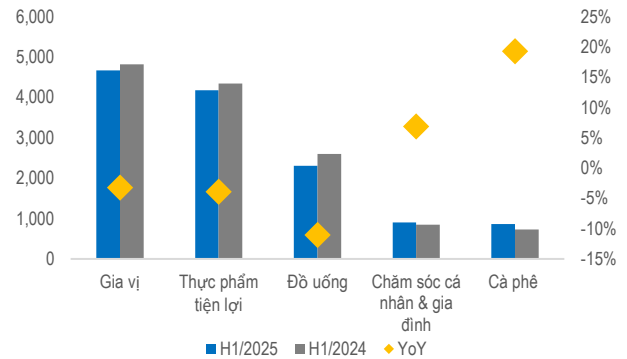
Biên LNG quý 2 sụt giảm so với cùng kỳ do giảm sản lượng bán hàng cũng như do cơ cấu danh mục sản phẩm thay đổi, lũy kế 6 tháng thì biên gộp đang ở mức 45.2%, giảm nhẹ 1.3 điểm phần trăm so với cùng kỳ.

Tỷ trọng doanh thu ngành hàng H1/2025



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Hầu hết các ngành hàng đều ghi nhận sụt giảm doanh thu (tỷ đồng)



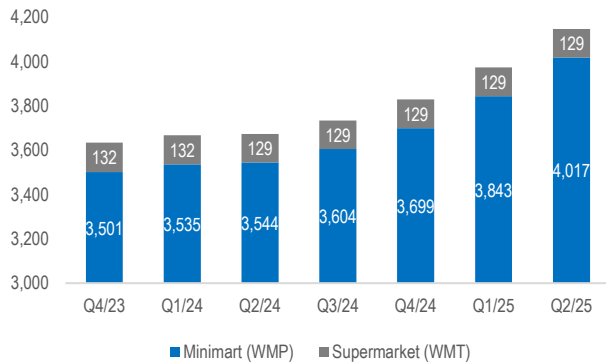
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

4. Wincommerce

Tại thời điểm cuối Quý 2, hệ thống cửa hàng của WCM chạm mốc 4,146, bao gồm 4,017 minimart và 129 siêu thị. Như vậy, tính từ đầu năm thì Masan đã mở mới 318 cửa hàng, hoàn thành 45% kế hoạch mở mới đối với kịch bản tích cực.

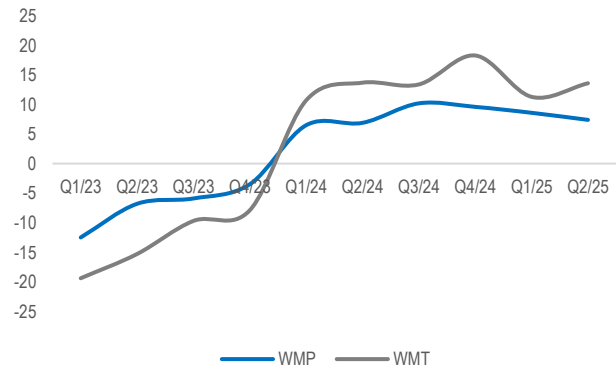
Doanh thu WCM tăng trưởng mạnh 16.4% trong Quý 2, trong đó chủ yếu đến từ đóng góp từ hệ thống cửa hàng Minimart (6,455 tỷ đồng, +15.6% YoY). Hiệu suất trên mỗi cửa hàng cũng được cải thiện nhờ lưu lượng đến cửa hàng tăng lên, đạt mức tăng trưởng 7.4% ở minimart và 6.2% ở các siêu thị. Quý 2/2025 cũng là quý thứ tư liên tiếp WCM ghi nhận NPAT dương 10 tỷ đồng (cùng kỳ báo lỗ 149 tỷ). Như vậy, lũy kế 6 tháng đầu năm thì WCM đã mang về NPAT 68 tỷ đồng, một sự cải thiện lớn khi cùng kỳ ghi nhận -223 tỷ đồng.

Số lượng cửa hàng của WinCommerce



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng doanh thu Like-for-like (LFL) theo quý (YoY)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

(*) LFL (Like-for-like): Tăng trưởng của các cửa hàng cũ, không tính mở mới hoặc tái cấu trúc

Định giá và Khuyến nghị

Khuyến nghị Giữ với giá mục tiêu 91,580 đồng

Chúng tôi đưa ra báo cáo cập nhật đối với CTCP Tập đoàn Masan với khuyến nghị Giữ và giá mục tiêu ở mức **91,580 đồng**, tương ứng với mức tăng **10.3%** so với thị giá hiện tại.

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu MSN.

Chúng tôi điều chỉnh giảm định giá MCH do điều chỉnh dự phóng trong bối cảnh kết quả 6 tháng kém hơn kỳ vọng, và tăng định giá đối với tỷ lệ sở hữu tại Techcombank nhờ nâng mặt bằng định giá P/B ngành ngân hàng phù hợp với thị trường và phản ánh phần định giá tăng thêm khi niêm yết TCBS.

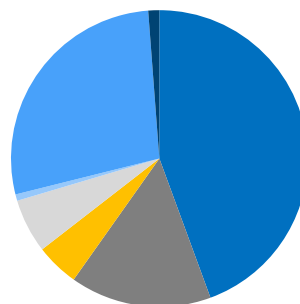
Định giá theo SOTP:

Định giá SOTP				
Đơn vị: Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị doanh nghiệp	Tỷ lệ sở hữu của MSN	Đóng góp vào MSN
MCH	EV/EBITDA 16x và FCFF (tỷ trọng 50%/50%)	147,910 (135,712 / 160,107)	66.00%	97,621
WCM	P/S, 1x	37,388	85.40%	31,929
MML	EV/EBITDA, 13x	10,361	94.30%	9,770
MHT	EV/EBITDA, 10x	12,900	94.90%	12,242
PLH	P/S, 1x	1,720	85.00%	1,462
Techcombank	P/B 1.8x, RI	291,013	19.80%	57,621
Khác (Vissan, Cholimex)	Giá trị ghi sổ		32.8%/24.9%	2,485
Tổng				213,130
(+) Tiền và tương đương tiền				11,448
(-) Nợ vay				60,741
(-) Lợi ích CĐTS				9,168
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ CP)*				1.52
Chiết khấu công ty đa ngành				10%
Giá mục tiêu (VND)				91,580

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

(*) Đã bao gồm 74.5 triệu cổ phiếu ưu đãi có quyền chuyển đổi

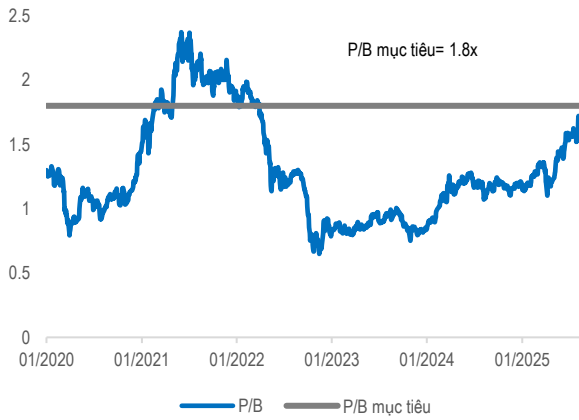
Tỷ trọng định giá MSN theo SOTP



■ MCH ■ WCM ■ MML ■ MHT ■ PLH ■ Techcombank ■ Khác (Vissan, Cholimex)

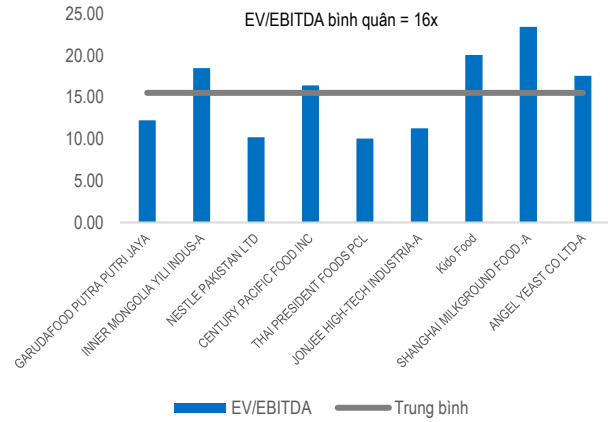
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lịch sử P/B của Techcombank



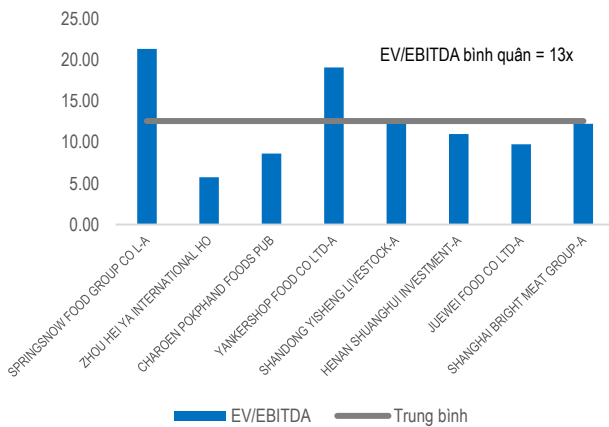
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tổng kê EV/EBITDA các DN cùng ngành với MCH



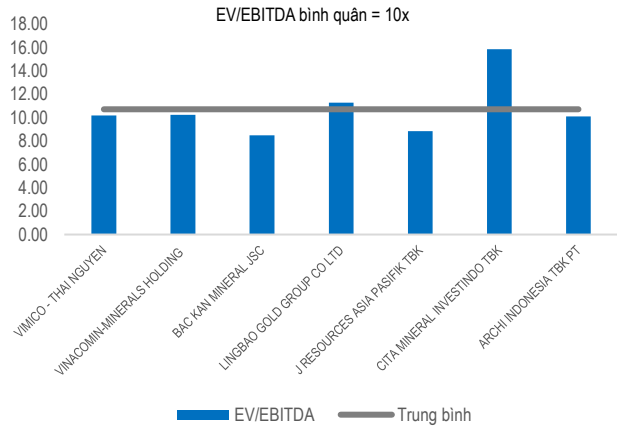
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tổng kê EV/EBITDA các DN cùng ngành với MML



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tổng kê EV/EBITDA các DN cùng ngành với MHT



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Định giá theo FCFF đối với MCH:

Khi định giá MCH theo phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng những giả định sau:

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	7.43%
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.10%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.35%
Beta*	0.56
Chi phí nợ sau thuế (%)	2.66%
Chi phí sử dụng vốn (%)	7.78%
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.07
Giá trị nợ vay (tỷ đồng)	9,244

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

*Giá trị beta là được tính dựa trên dữ liệu 5 năm, tương quan giữa biến động giá cổ phiếu MCH so với VNINDEX

Mô hình định giá FCFF của MCH					
(Đơn vị: tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	7,866	8,619	9,354	10,180	11,181
(Cộng) Chi phí không bằng tiền	595	619	648	673	700
(Cộng) Lãi vay sau thuế	260	319	349	390	429
(Trừ) Vốn đầu tư	592	482	581	479	534
(Trừ) Thay đổi vốn lưu động	541	-93	-72	-433	73
Dòng tiền tự do (FCFF)	7,587	9,168	9,842	11,196	11,702
Tỷ lệ chiết khấu	0.98	0.91	0.85	0.79	0.73
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7,401	8,324	8,319	8,809	8,570
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)	0.00%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	115,416				
Giá trị doanh nghiệp	160,107				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro cầu tiêu thụ yếu gây ảnh hưởng đến lĩnh vực bán lẻ - tiêu dùng

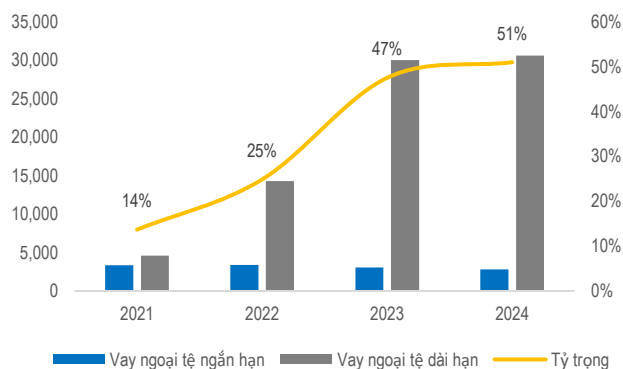
Với thị trường nội địa là thị trường tiêu thụ chính chiếm hơn 80% doanh thu của cả tập đoàn, rủi ro cầu tiêu thụ yếu có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến Masan, một doanh nghiệp bán lẻ tiêu dùng lớn tại Việt Nam, với hệ sinh thái gồm WinCommerce, Masan Consumer và Masan MEATLife.

Khi sức mua suy giảm do suy thoái kinh tế, lạm phát cao hoặc thu nhập người dân bị ảnh hưởng, doanh thu tại các chuỗi bán lẻ của Masan có thể sụt giảm, đặc biệt ở các mặt hàng không thiết yếu như thực phẩm chế biến sẵn, đồ uống và hàng tiêu dùng nhanh. Ngoài ra, việc mở rộng hệ thống bán lẻ hoặc đầu tư vào các danh mục sản phẩm mới cũng có thể gặp khó khăn trong điều kiện thị trường kém thuận lợi.

Rủi ro tỷ giá và lãi suất

Rủi ro tỷ giá của Masan nằm ở nguồn vay nợ bằng ngoại tệ và nguyên vật liệu nhập khẩu. Do đó, những biến động về tỷ giá và lãi suất có thể làm gia tăng chi phí tài chính và chi phí giá vốn, gây ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

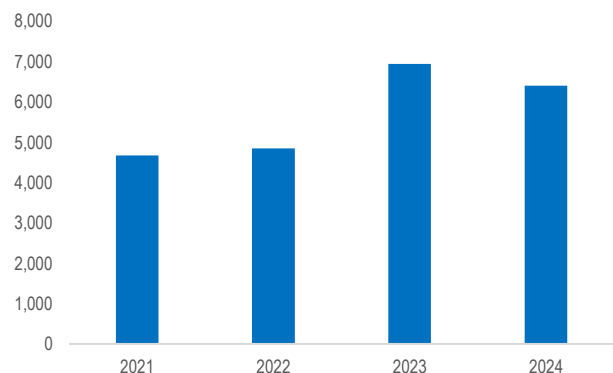
Thông kê nợ bằng ngoại tệ (tỷ đồng, trái) và tỷ trọng* (phải)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

*Tỷ trọng được tính trên tổng nợ vay ngắn và dài hạn

Chi phí lãi vay (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro nguyên vật liệu

Thức ăn chăn nuôi, nguyên liệu thực phẩm, bao bì đóng gói là những nguyên liệu đầu vào trong quá trình sản xuất tại các công ty thành viên của Masan.

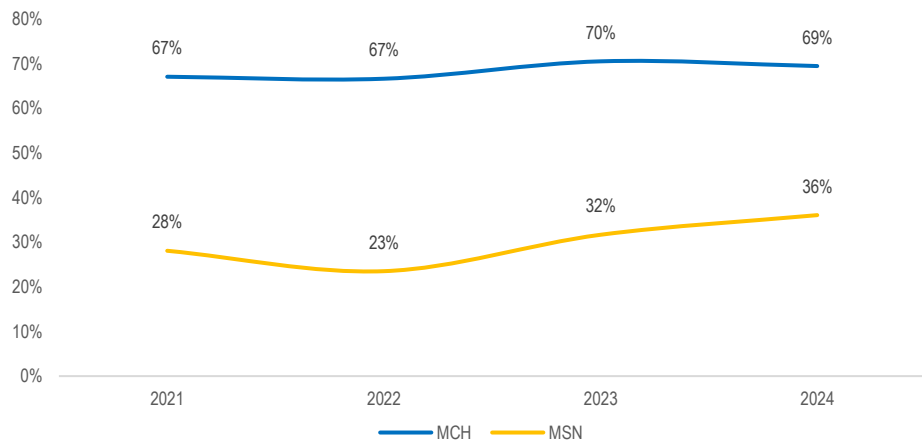
Đối với một doanh nghiệp chế biến và sản xuất thực phẩm, đồ uống như Masan Consumer, nguyên liệu sản xuất chính là nguyên liệu thực phẩm và bao bì đóng gói, và việc đảm bảo cung ứng đầy đủ các NVL này đóng vai trò cốt lõi trong kinh doanh. Các nguyên liệu chính bao gồm bột mì, dầu ăn, cà phê, đường, nước mắm cốt, hương liệu và gia vị...; các bao bì đóng gói như chai nhựa, chai thủy tinh, thùng carton, nhãn giấy... Trong đó, chi phí NVL nhập khẩu chiếm khoảng 60-70% tổng chi phí nguyên vật liệu. Những biến động về giá cả do ảnh hưởng của ví mô thể giới như đứt gãy chuỗi cung ứng hay chiến tranh thương mại có thể đẩy giá cả lên cao và làm co hẹp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. MCH cho biết họ chủ động quản trị rủi ro này bằng cách mua nguyên liệu từ nhiều nhà cung cấp khác nhau và tránh lệ thuộc vào một đơn vị cung cấp duy nhất; đồng thời có chính sách mua trước NVL từ 3-6 tháng cũng như sử dụng các hợp đồng kỳ hạn để phòng ngừa những biến động về giá.

Rủi ro cạnh tranh

Masan Consumer cạnh tranh chủ yếu nhờ vào các yếu tố như thương hiệu, giá cả, hệ thống phân phối và danh mục sản phẩm đa dạng. Thị trường thực phẩm và đồ uống là nơi áp lực cạnh tranh diễn ra vô cùng khốc liệt, không chỉ với các thương hiệu Việt mà còn các nhãn hàng nhập khẩu. Một số thương hiệu cạnh tranh nổi bật của Masan trong các phân khúc là 584 Nha Trang hay Khải Hoàn trong mảng nước mắm, Maggi (Nestle) hay Nam Dương trong các sản phẩm nước tương. Trong mảng mì ăn liền, Omachi và Kokomi của Masan phải đấu với những tên tuổi sừng sỏ như Acecook (Hảo Hảo) hay Asia Foods (Gấu Đỏ), vốn đều có thị phần vững chắc và lợi thế về mạng lưới phân phối. Ngoài ra, xu hướng tiêu dùng đang dịch chuyển dần sang các sản phẩm có lợi cho sức khỏe, đòi hỏi Masan phải liên tục cải tiến công thức, nâng cấp thương hiệu để có thể duy trì và mở rộng thị phần.

Do sức ép tranh giành thị phần lớn, chi tiêu cho quảng cáo và khuyến mãi (A&P) là một cấu phần quan trọng trong chi phí bán hàng. Tỷ lệ này dao động quanh mức 70% ở MCH và khoảng 30-40% trên quy mô tập đoàn MSN. Ngoài ra, khi có nhiều đối thủ cạnh tranh trong một phân khúc sản phẩm thì việc đánh vào giá cả để chiếm lĩnh thị phần hoàn toàn có thể xảy ra, tuy có lợi cho người tiêu dùng nhưng lại bào mòn giá bán và lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất trong ngành.

Chi tiêu cho Quảng cáo và khuyến mãi (A&P) trên chi phí bán hàng



Nguồn: Dữ liệu công ty Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

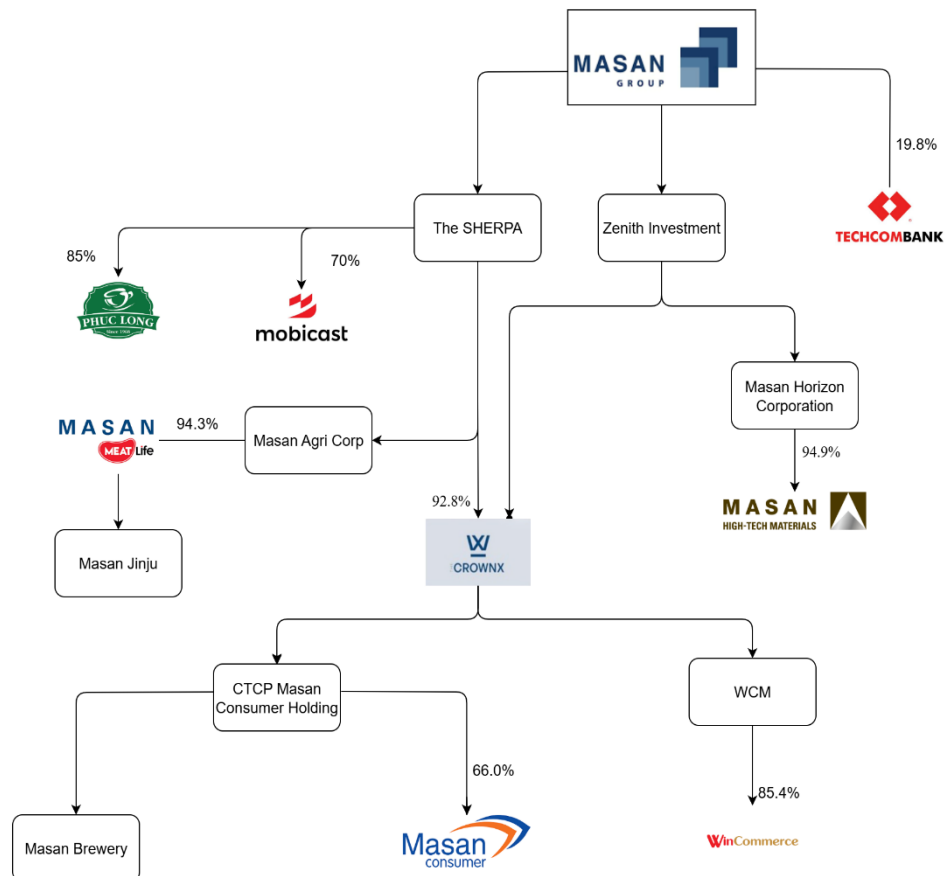
1. Lịch sử hình thành và phát triển

Ra đời từ năm 2004 với tên gọi Công ty Cổ phần Hàng Hải Masan, tập đoàn đã trải qua nhiều giai đoạn chuyển mình mạnh mẽ để trở thành một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân hàng đầu Việt Nam như hiện nay. Quá trình tái cấu trúc và đổi mới liên tục đã đưa Masan Group từ một công ty hàng hải nhỏ bé vươn lên trở thành một đế chế kinh doanh đa ngành. Dấu mốc quan trọng là việc niêm yết thành công trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh vào năm 2009, mở ra một chương mới trong hành trình phát triển của tập đoàn. Đến tháng 7 năm 2015, công ty cũng đã chính thức đổi tên thành Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan.

Từ một công ty hàng tiêu dùng, nơi mà các sản phẩm FMCG từng được xem như “những con gà đẻ trứng vàng”, Masan đã chuyển đổi trở thành nền tảng “Consumer of Things” – Kết nối vạn nhu cầu. Với định hướng như vậy, Masan không ngừng mở rộng các mảnh ghép trong hệ sinh thái tiêu dùng, bao gồm các công ty thành viên và công ty liên kết hoạt động trong các lĩnh vực bao gồm bán lẻ hàng tiêu dùng (WinCommerce), FMCG có thương hiệu bao gồm thực phẩm và đồ uống đóng gói, sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình (Masan Consumer Holdings), thịt có thương hiệu và sản phẩm tươi sống (Masan MEATLife), bán lẻ thực phẩm và đồ uống (Phúc Long Heritage)...

Các lĩnh vực kinh doanh khác bao gồm công ty liên kết là Ngân hàng Techcombank và công ty thành viên Masan High-Tech Materials, một trong những nhà chế biến sản phẩm vonfram cận sâu và nguyên liệu chiến lược phục vụ sản xuất công nghiệp lớn nhất thế giới.

Sơ đồ cấu trúc tập đoàn Masan (Cập nhật Q2/2025)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam
(Tỷ lệ sở hữu trong sơ đồ là tỷ lệ lợi ích của của MSN tại các công ty)

2. Sơ lược về các mảng kinh doanh

The CrownX là nền tảng tiêu dùng bán lẻ hợp nhất lợi ích của Tập đoàn Masan tại Masan Consumer Holdings và WinCommerce.

Masan Consumer Holdings (MCH, UPCOM)

Masan Consumer Holdings (MCH) là một công ty về hàng tiêu dùng, chuyên sản xuất và phân phối nhiều loại sản phẩm thực phẩm và đồ uống, bao gồm nước tương, nước chấm, tương ớt, hạt nêm, mì ăn liền ... Những thương hiệu chủ chốt của MCH bao gồm Chinsu, Nam Ngư, Tam Thái Tử, Omachi, Kokomi, Vinacafef... và cả sản phẩm của ngành hàng chăm sóc cá nhân & gia đình như bột giặt Net, Chante, sữa tắm La’Petal...

WinCommerce

WinCommerce (WCM) hiện là hệ thống bán lẻ hiện đại lớn nhất Việt Nam với hơn 4,000 siêu thị WinMart và cửa hàng tiện lợi WinMart+/WIN, trải rộng khắp 62 tỉnh thành. Với đa dạng các mô hình cửa hàng, WinCommerce đáp ứng nhu cầu mua sắm của mọi đối tượng khách hàng. Đây là chuỗi bán lẻ mà Masan mua lại từ Vingroup vào năm 2020 thông qua hình thức hoán đổi cổ phần, sau đó tiến hành tái cấu trúc và tái định vị thương hiệu thành WinCommerce.

Masan MEATLife (MML, UPCOM)

Masan MEATLife (MML) chuyên cung cấp các sản phẩm thịt chất lượng cao, có thể truy xuất nguồn gốc rõ ràng. Với thương hiệu thịt ủ mát MEATDeli ra mắt năm 2018, công ty đặt mục tiêu mang đến cho người tiêu dùng những sản phẩm tươi ngon, an toàn và đa dạng. Nhờ việc kết hợp chuỗi cung ứng khép kín từ trang trại đến bàn ăn, Masan MEATLife đảm bảo chất lượng sản phẩm từ khâu chọn giống đến chế biến.

Tiền thân của MML là CTCP Masan Nutri-Science, được thành lập vào 2011. Đến 2021, Masan MEATLife chuyển giao mảng thức ăn chăn nuôi và hợp tác chiến lược với công ty TNHH De Heus, theo đó De Heus sẽ tiếp quản mảng thức ăn chăn nuôi và phụ trách cung ứng đến 70% nhu cầu thức ăn chăn nuôi cho trang trại của MML đến 2026. Hiện tại, MML sở hữu hai tổ hợp chế biến tại Hà Nam và Long An với tổng công suất chế biến 2.8 triệu con heo/năm (tương đương hơn 300 nghìn tấn thịt thành phẩm), với hai mảng kinh doanh chính là trang trại và thịt.

Masan High-Tech Materials (MSR, UPCOM)

Masan High-Tech Materials (MHT) là nhà cung cấp vật liệu vonfram công nghệ cao, vốn được sử dụng trong các ngành công nghiệp trọng điểm như điện tử, ô tô, hàng không vũ trụ và năng lượng. Bên cạnh các cơ sở sản xuất hiện đại tại Việt Nam, Đức, Canada và Trung Quốc, công ty còn sở hữu mỏ đa kim Núi Pháo và nhà máy chế biến hiện đại tại Thái Nguyên. MHT hiện nắm giữ khoảng 1/3 thị phần vonfram toàn cầu ngoài Trung Quốc. Tuy nhiên, MHT không phải là cốt lõi trong chiến lược tập trung vào mảng kinh doanh tiêu dùng, cho nên chiến lược hiện tại là tối ưu hóa hoạt động và giảm dần tỷ trọng trong ngành.

Phúc Long Heritage (PLH)

Tháng 5/2021, Masan thiết lập quan hệ đối tác chiến lược với Công ty Cổ phần Phúc Long Heritage (PLH) để phát triển chuỗi Kiosk Phúc Long trong mạng lưới WinMart+ trên toàn quốc. Ban đầu Masan Group mua 20% cổ phần của PLH, sau đó đã tăng lên 51% vào tháng 1/2022 và 85% vào tháng 8/2022. Tại thời điểm cuối năm 2024, PLH có 184 cửa hàng (bao gồm cửa hàng flagship và mini) hoạt động ngoài hệ thống WCM, và đây là 2 kênh phân phối offline chính bên cạnh kênh phân phối online như thông qua các ứng dụng giao hàng hay trên website PLH.

Lợi ích liên kết tại Techcombank (TCB, HOSE)

Ngoài ra, MSN còn sở hữu lợi ích tại ngân hàng Techcombank với tỷ lệ 19.8%, bên cạnh một số công ty liên kết khác. Techcombank là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất Việt Nam giữ vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực cho vay bất động sản, thu nhập từ phí dịch vụ qua các sản phẩm bảo hiểm bancassurance, giao dịch qua thẻ tín dụng visa và debit, và dịch vụ quản lý tài sản. Techcombank đang tiếp tục đầu tư vào mô hình công nghệ và thu hút được số lượng lớn khách hàng lớn trải nghiệm dịch vụ ngân hàng điện tử.

Danh sách các công ty liên kết chủ yếu (đến 30/06/2025)

Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu
Techcombank	Ngân hàng	19.8%
Cholimex	Sản xuất và kinh doanh gia vị	32.8%
Vissan	Sản xuất thực phẩm và bán lẻ	24.9%

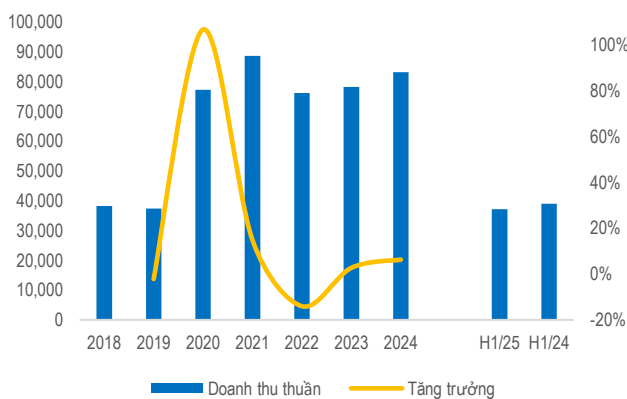
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Doanh thu duy trì tốc độ tăng trưởng tốt, NPAT và NPATMI hồi phục mạnh mẽ trong năm 2024

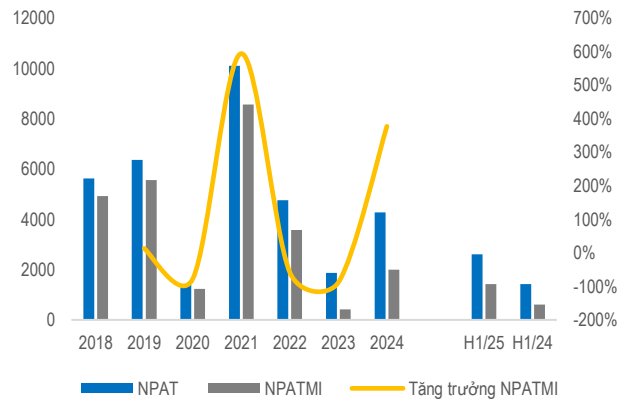
MSN duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần khá tốt trong giai đoạn 2018-2024 với CAGR đạt hai chữ số. Doanh thu 2022 giảm 14% do chuyển giao mảng thức ăn chăn nuôi của MML từ cuối năm 2021, hiệu ứng tích trữ hàng tiêu dùng trong dịch COVID năm 2021 tạo ra mức nền so sánh cao, kết hợp với tâm lý thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng năm 2022. Trong năm 2023, doanh thu bắt đầu tăng trưởng trở lại nhờ nhu cầu tiêu dùng ổn định hơn với các sản phẩm tiêu dùng thiết yếu trong gia đình do MCH và MML cung cấp, kết hợp với sự đóng góp tăng thêm từ WinCommerce. Cuối năm 2024, MSN báo cáo doanh thu 83,178 tỷ đồng (+6.3% YoY), trong đó trọng tâm bán lẻ tiêu dùng đều ghi nhận tăng trưởng tích cực với doanh thu MCH và VCM tăng lần lượt 6.5% và 9.4%, đồng thời MML và WCM bắt đầu ghi nhận NPAT dương kể từ Q3/2024. DT từ Phúc Long cũng tăng 5.6% YoY, chủ yếu đến từ 33 cửa hàng được mở mới và cải tiến thành công.

Sau khi đạt đỉnh vào năm 2021, cả NPAT và NPATMI của Masan đều giảm trong 2 năm sau đó, chủ yếu do ảnh hưởng từ nhu cầu thị trường suy giảm vì áp lực thắt chặt chi tiêu trong bối cảnh lo ngại về suy thoái kinh tế, cộng với mức nền so sánh cao trong năm 2021 khi người tiêu dùng tăng tích trữ trong dịch đã khiến lợi nhuận khó có thể tăng trưởng sau đó. Tuy nhiên, hai chỉ tiêu này đã tăng trở lại trong năm 2024 với mức tăng 129% YoY và 377% YoY.

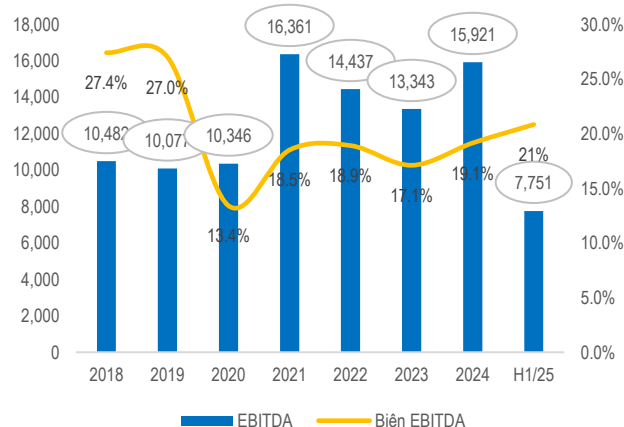
Bước sang H1/25, MSN ghi nhận DT thuần 37,212 tỷ đồng, giảm so với cùng kỳ do không còn ghi nhận doanh thu từ H.C.Starck. Nếu loại bỏ ảnh hưởng từ việc này thì Doanh thu (Like-for-like) tăng trưởng 7.1%. NPAT và NPATMI tăng mạnh với tốc độ 82.6% và 134.9% YoY.

Tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2018-2025 (tỷ đồng)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

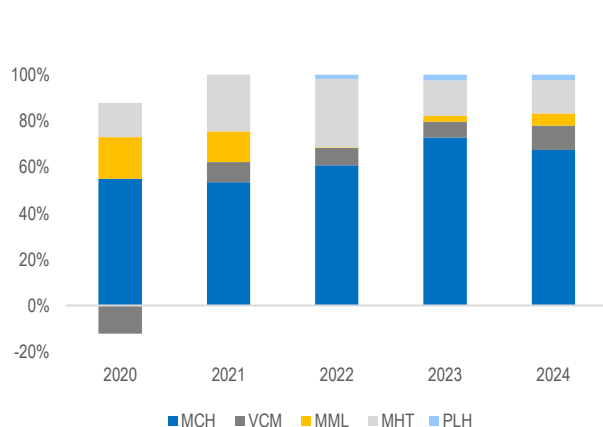
Tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2018-2025 (tỷ đồng)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng EBITDA giai đoạn 2018-2025 (tỷ đồng)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

*EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao để bao gồm phần thu nhập từ Techcombank

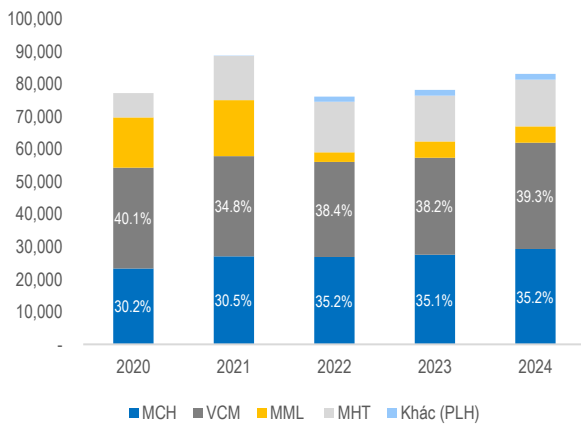
Cấu phần EBITDA (%)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

4. Màng bán lẻ tiêu dùng là trụ cột với The CrownX đóng góp hơn 2/3 cơ cấu doanh thu

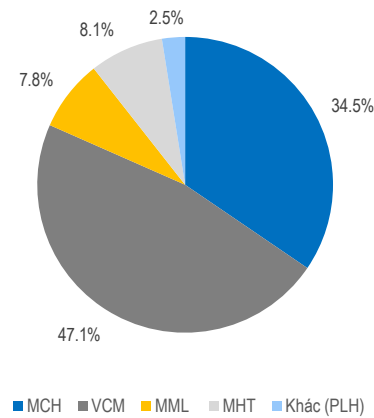
Doanh thu của MSN chủ yếu đến từ The CrownX (MCH và VCM) với tổng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu dao động từ 65-75% trong giai đoạn 2020-2024 (tỷ trọng doanh thu năm 2024 của 2 doanh nghiệp này lần lượt là 35% và 39%). Đóng góp của MHT dao động từ 15%-20% cơ cấu doanh thu, trong khi đó đóng góp của MML đang có xu hướng giảm dần (từ 20.1% năm 2020 xuống còn 6.0% năm 2024), do MML đã thoái màng thức ăn chăn nuôi vào cuối năm 2021 khiến doanh thu sụt giảm. Những con số này cũng cho thấy tập đoàn đang đi theo đúng trọng tâm chiến lược, chính là tập trung vào màng bán lẻ và định hướng mục tiêu phát triển xoay quanh hệ sinh thái tiêu dùng.

Cơ cấu doanh thu theo bộ phận kinh doanh (tỷ đồng)



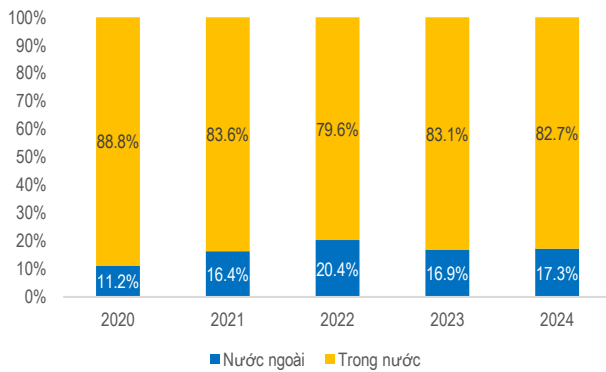
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam
(*) Đã loại trừ đi giao dịch nội bộ trong phạm vi tập đoàn

Tỷ trọng doanh thu theo bộ phận kinh doanh năm H1/2025 (%)



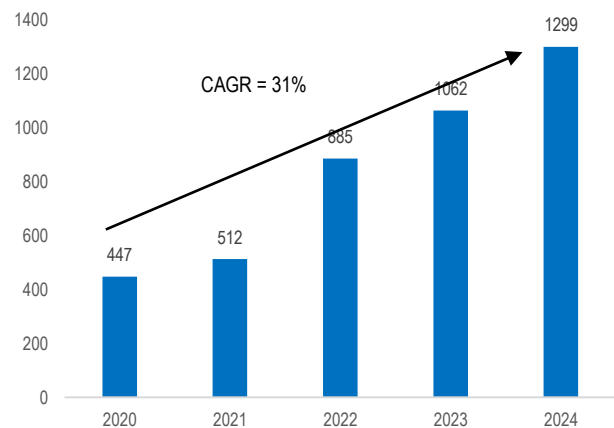
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam
(*) Đã loại trừ đi giao dịch nội bộ trong phạm vi tập đoàn

Doanh thu theo khu vực địa lý (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu xuất khẩu của MCH (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

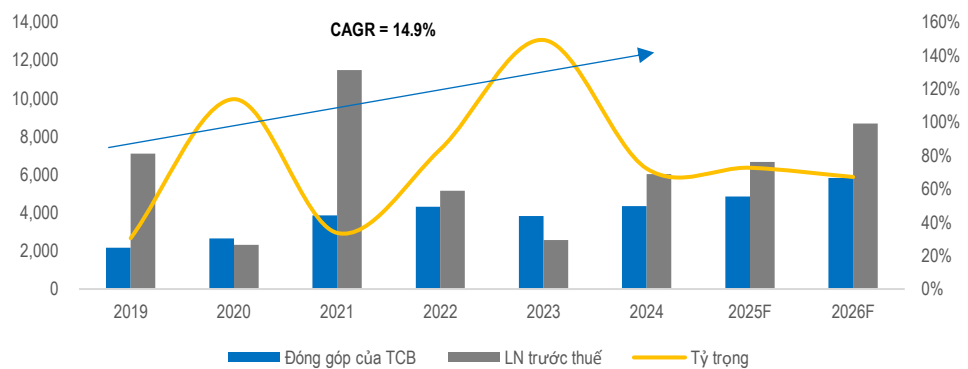
Thị trường nội địa là thị trường chủ lực với tỷ trọng chiếm hơn 80% trong cơ cấu doanh thu. Doanh thu nước ngoài chủ yếu là doanh thu xuất khẩu của MCH và doanh thu bán hàng ra các nước của MHT. Đáng chú ý, doanh thu xuất khẩu của MCH đang tăng trưởng với tốc độ nhanh chóng, điều này nhất quán với chiến lược "Go Global" với mục tiêu đạt 10-20% doanh thu từ thị trường toàn cầu thông qua việc đẩy mạnh đưa các thương hiệu Việt ra thế giới, cũng được BLĐ xác định là động lực tăng trưởng chính cho MCH trong ngắn và trung hạn. Tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu xuất khẩu MCH là 31% trong giai đoạn 2020-2024.

5. Đóng góp từ Techcombank tăng trưởng với CAGR 14.9% trong giai đoạn 2019-2024

Với tỷ lệ lợi ích 19.8% tại Techcombank, nguồn thu từ ngân hàng này đóng vai trò rất quan trọng trong lợi nhuận của Masan. Lợi nhuận MSN thu về từ khoản đầu tư vào TCB đạt tốc độ tăng trưởng kép CAGR là 14.9% trong giai đoạn 2019-2024.

Tuy Q4/2024, đóng góp của Techcombank vào EBITDA của MSN là 732 tỷ đồng, giảm -21% YoY do ghi nhận chi phí một lần từ việc chấm dứt hợp đồng với Manulife, cả năm 2024 khoản đầu tư vào TCB vẫn mang lại cho MSN 4,348 tỷ đồng lợi nhuận (+13.6% YoY).

Phần lợi nhuận đóng góp từ Techcombank được dự báo đạt lần lượt 4,846 tỷ đồng và 5,831 tỷ đồng trong 2 năm 2025 và 2026 (tương ứng lợi nhuận dự phóng của ngân hàng này đạt 24,474 tỷ đồng và 29,447 tỷ đồng).

Đóng góp từ TCB (tỷ đồng) và tỷ trọng so với LN trước thuế (%)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

6. Mô hình hệ thống phân phối với độ phủ sóng cao

Masan phân phối các sản phẩm của mình thông qua chiến lược tích hợp O2O (Offline-to-online). Trong đó hệ thống Offline bao gồm các cửa hàng và siêu thị. Tính tới Quý 2/2025, hệ thống phân phối chạm mốc 4,146 cửa hàng trên toàn quốc. Trong năm 2024, Masan tiến hành cải tạo lại các cửa hàng cho phù hợp với nhu cầu địa phương, mô hình cửa hàng tại khu vực nông thôn có chi phí cố định (CAPEX) và chi phí vận hành (OPEX) thấp hơn, giúp tiết kiệm chi phí cho người tiêu dùng, đồng thời cải thiện mức tăng trưởng doanh thu của cửa hàng. Mục tiêu MSN hướng tới là nhân rộng 8,000 cửa hàng với độ phủ sóng rộng rãi trên khắp cả nước.

Mô hình Minimart (WMP)**Mô hình siêu thị (WMT)**

	WiN (thành thị)	WinMart+ (thành thị)	WinMart+ (nông thôn)	Tiêu chuẩn	Cao cấp
Số lượng (cuối Q2/2025)	759	1,684	1,574	129	
Khu vực	Thành thị	Thành thị + Ngoại ô	Ngoại ô + nông thôn	Khu vực đông đúc ở thành thị	Khu vực chọn lọc ở thành thị

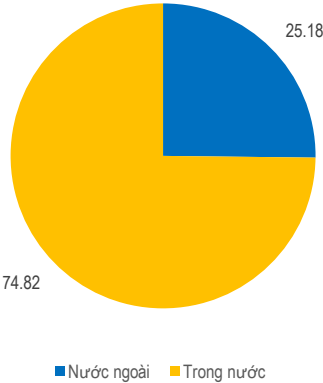


Định vị	Điểm đến “tất cả trong một” phục vụ mọi nhu cầu thiết yếu hằng ngày, phục vụ 80% chi tiêu tiêu dùng	Phục vụ nhu yếu phẩm cho người dân thành thị	Phục vụ nhu yếu phẩm cho người dân ở nông thôn, với một số hàng hóa tươi sống	Không gian mua sắm rộng rãi, thư thái	Trải nghiệm mua sắm đa tiện ích cho đối tượng khách hàng có thu nhập trung bình và cao
Diện tích (m2)	150 - 200	80 - 120	100	1,500 – 2,000	<1,000
Biên EBITDA của hàng (Q2/2025)	5.8%	6.2%	8.0%	5.5%	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

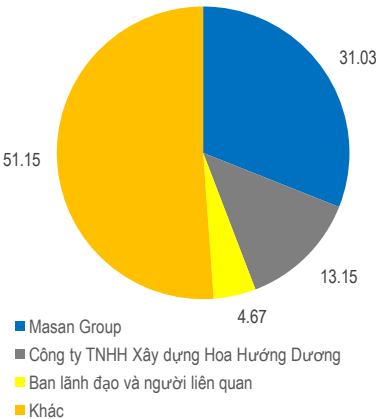
7. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 27/08/2025



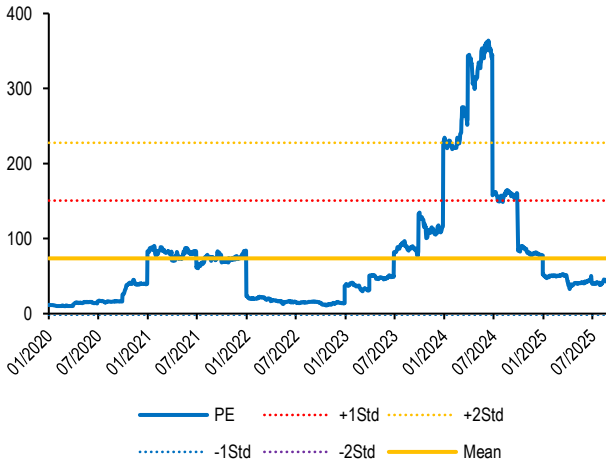
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 27/08/2025



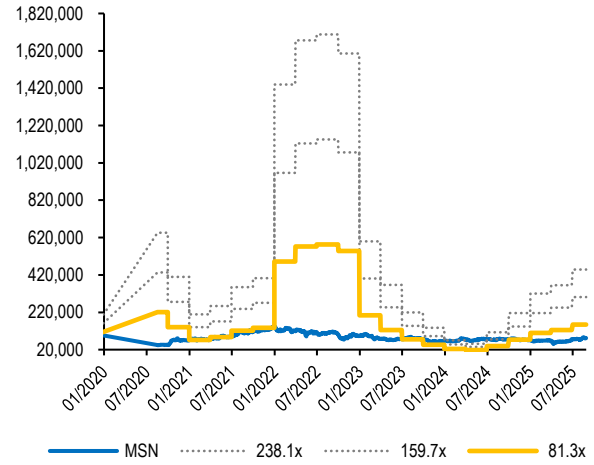
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của MSN



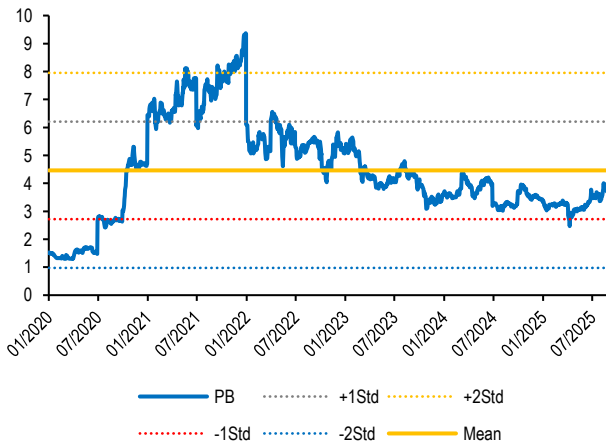
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER band của MSN



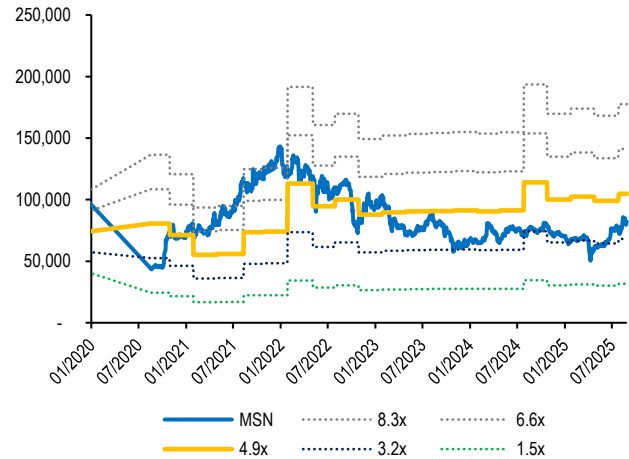
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của MSN



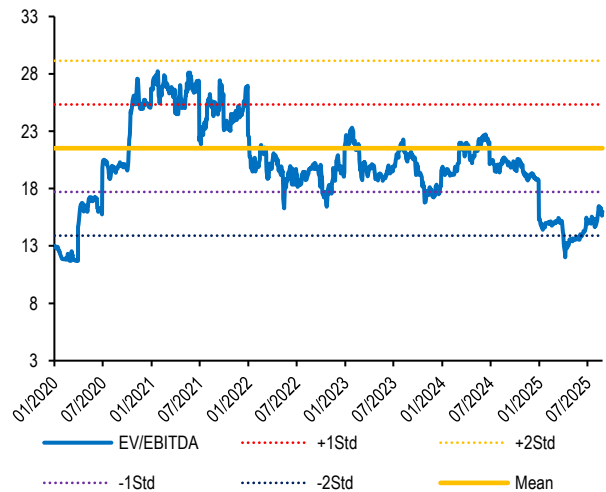
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của MSN



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của MSN



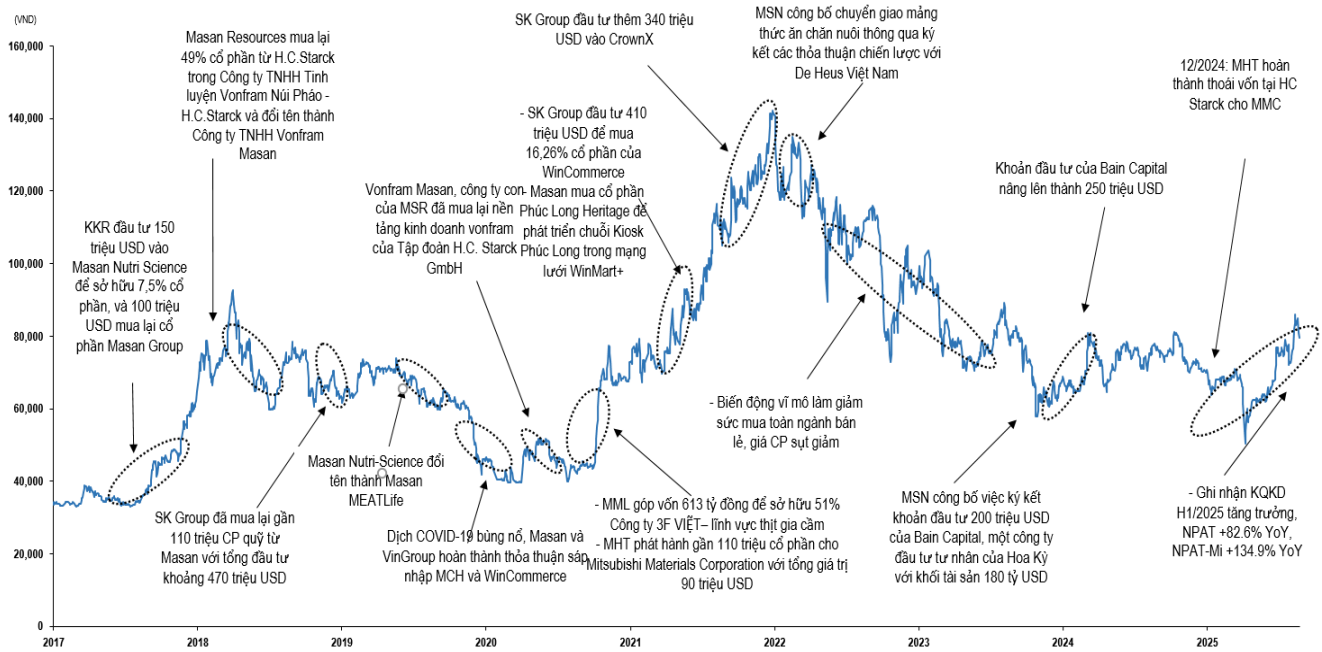
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan giá cổ phiếu (VND) và Tỷ lệ lạm phát của Việt Nam (% YoY)



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của MSN



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	141,343	147,383	147,585	143,293	151,324
Tài sản ngắn hạn	47,675	43,763	53,570	45,490	44,652
Tiền và tương đương tiền	13,853	10,125	18,618	18,135	12,985
Đầu tư TC ngắn hạn	3,659	6,795	608	3,485	2,662
Các khoản phải thu	13,930	11,985	21,865	11,500	14,369
Hàng tồn kho	14,445	13,175	10,787	10,647	12,766
Tài sản ngắn hạn khác	1,788	1,683	1,692	1,723	1,870
Tài sản dài hạn	93,668	103,620	94,015	97,803	106,672
Tài sản cố định	43,535	42,886	37,050	36,612	36,153
Chi phí xây dựng cơ bản	3,325	3,127	1,671	1,763	1,897
Tài sản dài hạn khác	50,133	60,734	56,965	61,191	70,519
Tổng nợ	104,706	109,146	106,832	97,969	100,264
Nợ ngắn hạn	65,321	50,423	58,712	52,411	59,662
Khoản phải trả	7,489	6,318	7,171	5,901	7,228
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	40,567	28,030	26,724	26,549	30,143
Khác	17,265	16,075	24,817	19,961	22,291
Nợ dài hạn	39,385	58,724	48,120	45,558	40,602
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	30,426	41,542	38,825	36,263	31,307
Khác	8,959	17,182	9,295	9,295	9,295
Vốn chủ sở hữu	36,637	38,237	40,752	45,324	51,060
Vốn góp chủ sở hữu	14,237	14,308	15,129	15,205	15,205
Quỹ đầu tư phát triển	8,723	8,723	14,165	14,164	14,164
Vốn khác	2,295	3,408	2,131	3,855	6,395
Lợi nhuận giữ lại	11,382	11,798	9,327	12,100	15,296
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	10,484	11,678	10,510	12,233	14,773
*Nợ vay	70,993	69,572	65,549	62,812	61,450
*Nợ ròng (tiền)	53,481	52,652	46,323	41,192	45,803

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	(3,789)	500	9,524	4,601	(1,173)
Lợi nhuận ròng	5,147	2,563	6,025	6,887	8,979
Khấu hao TSCĐ	4,407	4,007	4,133	3,333	3,492
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(5,849)	(5,870)	(7,067)	(6,857)	(7,825)
Thay đổi vốn lưu động	(3,745)	1,512	2,334	5,091	(4,580)
Thay đổi khác	(3,749)	(1,712)	4,099	(3,853)	(1,239)
Tiền từ HĐ đầu tư	(26,447)	(7,825)	(10,693)	(1,684)	(1,527)
Thay đổi tài sản cố định	(4,141)	(2,212)	(3,064)	(2,984)	(3,165)
Thay đổi tài sản đầu tư	(6,586)	(8,130)	(8,328)	(648)	(291)
Khác	(15,720)	2,517	699	1,948	1,929
Tiền từ HĐ tài chính	21,797	3,546	9,672	(3,400)	(2,450)
Thay đổi vốn cổ phần	(40)	71	6,412	75	-
Tiền vay/(trả) nợ	23,104	3,734	4,995	(2,737)	(1,362)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(1,253)	(244)	(1,721)	(738)	(1,088)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(8,439)	(3,779)	8,503	(483)	(5,150)
Tổng tiền đầu năm	22,305	13,853	10,125	18,618	18,135
Thay đổi trong tỷ giá	(13)	51	(10)	-	-
Tổng tiền cuối năm	13,853	10,125	18,618	18,135	12,985

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

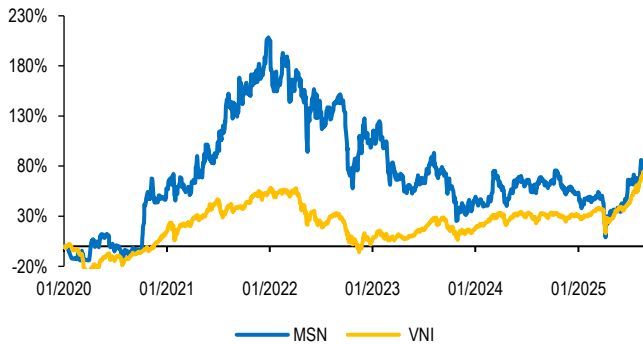
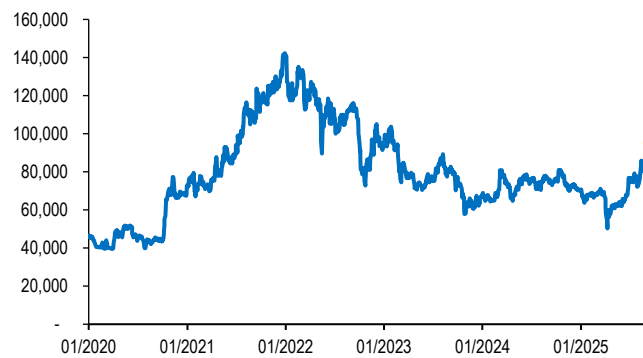
Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	76,189	78,252	83,178	82,019	89,470
Tăng trưởng (%)	-14.0	2.7	6.3	-1.4	9.1
Giá vốn hàng bán	(55,154)	(56,131)	(58,522)	(56,724)	(61,358)
Lợi nhuận gộp	21,035	22,121	24,656	25,295	28,112
Biên lợi nhuận gộp (%)	27.6	28.3	29.6	30.8	31.4
Chi phí BH & QLDN	(16,366)	(17,942)	(18,482)	(18,126)	(19,773)
LN từ HĐKD	4,669	4,179	6,174	7,169	8,339
Tăng trưởng (%)	(25.7)	(10.5)	47.7	16.1	16.3
Biên LN từ HĐKD (%)	6.1	5.3	7.4	8.7	9.3
LN khác	478	(1,616)	(148)	(282)	640
Thu nhập tài chính	2,576	2,405	4,044	2,547	2,609
Chi phí tài chính	(6,362)	(8,130)	(7,900)	(7,578)	(7,528)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(4,848)	(6,946)	(6,405)	(6,281)	(6,145)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	4,264	4,109	3,708	4,749	5,559
LN TT	5,147	2,563	6,025	6,887	8,979
Thuế TNDN	(393)	(693)	(1,752)	(1,653)	(2,155)
NPAT	4,754	1,870	4,273	5,234	6,824
Tăng trưởng (%)	(52.9)	(60.7)	128.4	22.5	30.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.2	2.4	5.1	6.4	7.6
NPAT-Mi	3,567	419	1,999	2,773	3,196
Lợi ích CETS	1,187	1,451	2,274	2,461	3,628
LN trước thuế và lãi vay	9,995	9,509	12,430	13,168	15,124
Tăng trưởng (%)	(38.1)	(4.9)	30.7	5.9	14.9
Biên LN (%)	13.1	12.2	14.9	16.1	16.9
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	14,437	13,343	15,921	16,445	18,075
Tăng trưởng (%)	(25.9)	(7.6)	19.3	3.3	9.9
Biên LN (%)	18.9	17.1	19.1	20.1	20.2

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	2,511	294	1,345	1,919	2,212
BPS (đồng)	18,366	18,560	21,031	21,770	23,873
DPS (đồng)	800	0	0	0	0
PER (x)	37.0	227.9	51.9	47.7	41.4
PBR (x)	5.1	3.6	3.3	4.2	3.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	31.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Lãi cổ tức (%)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	18.9	17.1	19.1	20.1	20.2
Biên LN từ HĐKD (%)	6.1	5.3	7.4	8.7	9.3
Biên NPAT (%)	6.2	2.4	5.1	6.4	7.6
ROA (%)	3.4	1.3	2.9	3.7	4.5
ROE (%)	13.0	4.9	10.49	11.5	13.4
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	193.8	181.9	160.8	138.6	120.3
Nợ ròng/EBITDA (%)	3.7	3.9	2.9	2.5	2.5
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	26.8	33.6	32.7	41.3	26.2
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2.1	1.4	1.9	2.1	2.5
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	49.6	45.8	43.9	42.2	37.7
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	91.3	91.5	76.4	70.3	71.0
Số ngày khoản phải thu (ngày)	12.5	11.8	7.9	5.8	6.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (MSN VN)**Giá cổ phiếu****Giá mục tiêu**

Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
19/05/2025 (BC lần đầu)	MUA	83,000	16.1	2.3/65.0
29/08/2025 (BC cập nhật)	GIỮ	91,580	29.5	6.6/82.1

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam**Cổ phiếu**

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599