

# CTCP TẬP ĐOÀN MASAN

[ Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống ]

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

## MUA

Báo cáo Cập nhật

**Giá mục tiêu** (12 tháng) **VND 105,300**

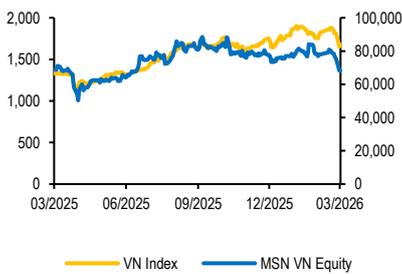
Giá hiện tại (11/03/26) VND 73,000

Suất sinh lời **44%**

VNINDEX	1,728
P/E thị trường	12.5
Vốn hóa (tỷ VND)	105,552
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,446
SLCP tự do giao dịch (triệu)	741
52 tuần cao/thấp (VND)	94,000/50,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	6.55
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	540
Sở hữu nước ngoài (%)	23.08

CTCP Masan	29.35
Cổ đông lớn (%)	
Công ty TNHH Xây dựng Hoa Hướng Dương	12.5

Biến động giá	<b>3T</b>	<b>6T</b>	<b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	-4.1	-11.0	6.0
Tỷ đối với VN-Index (%)	-5.8	-15.2	-23.8



Nguồn: Bloomberg

### Nhi Nguyen

(84-28) 6299-8000

nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

## Lợi nhuận bất phá

### Khuyến nghị MUA, cập nhật giá mục tiêu 105,300 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 lĩnh vực 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 MUA và nâng giá mục tiêu lên 105,300 đồng để phản ánh kỳ vọng (1) KQKD của MCH phục hồi trong Q4/2025 và dự báo ghi nhận tăng trưởng doanh thu hai chữ số trong 2026; (2) Giá volfram tăng cao do căng thẳng địa chính trị giúp hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận cho MHT; (3) WCM tiếp tục mở rộng mạng lưới với 1,000 cửa hàng dự kiến mở mới trong 2026, là động lực tăng trưởng doanh thu và đồng thời cải thiện biên lợi nhuận nhờ tối ưu hóa vận hành. Bên cạnh đó, MSN cũng là một cổ phiếu vốn hóa lớn được kỳ vọng hưởng lợi từ dòng vốn ngoại một khi Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi.

### Cập nhật KQKD Q4/2025 và FY2025

Doanh thu thuần Q4/2025 của Masan đạt 23,246 tỷ đồng (+2.4% YoY), vẫn cao hơn cùng kỳ dù không còn hợp nhất số liệu từ H.C.Starck (MHT đã thoái toàn bộ vốn tại H.C.Starck vào cuối năm 2024). Trên cơ sở so sánh tương đương, DT thuần Q4 tăng 10.6% YoY. Ngoại trừ MHT, tất cả các mảng kinh doanh đều ghi nhận tăng trưởng về doanh thu, trong đó đóng góp lớn nhất thuộc về WCM với doanh thu Q4 tăng mạnh 22.9% YoY. Doanh thu MCH cũng tăng trở lại sau hai quý liên tiếp sụt giảm dưới ảnh hưởng của việc (1) giảm tồn kho đại lý trước các quy định mới về hóa đơn và (2) quá trình triển khai hệ thống phân phối mới Retail Supreme.

Lũy kế FY2025, MSN ghi nhận DT thuần hợp nhất là 81,621 tỷ đồng (-1.9% YoY), tương ứng với mức tăng trưởng LFL là 8.7%. Tỷ lệ nợ ròng/EBITDA cuối năm 2025 vẫn duy trì ổn định ở mức 2.74 lần. LNST và LNST sau lợi ích CĐTS đều tăng mạnh, đạt tốc độ lần lượt là 58.3% YoY và 105.5% YoY.

### Dự phóng KQKD FY2026

Chúng tôi ước tính DT cả năm 2026 đạt 96,037 tỷ đồng (+17.7% YoY), LNST đạt 8,660 tỷ đồng (+28.0% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 5,521 tỷ đồng (+34.4% YoY). Chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng đến từ các mảng kinh doanh, cả mảng bán lẻ - tiêu dùng cốt lõi và không cốt lõi (MHT). Phần đóng góp từ ngân hàng TCB cũng được dự kiến tăng trưởng 16.9%, đạt 5,839 tỷ đồng.

**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	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>78,252</b>	<b>83,178</b>	<b>81,621</b>	<b>96,037</b>	<b>105,933</b>
LN HKKD (tỷ VND)	4,179	6,174	7,663	8,981	9,181
<b>LNST (tỷ VND)</b>	<b>1,870</b>	<b>4,273</b>	<b>6,764</b>	<b>8,660</b>	<b>9,966</b>
EPS (đồng)	294	1,345	2,710	3,839	4,367
BPS (đồng)	18,560	21,031	24,582	26,888	31,019
Biên LN HKKD (%)	5.3	7.4	9.4	9.4	8.7
Biên LNST (%)	2.4	5.1	8.3	9.0	9.4
<b>ROE (%)</b>	<b>4.9</b>	<b>10.49</b>	<b>15.0</b>	<b>16.6</b>	<b>16.5</b>
PER (x)	227.9	51.9	28.4	27.5	24.1
PBR (x)	3.6	3.3	3.3	3.9	3.4

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 Q4/25 và dự phóng

(Đơn vị: Nghìn tỷ)	Q4/2025	Q4/2024	Thay đổi	FY2025	Thay đổi	FY2026	Thay đổi
<b>Doanh thu thuần*</b>	<b>23,246</b>	<b>22,702</b>	<b>2.4%</b>	<b>81,621</b>	<b>-1.9%</b>	<b>96,037</b>	<b>17.7%</b>
<b>(DT thuần LFL**)</b>	<b>23,246</b>	<b>21,027</b>	<b>10.6%</b>	<b>81,621</b>	<b>8.7%</b>		
MCH	9,275	8,942	3.7%	30,557	-1.1%	33,920	11.0%
WCM	10,520	8,557	22.9%	38,979	18.3%	45,425	16.5%
MML	2,437	2,204	10.6%	9,230	20.7%	9,241	0.1%
MHT	2,395	3,868	-38.1%	7,443	-48.1%	12,281	65.0%
Khác (PLH)	518	417	24.2%	1,891	16.7%	2,216	17.2%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>7,255</b>	<b>7,062</b>	<b>2.7%</b>	<b>25,581</b>	<b>3.8%</b>	<b>30,205</b>	<b>18.1%</b>
MCH	4,208	4,176	0.8%	13,906	-3.5%	15,603	12.2%
WCM	2,606	2,269	14.9%	9,309	14.4%	11,304	21.4%
MML	715	616	16.1%	2,581	31.5%	2,501	-3.1%
MHT	515	381	35.2%	1,375	54.0%	2,714	97.4%
Khác (PLH)	344	282	22.0%	1,272	19.8%	1,386	9.0%
<b>Biên LN gộp</b>	<b>31.2%</b>	<b>31.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>31.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>31.5%</b>	<b>0.2%</b>
MCH	45.4%	46.7%	-2.8%	45.5%	-1.1%	46.0%	0.5%
WCM	24.8%	26.5%	-6.4%	23.9%	-0.8%	24.9%	1.0%
MML	29.3%	27.9%	5.0%	28.0%	2.4%	27.1%	-0.9%
MHT	21.5%	9.9%	117.2%	18.5%	12.3%	22.1%	3.6%
Khác (PLH)	66.4%	67.6%	-1.8%	67.3%	1.7%	62.5%	-4.8%
Doanh thu tài chính	321	1,968	-83.7%	2,094	-48.8%	2,066	-1.3%
Chi phí lãi vay	1,231	1,526	-19.3%	5,418	-15.4%	5,059	-6.6%
Chi phí bán hàng	3,808	3,605	5.6%	14,202	-2.5%	16,710	17.7%
Chi phí QLDN	906	906	0.0%	3,714	-5.2%	4,514	21.5%
<b>LNST</b>	<b>2,295</b>	<b>1,547</b>	<b>48.4%</b>	<b>6,764</b>	<b>58.3%</b>	<b>8,660</b>	<b>28.0%</b>
<b>LNST sau lợi ích</b>							
<b>CĐTS</b>	<b>1,474</b>	<b>691</b>	<b>113.3%</b>	<b>4,108</b>	<b>105.5%</b>	<b>5,521</b>	<b>34.4%</b>
<b>Biên LNST</b>	<b>9.9%</b>	<b>6.8%</b>	<b>3.1%</b>	<b>8.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>9.0%</b>	<b>0.7%</b>

(\*) Doanh thu của tập đoàn thấp hơn do loại trừ các giao dịch nội bộ

(\*\*) LFL: Số liệu được điều chỉnh sau khi loại trừ đóng góp từ H.C.Starck để phục vụ cho việc so sánh tương đương

Doanh thu thuần Q4 của Masan group đạt 23,246 tỷ đồng (+2.4% YoY), vẫn cao hơn cùng kỳ dù không còn hợp nhất số liệu từ H.C.Starck (MHT đã thoái toàn bộ vốn tại H.C.Starck vào năm 2024). Trên cơ sở so sánh tương đương (LFL), DT thuần Q4 đạt mức tăng trưởng 10.6% YoY. Ngoại trừ MHT, tất cả các mảng kinh doanh đều ghi nhận tăng trưởng, trong đó đóng góp lớn nhất thuộc về WCM với doanh thu Q4 tăng mạnh 22.9% YoY. Đáng chú ý, doanh thu MCH cũng tăng trở lại sau hai quý liên tiếp sụt giảm do (1) việc giảm tồn kho đại lý trước ảnh hưởng của quy định mới về hóa đơn và (2) quá trình triển khai hệ thống phân phối mới Retail Supreme. Chúng tôi cho rằng MCH sẽ quay lại đường đua tăng trưởng trong năm 2026 khi kênh truyền thống (GT) phục hồi và kênh hiện đại (MT) tiếp tục tăng tốc. Hiện tại tỷ trọng đóng góp của kênh MT vào doanh thu đang chiếm khoảng 20%.

Lũy kế FY2025, MSN ghi nhận DT hợp nhất là 81,621 tỷ đồng (-1.9% YoY), tương ứng với mức tăng trưởng LFL là 8.7%. Tỷ lệ nợ ròng/EBITDA cuối năm 2025 vẫn duy trì ổn định ở mức 2.74 lần. LNST và LNST sau lợi ích CĐTS đều tăng trưởng mạnh, lần lượt là 58.3% và 105.5% YoY. Các công ty thành viên ghi nhận LNST tăng mạnh bù đắp cho sự sụt giảm của MCH, đồng thời phần lợi nhuận đóng góp từ TCB cũng tăng mạnh lên 4,997 tỷ đồng (+14.9% YoY).

**Điểm qua các mảng kinh doanh:**

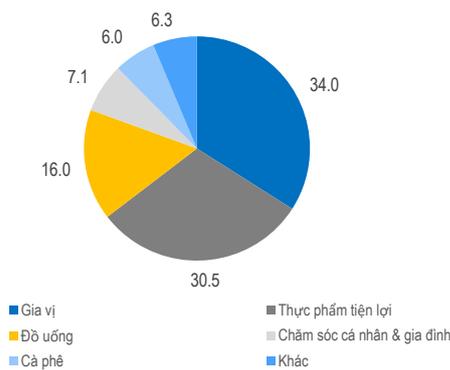
**1. Hàng tiêu dùng Masan (MCH – HOSE)**

Các ngành hàng ghi nhận diễn biến trái chiều trong doanh thu, trong khi gia vị và đồ uống có doanh thu sụt giảm thì các ngành hàng còn lại đều tăng trưởng so với 2024. Chăm sóc cá nhân và gia đình là ngành hàng có tốc độ tăng trưởng cao nhất (+14.3% YoY) nhờ sản phẩm Chante tăng trưởng mạnh và ra mắt nước giặt Homey từ tháng 12/2025.

Nổi bật là sự chuyển dịch trong cơ cấu kênh phân phối của MCH khi tỷ trọng đóng góp của kênh bán lẻ hiện đại (MT) và kênh thương mại điện tử ngày càng mở rộng. Doanh thu từ kênh MT và thương mại điện tử tăng lần lượt 22.6% YoY và 1.5 lần trong Q4/2025; 14.2% và 66.3% YoY trong FY2025.

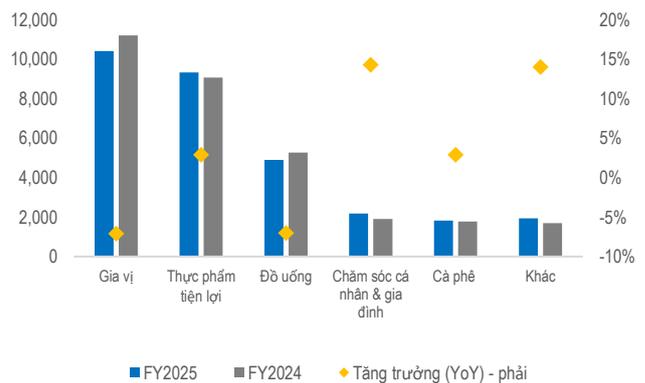
Biên LNG Q4/25 đạt 45.4% (giảm 1.3 điểm phần trăm YoY) do cơ cấu danh mục sản phẩm thay đổi, tuy nhiên biên LNST lại sụt giảm nhiều hơn (22.7%, giảm 3.8 điểm phần trăm YoY) do chi phí bán hàng tăng và đóng góp ít hơn từ doanh thu tài chính vì công ty đã chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ cao trong năm, khiến lãi tiền gửi giảm.

**Tỷ trọng doanh thu ngành hàng FY2025 (%)**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

**Diễn biến trái chiều giữa doanh thu các ngành hàng (tỷ đồng)**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

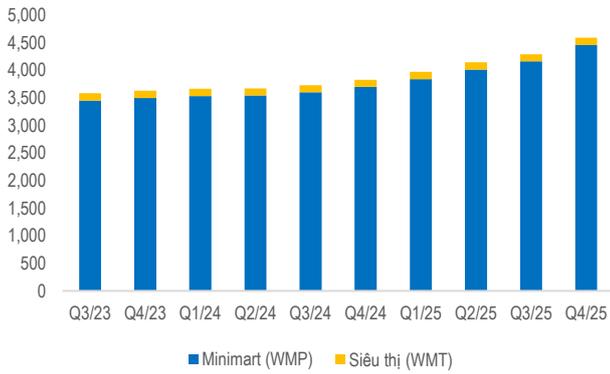
**2. Wincommerce**

Tại thời điểm cuối Quý 4, hệ thống cửa hàng của WCM chạm mốc 4,592, bao gồm 4,462 cửa hàng minimart và 130 siêu thị. Như vậy, cả năm thì Masan đã mở mới 764 cửa hàng, phần lớn tập trung ở khu vực miền Bắc và miền Trung, hoàn thành vượt mục tiêu mở mới trong kịch bản tích cực.

Doanh thu WCM tăng trưởng mạnh 22.9% YoY, đạt 10,520 tỷ đồng trong Q4, trong đó đóng góp từ hệ thống minimart là 7,526 tỷ đồng (+24.6% YoY), đóng góp từ các siêu thị lớn là 2,470 tỷ đồng (+9.5% YoY).

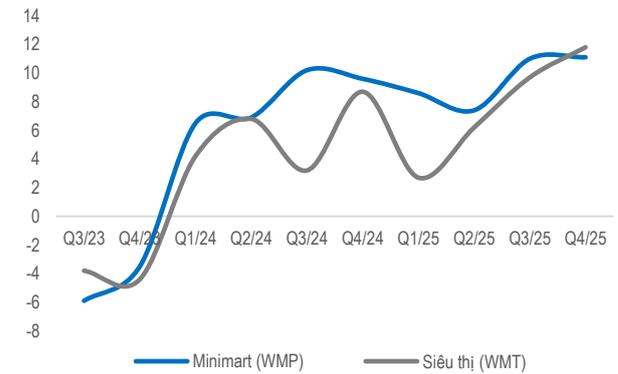
Lũy kế FY2025, DT WCM đạt 38,979 tỷ đồng (+18.3% YoY). Biên EBITDA cả năm mở rộng lên 4.6% (tăng 66 điểm cơ bản so với 2024). LNST cả năm tăng mạnh lên 501 tỷ đồng (2024 là 6 tỷ đồng), tương ứng với biên LNST là 1.28%.

**Số lượng cửa hàng của WinCommerce**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

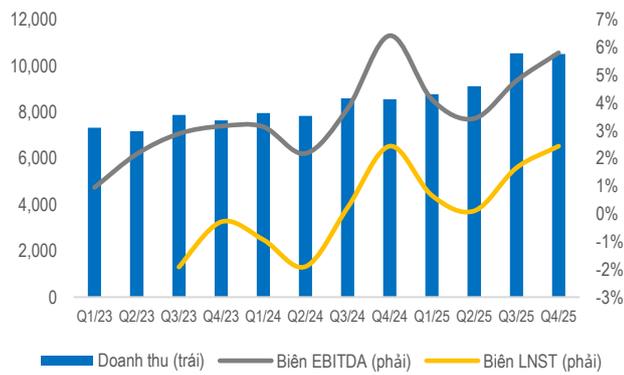
**Tăng trưởng doanh thu Like-for-like (LFL) theo quý (% YoY)**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

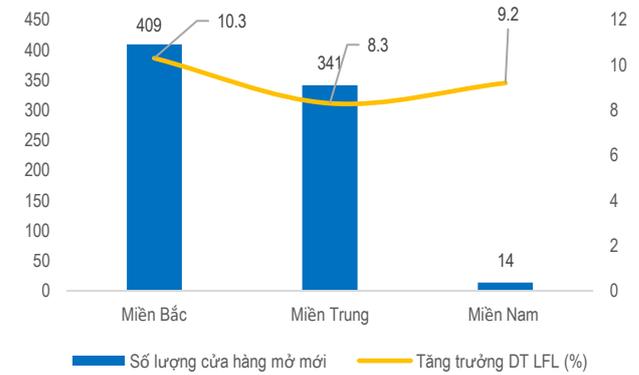
(\* LFL (Like-for-like): Tăng trưởng của các cửa hàng cũ, không tính mở mới hoặc tái cấu trúc

**Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận của WCM**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

**Phân bố cửa hàng theo khu vực địa lý FY2025**



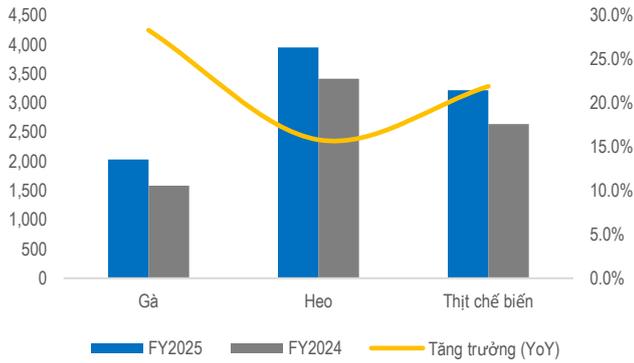
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

**3. Masan MeatLife (MML – UPCOM)**

Doanh thu Q4 của MML đạt 2,437 tỷ đồng (+10.6% YoY), trong đó cả mảng chăn nuôi và mảng thịt (thịt tươi và thịt chế biến) đều ghi nhận tăng trưởng. Lũy kế FY2025, doanh thu đạt 9,230 tỷ đồng (+20.7% YoY), được hỗ trợ bởi tăng trưởng hai chữ số trên tất cả các mảng: thịt heo (+15.8%), thịt gà (+28.3%) và thịt chế biến (+21.9%). Động lực tăng trưởng đến từ sản lượng cao hơn, mức độ cộng hưởng ngày càng sâu với WCM, cùng với tốc độ mở rộng nhanh của các sản phẩm đổi mới trong mảng thịt chế biến. Doanh thu trung bình ngày của các sản phẩm Masan MeatLife trên mỗi cửa hàng WCM đạt 2.1 triệu đồng/cửa hàng/ngày (+13.7% YoY) trong năm 2025. Giá heo hơi phục hồi tốt trong Quý 4 cũng là một yếu tố hỗ trợ cho tăng trưởng doanh thu.

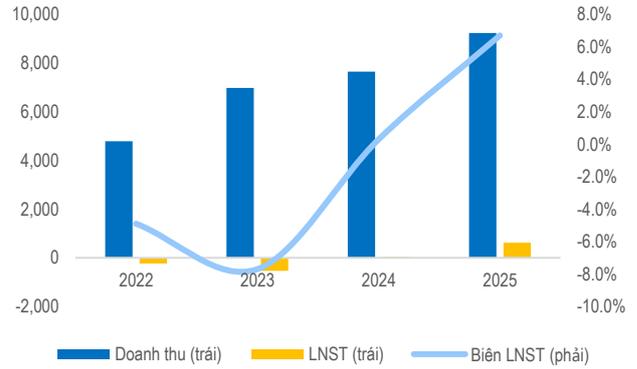
LNST cũng ghi nhận sự cải thiện đáng kể, khi FY2025 MML đạt 619 tỷ đồng LNST (gấp 24.4 lần so với số liệu năm 2024). Biên LNST Q4/2025 đạt 6.3% và FY2025 đạt 6.7%.

**Doanh thu MML theo ngành hàng (tỷ đồng)**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

**Doanh thu và LNST trên đà tăng trưởng tốt (tỷ đồng)**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

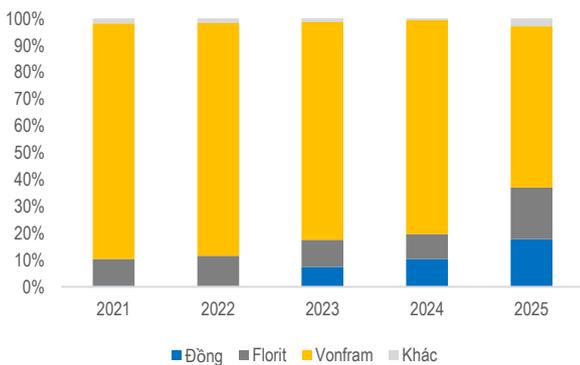
**2. Masan High-tech Materials (MSR – UPCOM)**

MHT báo cáo DT quý 4 sụt giảm 38% YoY do không còn ghi nhận từ HC.Starck, trong đó DT bán vonfram giảm 33%. Lũy kế FY2025, DT MHT đạt 7,442 tỷ đồng (-48% YoY), nếu loại trừ ảnh hưởng của việc thoái vốn thì DT tăng 18.8%. Giá kim loại tích cực do căng thẳng địa chính trị là yếu tố hỗ trợ cho kết quả kinh doanh của MHT, đồng thời biên LNG cũng cải thiện lên 18.5% (tăng 12.3 điểm phần trăm YoY) khi có sự dịch chuyển tỷ trọng sang những sản phẩm mang lại biên cao hơn như đồng hay florit trong cơ cấu doanh thu.

MHT ghi nhận LNST 222 tỷ đồng trong Q4/2025, đánh dấu quý thứ 3 liên tục có lãi kể từ 2023. Nhờ vậy, LNST cả năm đạt 11 tỷ, là sự cải thiện lớn so với cùng kỳ khi cùng kỳ báo lỗ 1,586 tỷ đồng.

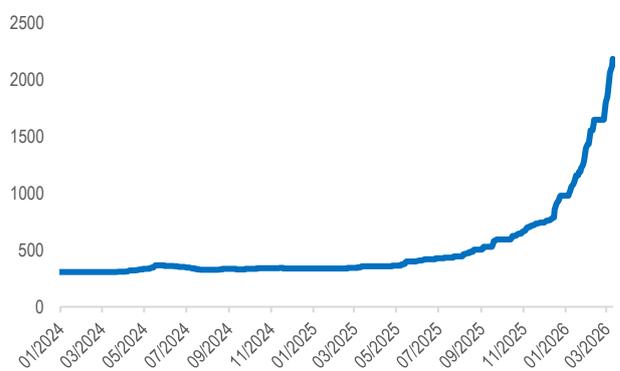
Đáng chú ý là việc Trung Quốc áp dụng các biện pháp hạn chế xuất khẩu kể từ đầu năm 2025, kết hợp với những căng thẳng địa chính trị gần đây đã khiến giá vonfram tăng mạnh, vọt lên trên 2,000 USD/tấn vào đầu tháng 3. Việc giá vonfram duy trì ở nền cao trong năm 2026 sẽ hỗ trợ cho kết quả kinh doanh của MHT (doanh thu vonfram chiếm 60% trong cơ cấu doanh thu 2025).

**Cơ cấu doanh thu MHT**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

**Diễn biến giá Vonfram (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg (China APT 88.5% FOB), Shinhan Securities Vietnam

## Định giá và Khuyến nghị

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 105,300 đồng

Chúng tôi đưa ra báo cáo cập nhật đối với CTCP Tập đoàn Masan với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu ở mức **105,300 đồng**, tương ứng với mức tăng **44%** so với thị giá hiện tại.

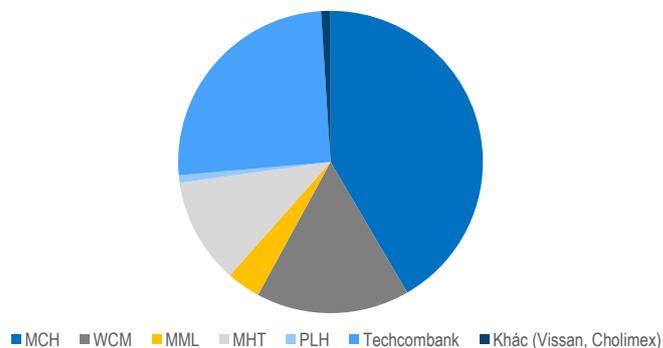
Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu MSN.

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%)	151,260 (143,824 / 158,695)	66.20%	100,134
WCM	P/S, 1x	45,425	86.10%	39,111
MML	EV/EBITDA, 12x	9,384	91.20%	8,558
MHT	EV/EBITDA, 9x	27,737	94.90%	27,271
PLH	P/S, 1x	2,216	85.00%	1,884
Techcombank	P/B 1.5x, RI	309,705	19.70%	61,012
Khác (Vissan, Cholimex)	Giá trị ghi sổ		32.8%/24.9%	2,519
<b>Tổng</b>				<b>240,489</b>
(+) Tiền và tương đương tiền				12,102
(-) Nợ vay				64,877
(-) Lợi ích CĐTS				9,730
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ CP)*				1.52
Chiết khấu công ty đa ngành				10%
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>				<b>105,300</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

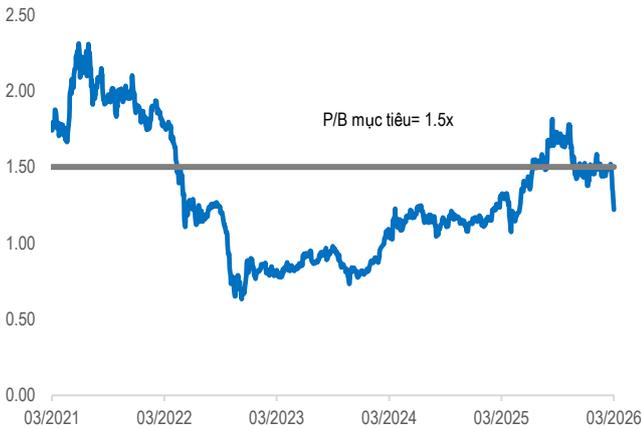
(\*) Đã bao gồm 74.5 triệu cổ phiếu ưu đãi có quyền chuyển đổi

### Tỷ trọng định giá MSN theo SOTP



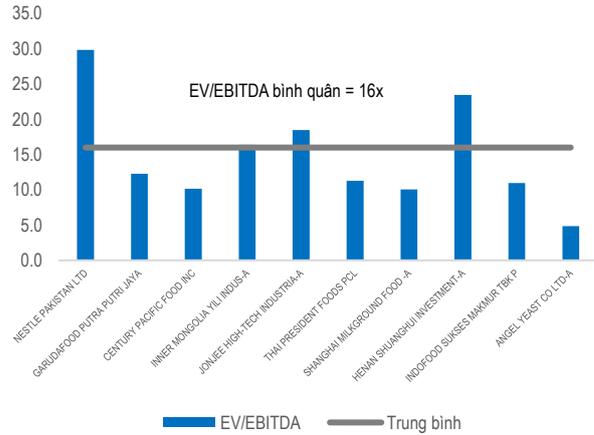
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Lịch sử P/B của Techcombank**



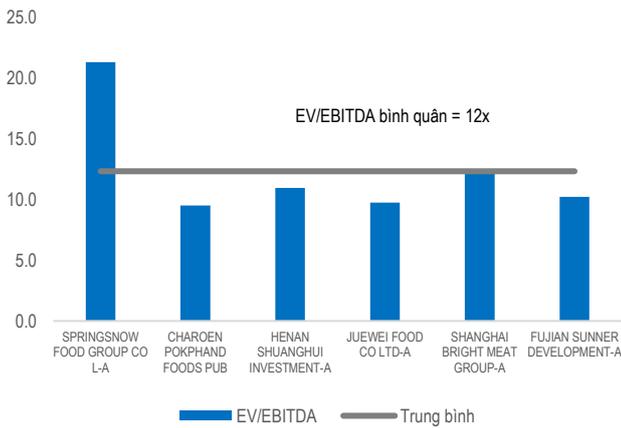
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

**Thông kê EV/EBITDA các DN cùng ngành với MCH**



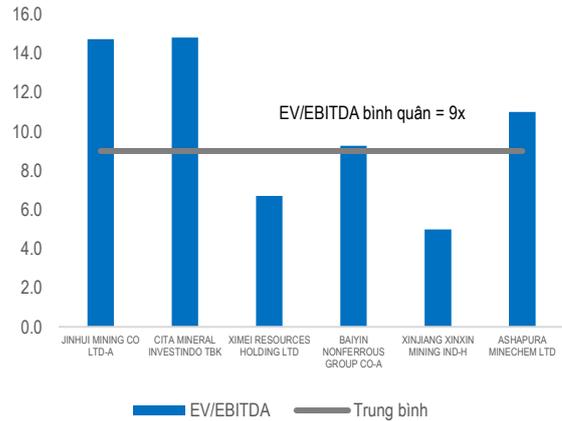
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

**Thông kê EV/EBITDA các DN cùng ngành với MML**



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

**Thông 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:

<b>Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)</b>	
<b>WACC (%)</b>	<b>8.64</b>
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.30
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.13
Beta*	0.56
Chi phí nợ sau thuế (%)	4.47
Chi phí sử dụng vốn (%)	8.88
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.06
Giá trị nợ vay (tỷ đồng)	9,624

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

<b>Mô hình định giá FCFF của MCH</b>					
<b>(Đơn vị: tỷ đồng)</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>	<b>2029F</b>	<b>2030F</b>
LN ròng	7,959	8,801	9,570	10,598	11,776
(Cộng) Chi phí không bằng tiền	482	503	520	539	558
(Cộng) Lãi vay sau thuế	472	520	586	650	706
(Trừ) Vốn đầu tư	437	529	419	463	462
(Trừ) Thay đổi vốn lưu động	206	62	-292	231	179
<b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>	<b>8,270</b>	<b>9,233</b>	<b>10,549</b>	<b>11,093</b>	<b>12,399</b>
Tỷ lệ chiết khấu	0.93	0.86	0.79	0.73	0.67
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7,730	7,944	8,355	8,087	8,320
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)	1.50%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	118,258				
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>158,695</b>				

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

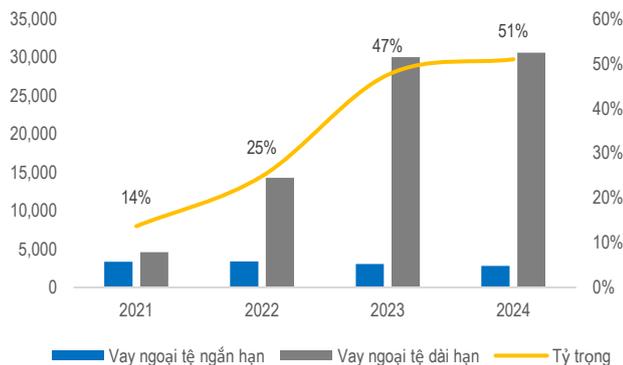
Với thị trường nội địa là thị trường tiêu thụ chính chiếm 80-90% doanh thu của cả tập đoàn, rủi ro cầu tiêu thụ yếu có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến Masan, một doanh nghiệp bán lẻ tiêu dùng lớn tại Việt Nam, với hệ sinh thái gồm WinCommerce, Masan Consumer và Masan MEATLife. Cốt lõi trong nền tảng kinh doanh vốn là mảng bán lẻ - tiêu dùng, là ngành nhạy cảm với thu nhập và sức mua.

Khi sức mua suy giảm do kinh tế trì trệ, 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

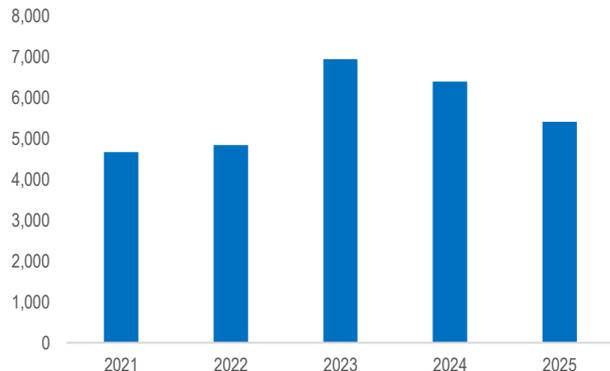
Rủi ro tỷ giá của Masan nằm ở nguồn vay nợ bằng ngoại tệ và nguyên vật liệu nhập khẩu. Do đó, những biến động về tỷ giá và lãi suất có thể làm gia tăng chi phí tài chính và chi phí giá vốn, gây ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

**Thống 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

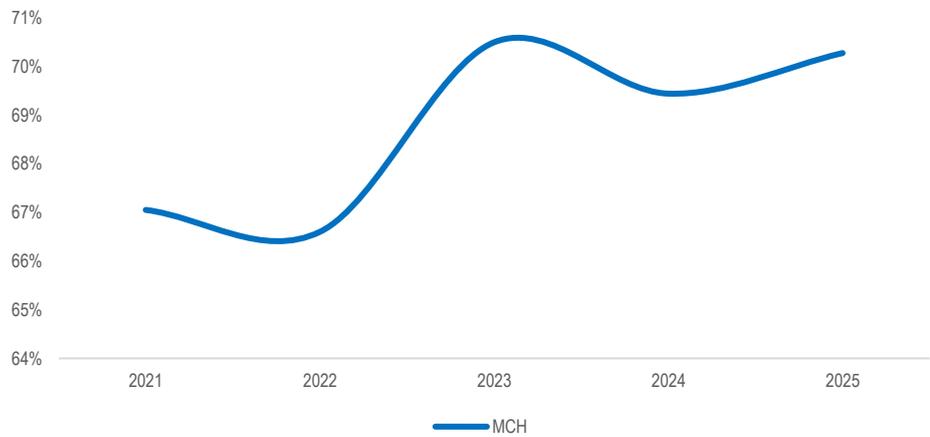
Thức ăn chăn nuôi, nguyên liệu thực phẩm, bao bì đóng gói là những nguyên liệu đầu vào trong quá trình sản xuất tại các công ty thành viên của Masan.

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 thế 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.

**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

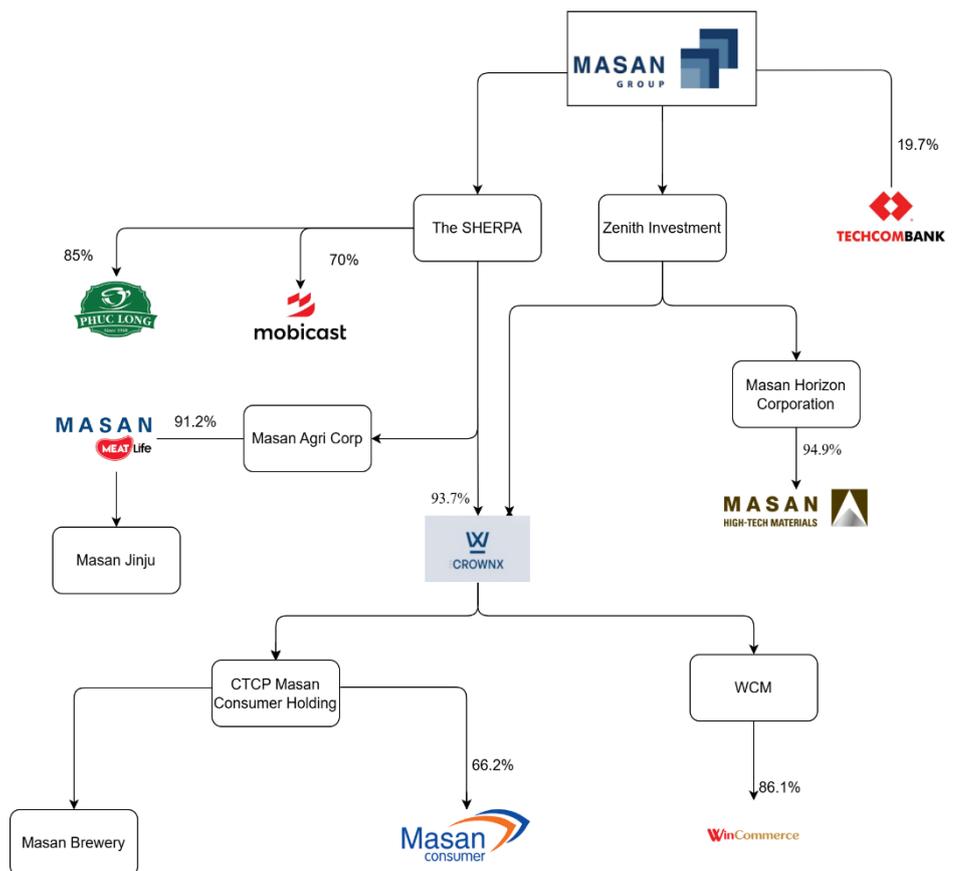
### 1. Lịch sử hình thành và phát triển

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 Q4/2025)



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 mắm, 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 úm 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 2025, PLH có 202 cửa hàng độc lập hoạt động trên toàn quốc, với doanh thu trung bình ngày trên cùng cửa hàng đạt 22.8 triệu đồng.

### Lợi ích liên kết tại Techcombank (TCB, HOSE)

Ngoài ra, MSN còn sở hữu lợi ích tại ngân hàng Techcombank với tỷ lệ 19.7%, 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 Q4/2025)

Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu
Techcombank	Ngân hàng	19.7%
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

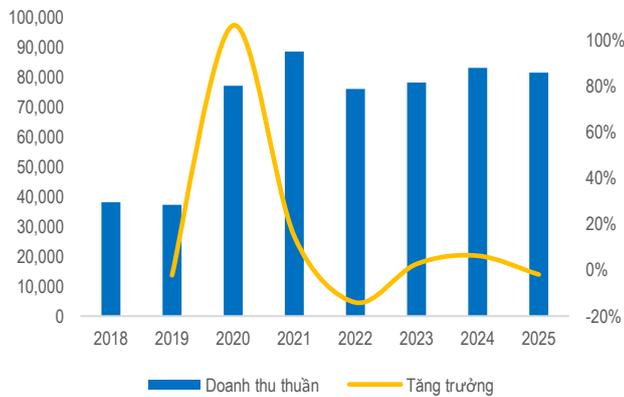
**3. Doanh thu duy trì tốc độ tăng trưởng tốt, NPAT và NPATMI tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025**

MSN duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần khá tốt trong giai đoạn 2018-2025 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.

Sau khi đạt đỉnh vào năm 2021, cả LNST và LNST sau lợi ích CĐTS 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.

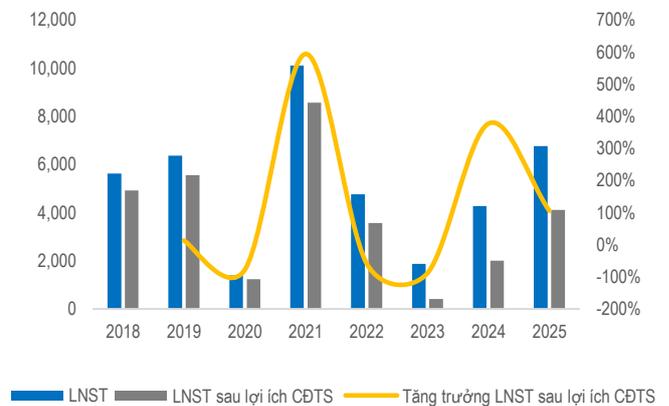
Lũy kế FY2025, MSN ghi nhận DT thuần 81,621 tỷ đồng (-1.87% YoY), giảm so với cùng kỳ do không còn ghi nhận doanh thu từ H.C.Starck. Nếu loại bỏ ảnh hưởng từ việc này thì Doanh thu (Like-for-like) tăng trưởng 8.7%. LNST và LNST sau lợi ích CĐTS tăng trưởng mạnh với tốc độ 58.3% và 105.5% YoY.

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



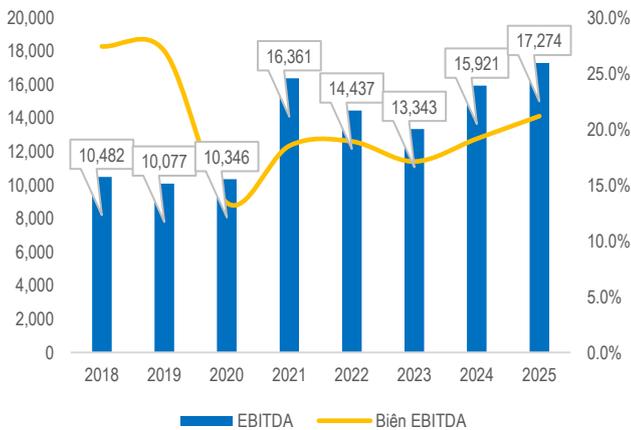
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

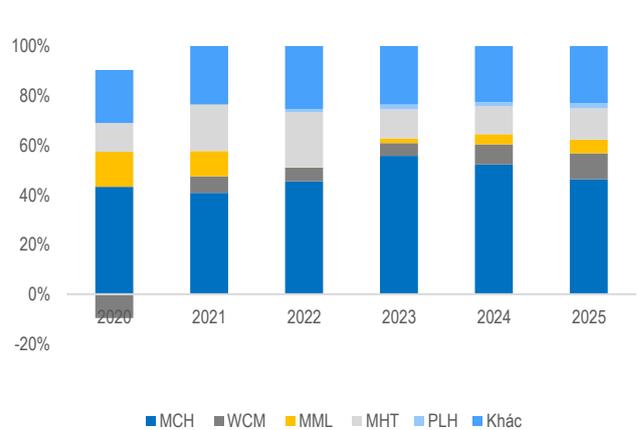
**Tăng trưởng EBITDA giai đoạn 2018-2025 (tỷ đồng)**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

**Cấu phần EBITDA (%)**

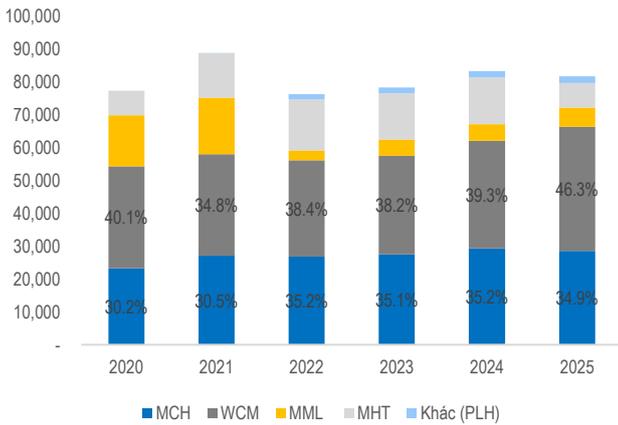


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

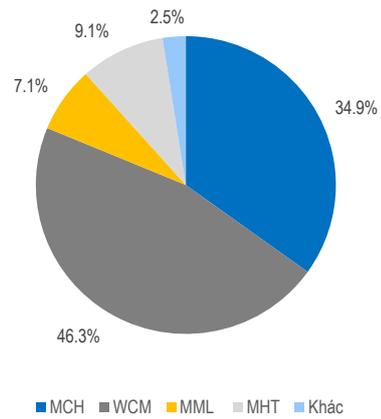
**4. Màng bán lẻ tiêu dùng là trụ cột với The CrownX đóng góp hơn 80% vào cơ cấu doanh thu**

Doanh thu của MSN chủ yếu đến từ The CrownX (MCH và WCM) với tổng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu dao động từ 65-80% trong giai đoạn 2020-2025 (tỷ trọng doanh thu năm 2025 của 2 doanh nghiệp này lần lượt là 35% và 46%). Đóng góp của MHT chiếm khoảng 10% cơ cấu doanh thu (sau thoái vốn), trong khi đó đóng góp của MML đang có xu hướng giảm dần (từ 20% năm 2020 xuống còn 7% năm 2025), 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)**



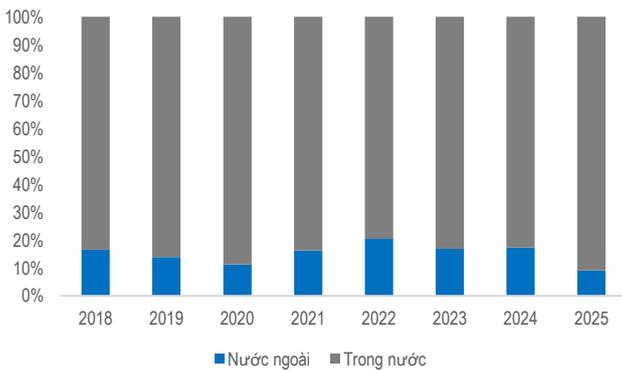
**Tỷ trọng doanh thu theo bộ phận kinh doanh FY2025 (%)**



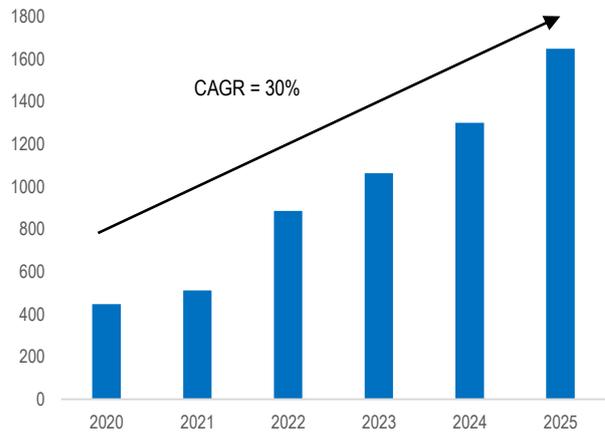
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam  
(\*): Đã loại trừ đi giao dịch nội bộ trong phạm vi tập đoàn

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 (%)**



**Doanh thu xuất khẩu của MCH (tỷ đồng)**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

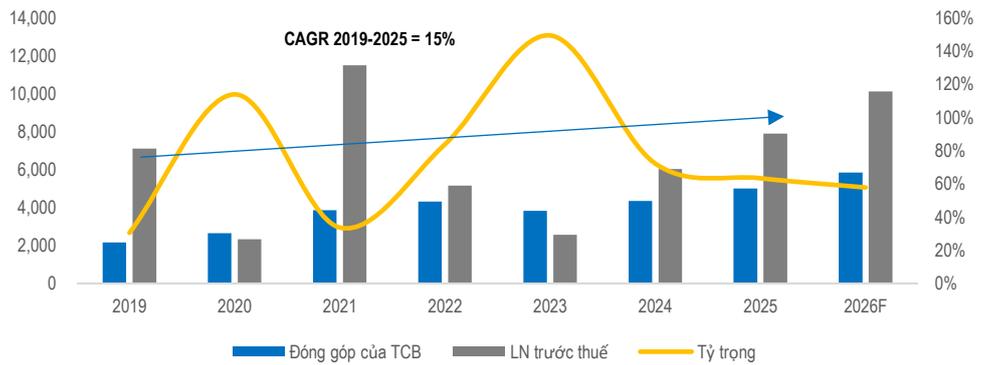
Thị trường nội địa là thị trường chủ lực với tỷ trọng chiếm hơn 90% trong cơ cấu doanh thu (2025). Doanh thu nước ngoài chủ yếu là doanh thu xuất khẩu của MCH và doanh thu bán hàng ra nước ngoài của MHT. Đáng chú ý, doanh thu xuất khẩu của MCH đang tăng trưởng với tốc độ nhanh chóng, điều này nhất quán 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.

**5. Đóng góp từ Techcombank tăng trưởng với CAGR 15% trong giai đoạn 2019-2025**

Với tỷ lệ lợi ích 19.7% 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 15% trong giai đoạn 2019-2025.

Trong năm 2025, đóng góp của Techcombank vào EBITDA của MSN là 4,997 tỷ đồng (+15% YoY). Phần lợi nhuận đóng góp từ Techcombank được dự báo đạt 5,839 tỷ đồng (+17% YoY) trong năm 2026 (tương ứng lợi nhuận dự phóng dành cho cổ đông ngân hàng mẹ là 29,638 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 4/2025, hệ thống phân phối chạm mốc 4,462 cửa hàng trên toàn quốc. Mục tiêu MSN hướng tới là nhân rộng 8,000 cửa hàng với độ phủ sóng rộng rãi trên khắp cả nước.



	WIN (thành thị)	WinMart+ (thành thị)	WinMart+ (nông thôn)	Tiêu chuẩn	Cao cấp
Số lượng (cuối Q4/2025)	758	1,940	1,764	130	
Khu vực	Thành phố lớn	Thành thị	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	Phục vụ nhu yếu phẩm cho người dân thành thị	Phục vụ nhu yếu phẩm cho người dân ở nông	Không gian mua sắm rộng rãi, thư thái	Trải nghiệm mua sắm đa tiện ích cho đối tượng

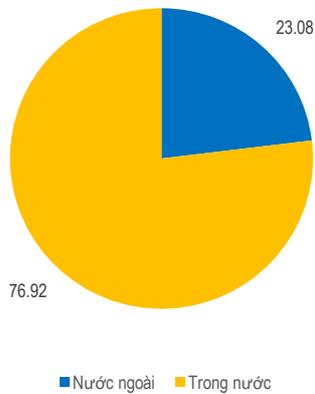


	ngày, phục vụ 80% chỉ tiêu dùng		thôn, với một số hàng hóa tươi sống		khách hàng có thu nhập trung bình và cao
Diện tích (m2)	150 - 200	80 - 120	100	1,500 – 2,000	<1,000
Biên EBITDA cửa hàng (2025)	6.6%	6.5%	9.3%	5.7%	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

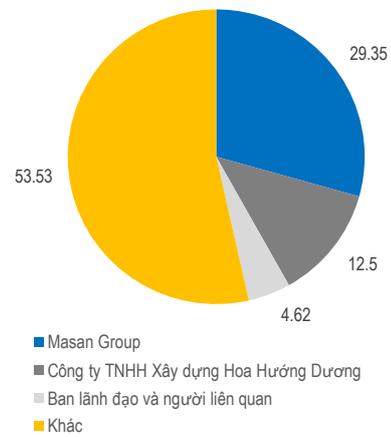
### 7. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 10/03/2026 (%)



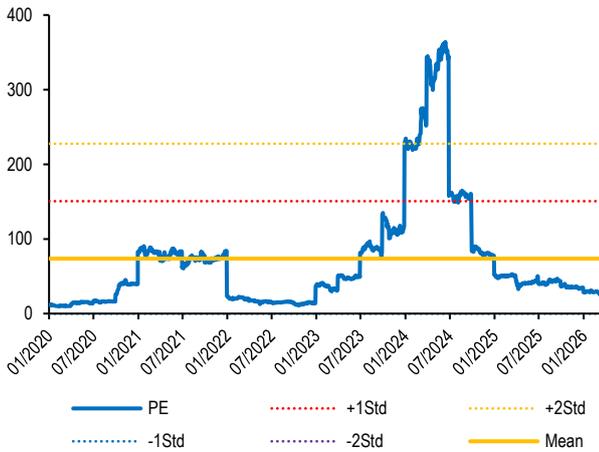
Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 10/03/2026 (%)



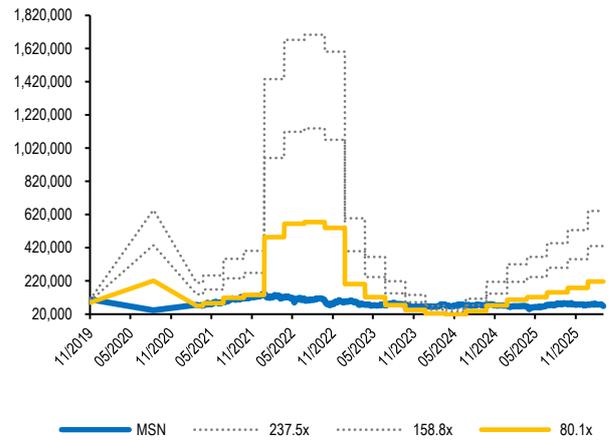
Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

**PER của MSN**



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

**Biểu đồ PER band của MSN**



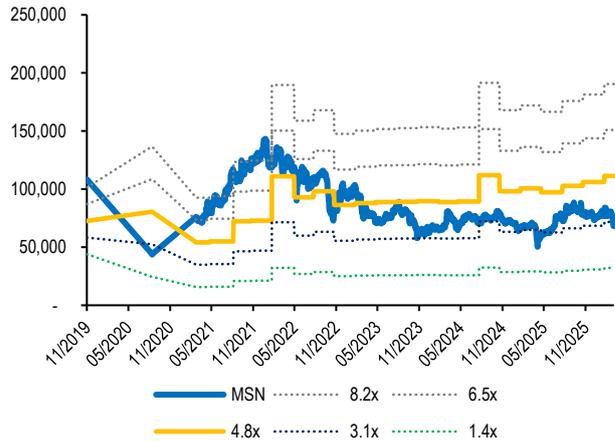
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**PBR của MSN**



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

**Biểu đồ PBR của MSN**



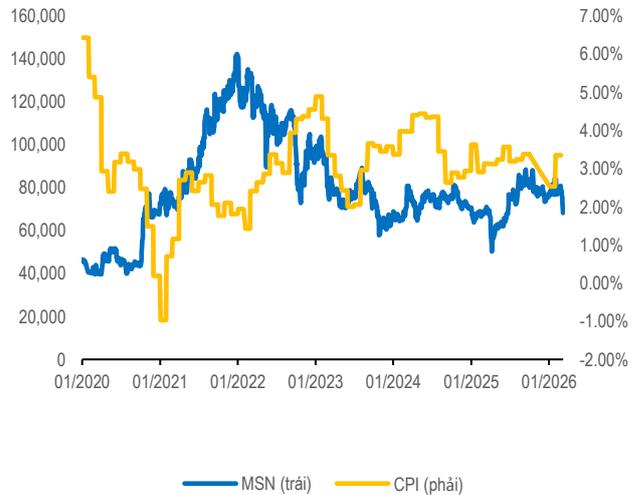
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**EV/EBITDA của MSN**



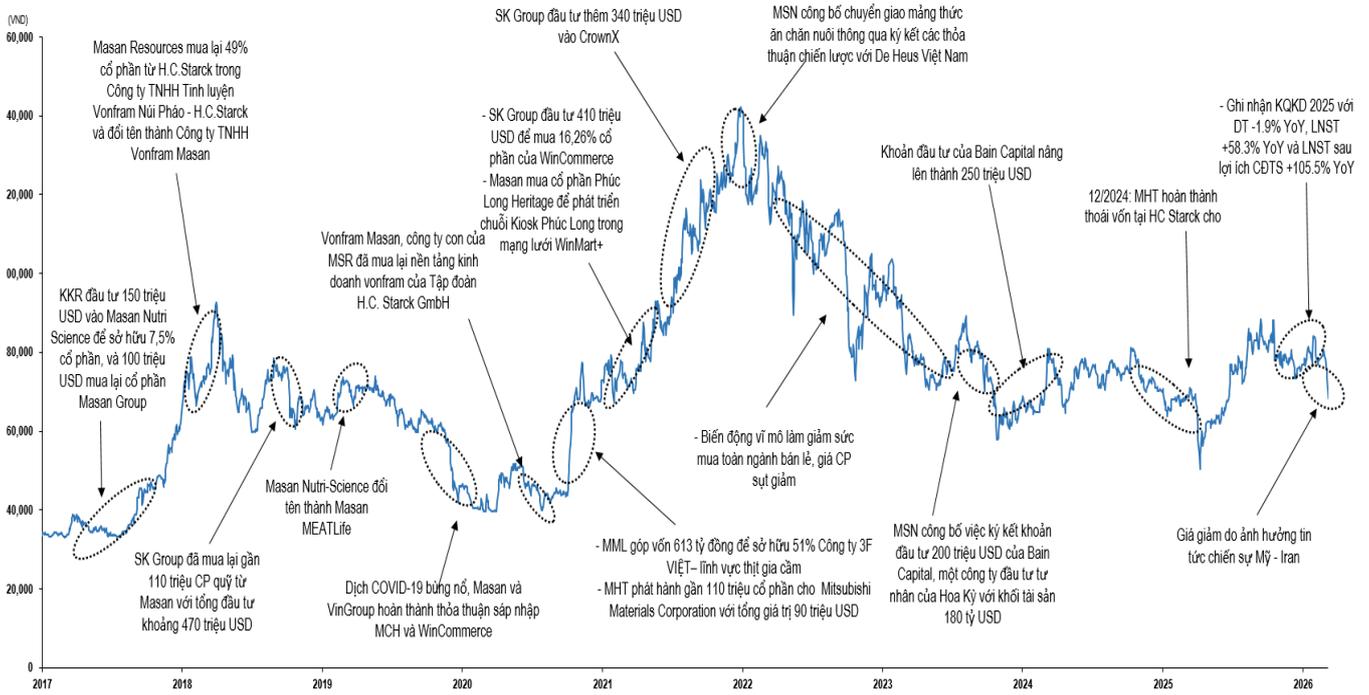
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**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)	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>147,383</b>	<b>147,585</b>	<b>128,964</b>	<b>145,806</b>	<b>158,834</b>
Tài sản ngắn hạn	43,763	53,570	36,235	41,309	47,795
Tiền và tương đương tiền	10,125	18,618	12,102	9,414	10,933
Đầu tư TC ngắn hạn	6,795	608	5,380	3,610	4,209
Các khoản phải thu	11,985	21,865	5,639	13,123	16,114
Hàng tồn kho	13,175	10,787	11,262	13,097	14,272
Tài sản ngắn hạn khác	1,683	1,692	1,852	2,065	2,267
Tài sản dài hạn	103,620	94,015	92,729	104,497	111,039
Tài sản cố định	42,886	37,050	35,484	35,419	35,247
Chi phí xây dựng cơ bản	3,127	1,671	1,161	1,170	852
Tài sản dài hạn khác	60,734	56,965	57,245	69,078	75,792
<b>Tổng nợ</b>	<b>109,146</b>	<b>106,832</b>	<b>83,885</b>	<b>93,638</b>	<b>98,543</b>
Nợ ngắn hạn	50,423	58,712	40,257	51,044	55,031
Khoản phải trả	6,318	7,171	8,363	8,238	9,688
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	28,030	26,724	24,331	23,731	24,538
Khác	16,075	24,817	7,563	19,075	20,805
Nợ dài hạn	58,724	48,120	43,627	42,594	43,512
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	41,542	38,825	40,546	39,512	40,430
Khác	17,182	9,295	3,081	3,082	3,082
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>38,237</b>	<b>40,752</b>	<b>45,079</b>	<b>52,168</b>	<b>60,291</b>
Vốn góp chủ sở hữu	14,308	15,129	15,205	15,205	15,205
Quỹ đầu tư phát triển	8,723	14,165	14,165	14,164	14,164
Vốn khác	3,408	2,131	1,353	2,922	4,765
Lợi nhuận giữ lại	11,798	9,327	14,356	19,877	26,157
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	11,678	10,510	9,730	11,299	13,142
*Nợ vay	69,572	65,549	64,877	63,243	64,968
*Nợ ròng (tiền)	52,652	46,323	47,395	50,219	49,826

**Lưu chuyển tiền tệ**

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>500</b>	<b>9,524</b>	<b>1,370</b>	<b>2,034</b>	<b>2,660</b>
Lợi nhuận ròng	2,563	6,025	7,888	10,105	11,629
Khấu hao TSCĐ	4,007	4,133	3,429	2,767	2,940
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(5,870)	(7,067)	(6,211)	(7,343)	(8,714)
Thay đổi vốn lưu động	1,512	2,334	804	(3,717)	(652)
Thay đổi khác	(1,712)	4,099	(4,540)	222	(2,543)
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(7,825)</b>	<b>(10,693)</b>	<b>16,899</b>	<b>(1,380)</b>	<b>(836)</b>
Thay đổi tài sản cố định	(2,212)	(3,064)	(1,856)	(2,711)	(2,450)
Thay đổi tài sản đầu tư	(8,130)	(8,328)	18,753	(99)	374
Khác	2,517	699	2	1,430	1,240
<b>Tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>3,546</b>	<b>9,672</b>	<b>(24,783)</b>	<b>(3,342)</b>	<b>(305)</b>
Thay đổi vốn cổ phần	71	6,412	271	(1)	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	3,734	4,995	(24,152)	(1,634)	1,725
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(244)	(1,721)	(890)	(1,707)	(2,030)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>(3,779)</b>	<b>8,503</b>	<b>(6,514)</b>	<b>(2,688)</b>	<b>1,519</b>
Tổng tiền đầu năm	13,853	10,125	18,618	12,102	9,414
Thay đổi trong tỷ giá	51	(10)	(2)	-	-
Tổng tiền cuối năm	10,125	18,618	12,102	9,414	10,933

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Kết quả hoạt động kinh doanh**

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>78,252</b>	<b>83,178</b>	<b>81,621</b>	<b>96,037</b>	<b>105,933</b>
Tăng trưởng (%)	2.7	6.3	-1.9	17.7	10.3
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(56,131)</b>	<b>(58,522)</b>	<b>(56,041)</b>	<b>(65,832)</b>	<b>(73,341)</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>22,121</b>	<b>24,656</b>	<b>25,580</b>	<b>30,205</b>	<b>32,592</b>
Biên lợi nhuận gộp (%)	28.3	29.6	31.3	31.5	30.8
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>(17,942)</b>	<b>(18,482)</b>	<b>(17,917)</b>	<b>(21,224)</b>	<b>(23,411)</b>
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>4,179</b>	<b>6,174</b>	<b>7,663</b>	<b>8,981</b>	<b>9,181</b>
Tăng trưởng (%)	(10.5)	47.7	24.1	17.2	2.2
Biên LN từ HĐKD (%)	5.3	7.4	9.4	9.4	8.7
<b>LN khác</b>	<b>(1,616)</b>	<b>(148)</b>	<b>223</b>	<b>1,124</b>	<b>2,448</b>
Thu nhập tài chính	2,405	4,044	2,094	2,066	1,814
Chi phí tài chính	(8,130)	(7,900)	(6,917)	(6,456)	(6,552)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(6,946)	(6,405)	(5,418)	(5,059)	(5,197)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	4,109	3,708	5,046	5,514	7,186
<b>LNIT</b>	<b>2,563</b>	<b>6,025</b>	<b>7,888</b>	<b>10,105</b>	<b>11,629</b>
Thuế TNDN	(693)	(1,752)	(1,125)	(1,445)	(1,663)
<b>LNST</b>	<b>1,870</b>	<b>4,273</b>	<b>6,764</b>	<b>8,660</b>	<b>9,966</b>
Tăng trưởng (%)	(60.7)	128.4	58.3	28.0	15.1
Biên lợi nhuận ròng (%)	2.4	5.1	8.3	9.0	9.4
LNST sau lợi ích CĐT	419	1,999	4,108	5,521	6,280
Lợi ích CĐT	1,451	2,274	2,655	3,139	3,686
<b>LN trước thuế và lãi vay</b>	<b>9,509</b>	<b>12,430</b>	<b>13,306</b>	<b>15,164</b>	<b>16,826</b>
Tăng trưởng (%)	(4.9)	30.7	7.0	14.0	11.0
Biên LN (%)	12.2	14.9	16.3	15.8	15.9
<b>LN trước thuế, lãi vay và khấu hao</b>	<b>13,343</b>	<b>15,921</b>	<b>17,274</b>	<b>20,073</b>	<b>22,595</b>
Tăng trưởng (%)	(7.6)	19.3	8.5	16.2	12.6
Biên LN (%)	17.1	19.1	21.2	20.9	21.3

**Chi số tài chính**

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	294	1,345	2,710	3,839	4,367
BPS (đồng)	18,560	21,031	24,582	26,888	31,019
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
PER (x)	227.9	51.9	28.4	27.5	24.1
PBR (x)	3.6	3.3	3.3	3.9	3.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lãi cổ tức (%)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên EBITDA (%)	17.1	19.1	21.2	20.9	21.3
Biên LN từ HĐKD (%)	5.3	7.4	9.4	9.4	8.7
Biên NPAT (%)	2.4	5.1	8.3	9.0	9.4
ROA (%)	1.3	2.9	5.2	5.9	6.3
ROE (%)	4.9	10.49	15.0	16.6	16.5
<b>Khả năng tài chính</b>					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	181.9	160.8	143.9	121.2	107.8
Nợ ròng/EBITDA (%)	3.9	2.9	2.7	2.5	2.2
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	33.6	32.7	43.4	25.5	27.5
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	1.4	1.9	2.5	3.0	3.2
<b>Hiệu quả hoạt động (%)</b>					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	45.8	43.9	50.2	44.7	43.9
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	91.5	76.4	73.0	68.7	69.4
Số ngày khoản phải thu (ngày)	11.8	7.9	5.8	6.1	6.5

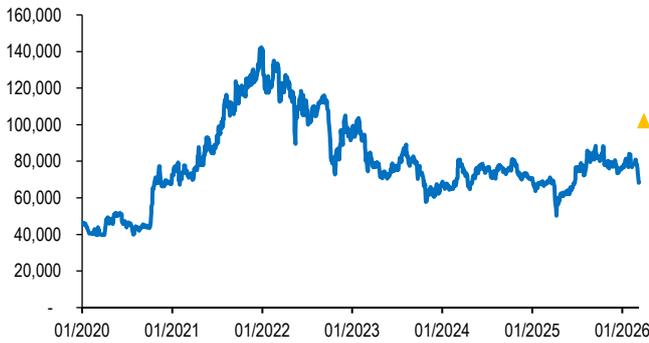
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## 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
10/03/2026 (BC cập nhật)	MUA	105,300	41.2	18.9/109.3

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh 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
- ♦ **TÍÊU 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, Yongsongpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### 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

### 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

### 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

### Shanghai

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

### 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

### 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