

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

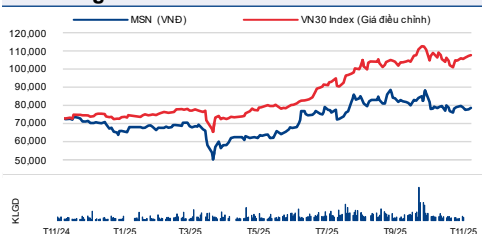
Giá mục tiêu: VNĐ109,600 (từ VNĐ93,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 39.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/11/2025)	78,600
Mã Bloomberg	MSN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	50,300-88,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	77,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	113,649
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,309
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,446
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,446
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,172
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	19.0%
Tỷ lệ freefloat	58.4%
Cổ đông lớn	ng ty cổ phần Masan (24.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.88)	(3.08)	8.12
So với chỉ số	0.20	(6.84)	(27.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,465	2,397	2.8
2026F	3,411	2,958	15.3
2027F	4,801	4,171	15.1

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Masan thông qua các công ty con và công ty liên kết hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ, sản phẩm tiêu dùng nhanh có thương hiệu, thịt mát có thương hiệu, nguyên liệu cơ bản và dịch vụ tài chính.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ định giá hấp dẫn và triển vọng tích cực

- HSC tăng 20% giá mục tiêu lên 109.600đ, phản ánh việc nâng định giá đối với MCH và TCB. Giá cổ phiếu vẫn chưa phản ánh triển vọng tích cực của Tập đoàn, do đó chúng tôi cho rằng MSN vẫn còn dư địa tăng đáng kể và nâng khuyến nghị lên Mua vào.
- Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 bình quân 23%. Cho Q4/2025, lợi nhuận thuần dự báo đạt 1.184 tỷ đồng, tăng 71% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng tích cực sẽ kéo dài sang năm 2026 khi lợi nhuận thuần tăng trưởng 38% đạt 5.187 tỷ đồng. Sự phục hồi của MCH, sự chuyển mình tại WCM và tăng trưởng ổn định của TCB là các động lực tăng trưởng chính.
- MSN đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 23,7 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2022 ở mức 70,4 lần. MSN đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 23 lần, cao hơn 50% so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành hàng tiêu dùng & bán lẻ ở mức 15,3 lần. PEG năm 2026 đạt 0,6 lần, khá hấp dẫn.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng và mô hình định giá

KQKD Q3/2025 của MSN tốt hơn dự báo của HSC khi lợi nhuận thuần tăng 72% so với cùng kỳ đạt 1.209 tỷ đồng, vượt 7% so với dự báo của chúng tôi ở mức 1.127 tỷ đồng. Doanh thu thuần giảm 2% so với cùng kỳ xuống 21.164 tỷ đồng nhưng cao hơn 8% so với dự báo 19.634 tỷ đồng của chúng tôi. KQKD khả quan hơn tại MHT, WCM, MML và TCB đã bù đắp mức giảm tại MCH.

Tác động: Tăng bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC tăng bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 của MSN, chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng tại MCH, MHT và TCB. Cho năm 2025, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần đạt 3.748 tỷ đồng (tăng trưởng 88%), tương ứng lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 1.184 tỷ đồng (tăng 71% so với cùng kỳ). Dự báo cho năm 2025 của chúng tôi tương ứng doanh thu thuần Q4/2025 đạt 26.913 tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 1.184 tỷ đồng, tăng 71% so với cùng kỳ.

Chúng tôi kỳ vọng đà tăng tích cực sẽ kéo dài sang năm 2026 khi lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 38% đạt 5.187 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

Nhờ định giá cao hơn của cả MCH và TCB trên cơ sở triển vọng cải thiện, HSC tăng 20% giá mục tiêu lên 109.600đ (tiềm năng tăng giá 39%) và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, MSN đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 23,7 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2022 ở mức 70,4 lần và rẻ hơn đáng kể so với 3 tháng trước (27/8/2025) khi cổ phiếu giao dịch ở mức 32,6 lần. MSN đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 23 lần, cao hơn 50% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành hàng tiêu dùng & bán lẻ ở mức 15,3 lần.

Nhờ triển vọng của các mảng kinh doanh cốt lõi trong lĩnh vực hàng tiêu dùng và bán lẻ vẫn vững chắc, với lợi nhuận của MCH được kỳ vọng phục hồi sau tái cơ cấu, WCM bước vào giai đoạn có lãi và MML hưởng lợi từ việc WCM mở rộng hệ thống minimart, chúng tôi kỳ vọng MSN sẽ duy trì mức tăng trưởng hai chữ số cao trong hai năm tới. Giá cổ phiếu vẫn chưa phản ánh tiềm năng tăng trưởng này, do đó chúng tôi cho rằng MSN còn dư địa tăng giá đáng kể.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	8,185	10,306	11,242 ▲	13,035 ▲	14,653 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	419	1,999	3,748 ▲	5,187 ▲	7,299 ▲
EPS ĐC (đồng)	294	1,345	2,465 ▲	3,411 ▲	4,801 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	18,625	19,989	22,406	25,817	30,617 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.0	16.1	14.6	12.4	10.8
P/E ĐC (lần)	268	58.5	31.9	23.0	16.4
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	4.22	3.93	3.51	3.04	2.57
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(88.3)	358	83.3	38.4	40.7
ROAE (%)	1.59	7.04	11.7	14.1	17.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Định giá trở nên hấp dẫn hơn nhờ triển vọng cải thiện; nâng khuyến nghị lên Mua vào

Với KQKD Q3/2025 tốt hơn kỳ vọng, HSC tăng bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 của MSN, chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng tại MCH, MHT và TCB. Cho năm 2025, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần đạt 3.748 tỷ đồng (tăng trưởng 88%), tương ứng lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 1.184 tỷ đồng (tăng 71% so với cùng kỳ). Chúng tôi kỳ vọng đà tăng tích cực sẽ kéo dài sang năm 2026 khi lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 38% đạt 5.187 tỷ đồng. Nhờ định giá cao hơn của cả MCH và TCB trên cơ sở triển vọng cải thiện, HSC tăng 20% giá mục tiêu lên 109.600đ (tiềm năng tăng giá 39%) và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). PEG năm 2026 đạt 0,6 lần, khá hấp dẫn.

KQKD Q3/2025 vượt kỳ vọng

Lợi nhuận thuần của MSN tăng 72% so với cùng kỳ đạt 1.209 tỷ đồng, vượt 7% so với dự báo của HSC ở mức 1.127 tỷ đồng. Doanh thu thuần giảm 2% so với cùng kỳ xuống 21.164 tỷ đồng nhưng cao hơn 8% so với dự báo 19.634 tỷ đồng của chúng tôi. KQKD khả quan hơn tại MHT, WCM, MML và TCB đã bù đắp mức giảm tại MCH.

- **Masan Consumer (MCH; Giảm tỷ trọng; MSN sở hữu 65,7%) – KQKD kém tích cực nhưng vượt nhẹ dự báo:** Doanh thu thuần của MCH giảm 6% so với cùng kỳ xuống 7.517 tỷ đồng, trong khi LNST giảm mạnh hơn, 19% so với cùng kỳ xuống 1.698 tỷ đồng, nhìn chung hơi cao hơn dự báo của HSC (1.642 tỷ đồng). Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận yếu hơn chủ yếu phản ánh tác động của quá trình chuyển đổi sang mô hình bán hàng theo khu vực địa lý ở kênh bán hàng truyền thống
- **WinCommerce (WCM; công ty tư nhân; MSN sở hữu 85,4%) – KQKD mạnh và nhìn chung sát dự báo:** Doanh thu thuần tăng 23% so với cùng kỳ đạt 10.544 tỷ đồng và lợi nhuận thuần phục hồi lên 175 tỷ đồng (so với mức lỗ 11 tỷ đồng trong Q3/2024), nhờ doanh thu cửa hàng cũ tăng trưởng vững chắc và hiệu quả hoạt động được cải thiện. Lợi nhuận thuần thực tế sát với dự báo của chúng tôi ở mức 200 tỷ đồng.
- **Masan MeatLife (MML; chưa khuyến nghị; MSN sở hữu 91,2%) – KQKD vững vàng và sát dự báo:** Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 23% và 417% so với cùng kỳ đạt 2.384 tỷ đồng và 101 tỷ đồng, nhờ doanh thu tăng mạnh ở cả mảng thịt và trang trại cùng tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện.
- **Masan High Tech Materials (MHT; chưa khuyến nghị; MSN sở hữu 94,9%) – Có lãi, sát dự báo:** Nhờ giá bán đầu ra thuận lợi và chất lượng quảng đầu vào cải thiện, MHT ghi nhận khoản lợi nhuận nhỏ 5 tỷ đồng, đảo chiều so với khoản lỗ 274 tỷ đồng trong Q3/2024, được hỗ trợ nhờ giá hàng hóa tăng và việc ngừng hợp nhất công ty con H.C.Starck.
- **Phản lợi nhuận từ Techcombank (TCB; Tăng tỷ trọng; MSN sở hữu 19,7%) – mức tăng vừa phải, hơi thấp hơn dự báo:** Phản lợi nhuận từ TCB tăng 9% so với cùng kỳ lên 1.242 tỷ đồng, thấp hơn một chút so với dự báo của HSC ở mức 1.346 tỷ đồng.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần của MSN đạt 58.375 tỷ đồng, giảm 3% so với cùng kỳ, tương đương 72% dự báo cả năm của chúng tôi ở mức 81.607 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần tăng 64% so với cùng kỳ đạt 2.634 tỷ đồng, đạt 86% dự báo cả năm của chúng tôi ở mức 3.059 tỷ đồng. Nhìn chung, KQKD tốt hơn dự báo nhờ lợi ích cổ đông thiểu số, lỗ tài chính và chi phí bán hàng & quản lý tại công ty mẹ thấp hơn dự kiến của chúng tôi.

Bảng 1: KQKD Q3/2025 hợp nhất, MSN

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	Q3/25 HSCF	% dự báo	9T24	9T25	So với cùng kỳ	2025 HSCF (cũ)	% dự báo
Doanh thu thuần	21,487	21,164	-2%	19,634	108%	60,476	58,375	-3%	81,607	72%
Lợi nhuận gộp	6,421	6,442	0%	6,126	105%	17,594	18,325	4%	25,802	71%
Lỗ tài chính	(1,178)	(1,212)	3%	(1,200)	101%	(3,907)	(3,538)	-9%	(5,229)	68%
Chi phí BH&QL	(4,808)	(4,358)	-9%	(4,496)	97%	(13,972)	(13,203)	-6%	(18,876)	70%
Lợi nhuận từ các công ty LD, LK	1,158	1,265	9%	1,376	92%	3,680	3,696	0%	5,129	72%
LNTT	1,566	2,152	37%	1,806	119%	3,368	5,221	55%	6,750	77%
LNST trước lợi ích của cổ đông thiểu số	1,301	1,866	43%	1,790	104%	2,725	4,468	64%	5,442	82%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	600	657	10%	648	101%	1,408	1,834	30%	2,383	77%
Lợi nhuận thuần	701	1,209	72%	1,142	106%	1,308	2,634	101%	3,059	86%

Nguồn: MSN, HSC ước tính

Những dự báo mới: Tăng bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 của MSN lần lượt 23%, 24% và 22%, chủ yếu phản ánh việc điều chỉnh tăng tại MCH, MHT và TCB.

- MCH:** Chúng tôi tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Theo các dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo giảm 1% trước khi tăng trưởng 16% trong năm 2026 và 14% trong năm 2027. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo đạt lần lượt 6.799 tỷ đồng trong năm 2025, 7.878 tỷ đồng trong năm 2026 và 8.954 tỷ đồng trong năm 2027. Vui lòng tham khảo báo cáo [‘Ha khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do định giá’](#) (ngày 21/11/2025) của HSC.
- WCM:** HSC giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Cho năm 2025, lợi nhuận thuần dự báo đạt 495 tỷ đồng so với 6 tỷ đồng trong 2024. Chúng tôi dự báo WCM sẽ mở 620 cửa hàng mới trong năm 2025, 700 cửa hàng trong năm 2026 và 600 cửa hàng trong năm 2027 (so với dự báo trước đó là 700, 600, 600 cửa hàng).
- MML:** HSC tăng 2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 546 tỷ đồng (tăng trưởng 20%). Tuy nhiên, cho các năm 2026-2027, chúng tôi giảm lần lượt 4% và 23% dự báo lợi nhuận thuần do giả định doanh thu HĐ tài chính từ các hợp đồng thu mua heo theo giá cố định sẽ quay về mức bình thường khoảng 100 tỷ đồng mỗi năm, so với mức tăng đột biến 310 tỷ đồng trong năm 2025.
- MHT:** Chúng tôi điều chỉnh giảm đáng kể dự báo lỗ. Chúng tôi hiện dự báo MHT lỗ 201 tỷ đồng trong năm 2025 (thu hẹp 56% so với dự báo trước đó là lỗ 454 tỷ đồng). Dự báo lỗ cho năm 2026 và 2027 cũng được điều chỉnh giảm lần lượt 74% và 91%, xuống còn 131 tỷ đồng và 38 tỷ đồng.
- TCB:** Chúng tôi giảm lần lượt 4% và 1% dự báo lợi nhuận đóng góp từ Techcombank cho năm 2025 và 2026, trong khi tăng 4% dự báo cho năm 2027.

Bảng 2: Dự báo cũ và mới, MSN hợp nhất

HSC tăng bình quân 10% dự báo doanh thu thuần trong giai đoạn 2025-2027 sau khi nâng dự báo lợi nhuận thuần của WCM, MML và MHT

	Thực tế		Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	83,178	81,607	94,606	108,207	83,759	97,674	112,821	3%	3%	4%
Tăng trưởng	6%	-2%	16%	14%	1%	17%	16%			
Lợi nhuận thuần	1,999	3,059	4,168	6,054	3,748	5,187	7,299	23%	24%	21%
Tăng trưởng	377%	53%	36%	45%	88%	38%	41%			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 3: Dự báo doanh thu thuần cũ và mới của các mảng kinh doanh chính, MSN

Chúng tôi giảm dự báo doanh thu thuần của MCH, PLH trong khi nâng dự báo đối với WCM và MML

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
MCH	30,897	29,848	33,218	36,885	30,227	33,675	37,420	1%	1%	1%
Tăng trưởng	9%	-3%	11%	11%	-2%	11%	11%			
WCM	32,870	39,155	47,518	57,371	39,246	47,810	58,960	0%	1%	3%
Tăng trưởng	10%	19%	21%	21%	19%	22%	23%			
MML	7,650	8,232	9,033	9,877	9,526	10,485	11,596	16%	16%	17%
Tăng trưởng	10%	8%	10%	9%	25%	10%	11%			
PLH	1,621	1,845	2,053	2,320	1,893	2,107	2,382	3%	3%	3%
Tăng trưởng	6%	13.9%	11.3%	13.0%	17%	11%	13%			
MHT	14,336	6,613	7,574	7,574	7,172	8,646	8,646	8%	14%	14%
Tăng trưởng	2%	-54%	15%	0%	-50%	21%	0%			
Khác/ điều chỉnh đối với doanh thu nội bộ	(4,196)	(4,085)	(4,791)	(5,820)	(4,306)	(5,049)	(6,182)	5%	5%	6%
MSN hợp nhất	83,178	81,607	94,606	108,207	83,759	97,674	112,821	3%	3%	4%
Tăng trưởng	6%	-2%	16%	14%	1%	17%	16%			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận/(lỗ) thuần* của các mảng kinh doanh chính, cũ và mới, MSN

HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần của MCH, TCB và WCM

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
MCH	7,803	6,672	7,688	8,681	6,799	7,878	8,954	2%	2%	3%
Tăng trưởng	10%	-14%	15%	13%	-13%	16%	14%			
WCM	6	511	769	1,033	495	726	1,040	-3%	-6%	1%
Tăng trưởng	-101%	8797%	51%	34%	8514%	47%	43%			
MML	27	535	415	566	546	399	439	2%	-4%	-23%
Tăng trưởng	-107%	1880%	-22%	36%	1920%	-27%	10%			
PLH	122	161	181	227	197	221	253	22%	22%	11%
Tăng trưởng	357%	32.8%	12.2%	25.5%	62%	12%	15%			
MHT	(1,638)	(454)	(505)	(426)	(201)	(131)	(38)	-56%	-74%	-91%
Tăng trưởng	4%	-72%	11.2%	-15.7%	-88%	-35%	-71%			
Lợi nhuận từ TCB	4,333	5,043	6,101	7,264	4,862	6,029	7,552	-4%	-1%	4%
Tăng trưởng	13%	16.4%	21.0%	19.1%	12%	24%	25%			

Ghi chú: *trên cơ sở tỷ lệ sở hữu của MSN là 100%, ngoại trừ TCB (MSN sở hữu 19,8%)
Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Các giả định cũ và mới, WCM

Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định số lượng cửa hàng mở mới & giả định tốc độ tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ chuỗi minimart, nhưng đồng thời hạ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp & giả định tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh (điểm cơ bản)*		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Số lượng cửa hàng mở mới	198	700	600	600	620	700	600	-11%	17%	0%
Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ chuỗi minimart	8.4%	7.7%	6.0%	5.0%	8.9%	6.0%	6.0%	120	-	100
Tỷ suất lợi nhuận gộp	24.5%	25.4%	25.4%	25.4%	23.8%	23.8%	23.8%	(161)	(161)	(161)
Chi phí BH&QL / doanh thu	23.3%	22.5%	22.3%	22.1%	21.4%	21.2%	20.9%	(111)	(111)	(125)

Ghi chú: * Tính theo % đối với số lượng cửa hàng mở mới
Nguồn: HSC ước tính

Lợi nhuận thuần Q4/2025 dự báo tăng 71% so với cùng kỳ

Dự báo cho năm 2025 của chúng tôi tương ứng doanh thu thuần Q4/2025 đạt 26.913 tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 1.184 tỷ đồng, tăng 71% so với cùng kỳ.

Bảng 6: Dự báo KQKD Q4/2025, MSN

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2025 sẽ tăng mạnh 74% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	21,487	21,164	-2%	60,476	58,375	-3%	22,702	26,913	19%
Lợi nhuận gộp	6,421	6,442	0%	17,594	18,325	4%	7,063	8,448	20%
Lỗ HĐ tài chính	(1,178)	(1,212)	3%	(3,907)	(3,538)	-9%	(51)	(1,193)	-2454%
Chi phí BH&QL	(4,808)	(4,358)	-9%	(13,972)	(13,203)	-6%	(4,600)	(5,689)	24%
Lợi nhuận từ các công ty LD, LK	1,158	1,265	9%	3,680	3,696	0%	764	1,140	49%
LNTT	1,566	2,152	37%	3,368	5,221	55%	2,657	2,707	2%
LNST trước lợi ích của cổ đông thiểu số	1,301	1,866	43%	2,725	4,468	64%	1,547	1,860	20%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	600	657	10%	1,408	1,834	30%	856	677	-21%
Lợi nhuận thuần	701	1,209	72%	1,308	2,634	101%	691	1,184	71%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Tăng 20% giá mục tiêu lên 109.600đ, nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC tăng 20% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 109.600đ, phản ánh mức tăng 18% trong RNAV, được dẫn dắt bởi định giá cao hơn của MCH và TCB. Đồng thời, chúng tôi giảm 13% nợ thuần điều chỉnh. Với giá mục tiêu mới, cổ phiếu còn tiềm năng tăng giá 39% so với thị giá hiện tại. Theo đó, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Cụ thể, chúng tôi:

- Tăng 28% giá trị của MCH lên 177.104 tỷ đồng, sử dụng giá mục tiêu mới được công bố trong báo cáo ngày 12/11/2025.
- Giảm 2% giá trị của WCM xuống 38.863 tỷ đồng.
- Giảm 11% giá trị của MML xuống 7.586 tỷ đồng sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận.
- Giảm 11% giá trị của MHT xuống 5.007 tỷ đồng.
- Tăng 4% giá trị của PLH lên 3.466 tỷ đồng.
- Tăng 17% giá trị của TCB lên 315.388 tỷ đồng, sử dụng định giá nội bộ của HSC trong báo cáo [‘Động lực tăng trưởng tiếp tục củng cố, duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng’](#) (ngày 8/10/2025).
- Giảm 12% nợ thuần điều chỉnh xuống 21.856 tỷ đồng.
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu tập đoàn 15%.

Bảng 7: Định giá SOTP, MSN

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị vốn CSH (cuối 2026)	Lợi ích kinh tế của MSN	Đóng góp vào MSN (cuối 2026)
CTPC Hàng tiêu dùng Masan (MCH)	Tại định giá mục tiêu	177,104	65.7%	116,357
Wincommerce (WCM)	P/S	38,863	85.4%	33,189
Masan MeatLife (MML)	DCF	7,586	91.2%	6,919
Phúc Long Heritage (PLH)	DCF	3,466	85.0%	2,946
Masan High Tech Materials (MHT)	DCF	5,007	94.9%	4,753
Techcombank (TCB)	Tại định giá mục tiêu	315,338	19.7%	62,122
Khác	Giá trị sổ sách			3,456
Tổng				229,742
Điều chỉnh chi phí quản lý tại Công ty mẹ và các công ty trung gian				
Giá trị tổng tài sản đã điều chỉnh				217,975
(Nợ)/tiền thuần, hợp nhất				(47,669)
Điều chỉnh cho MCH				2,645
Điều chỉnh cho MML				4,059
Điều chỉnh cho MHT				11,252
Điều chỉnh cho các công ty khác & nợ nội bộ				7,857
(Nợ)/tiền thuần, điều chỉnh				(21,856)
Giá trị tài sản thuần đã điều chỉnh (RNAV)				196,119
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				1,520
RNAV của cổ phiếu				128,984
Chiết khấu tập đoàn giả định				15%
Giá mục tiêu				109,636

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Giá trị vốn CSH theo mảng kinh doanh (trên cơ sở tỷ lệ sở hữu: 100%), MSN

Chúng tôi nâng giá định giá trị của MCH, TCB và WCM nhưng giảm giá định đối với MML và MHT

Tỷ đồng	Cũ (T8/25)	Mới	Điều chỉnh
CTPC Hàng tiêu dùng Masan	138,111	177,104	28%
Wincommerce	39,704	38,863	-2%
Masan MEATLife	8,524	7,586	-11%
Phúc Long Heritage	3,337	3,466	4%
Masan High Tech Materials	5,646	5,007	-11%
Techcombank	280,969	315,338	12%
Khác	8,146	8,146	0%
Tổng	484,437	555,510	15%
RNAV	165,789	196,119	18%

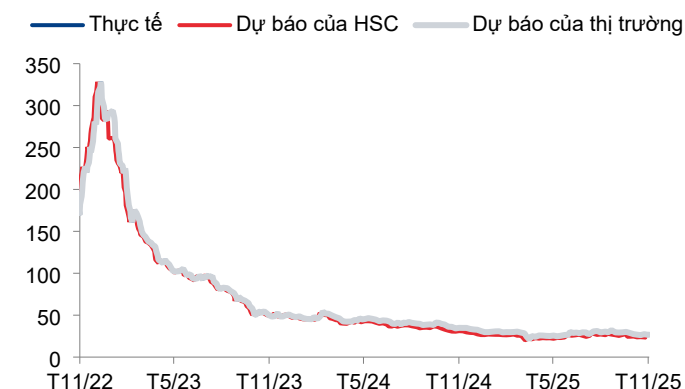
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, MSN đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 23,7 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2022 ở mức 70,4 lần. MSN đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 23 lần, cao hơn 50% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành hàng tiêu dùng & bán lẻ ở mức 15,3 lần. PEG năm 2026 ở mức 0,6 lần, khá hấp dẫn.

Biểu đồ 9: P/E dự phóng 1 năm, MSN

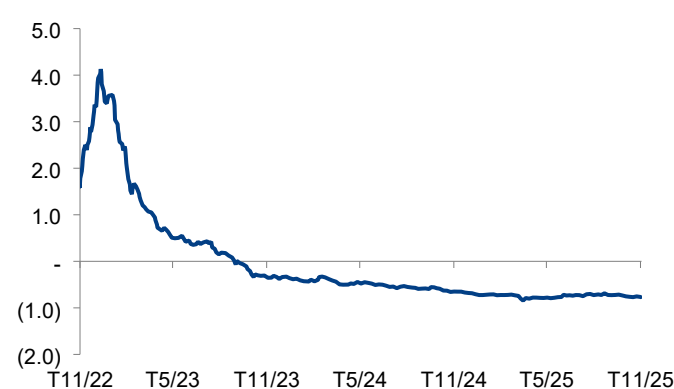
MSN đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 23,7 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 10: Độ lệch chuẩn so với P/E dự phóng bình quân, MSN

...thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ T11/2022 là 70,4 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Các công ty cùng ngành trong khu vực & tại Việt Nam, MSN

MSN đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 là 23 lần, cao hơn khoảng 50% so với bình quân các công ty cùng ngành là 15,3 lần

	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	EV/EBIT DA 2025	EV/EBIT DA 2026	P/B 2025	P/B 2026
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	4,495	18.0	15.1	15.5	13.1	3.6	3.0
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	4,976	16.0	14.8	10.9	9.9	4.1	4.0
Tổng CTCP Bia – Rượu – NGK Sài Gòn	SAB VN	2,261	13.3	12.6	10.3	9.9	2.8	3.0
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK	3,051	22.4	20.8	12.8	12.0	3.0	2.8
Want Want China Holdings Ltd	151 HK	7,118	12.3	11.6	7.3	6.7	2.5	2.3
Unilever Indonesia Tbk PT	UNVR IJ	5,963	24.2	22.3	16.1	15.1	28.6	33.0
Indofood Sukses Makmur Tbk PT	INDF IJ	3,880	6.0	5.5	4.9	4.7	0.9	0.8
Kikkoman Corp	2801 JP	8,861	22.3	21.5	12.8	12.0	2.6	2.4
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	4,568	22.3	19.5	10.0	8.9	4.0	3.7
Mayora Indah Tbk PT	MYOR IJ	2,930	17.1	14.4	11.1	9.5	2.7	2.4
Universal Robina Corp	URC PM	2,319	11.4	10.5	6.7	6.2	1.1	1.1
Bình quân		4,584	16.8	15.3	10.8	9.8	5.1	5.3
CTCP Tập đoàn Masan	MSN VN	4,508	31.9	23.0	14.6	12.4	3.5	3.0

Ghi chú: Dựa trên giá đóng cửa ngày 26/11/2025
Nguồn: HSC ước tính, Bloomberg

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	78,252	83,178	83,759	97,674	112,821
Lợi nhuận gộp	22,121	24,656	26,458	30,740	35,407
Chi phí BH&QL	(17,942)	(18,482)	(19,029)	(21,888)	(25,195)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,179	6,173	7,428	8,853	10,212
Lãi vay thuần	(7,357)	(6,189)	(5,396)	(5,281)	(5,242)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	3,896	4,444	4,948	6,116	7,639
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	1,845	1,597	601	(31.5)	(145)
LNTT	2,563	6,025	7,581	9,656	12,463
Chi phí thuế TNDN	(693)	(1,752)	(1,329)	(1,553)	(1,789)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,451)	(2,273)	(2,504)	(2,916)	(3,375)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	419	1,999	3,748	5,187	7,299
Lợi nhuận thuần ĐC	419	1,999	3,748	5,187	7,299
EBITDA ĐC	8,185	10,306	11,242	13,035	14,653
EPS (đồng)	294	1,345	2,465	3,411	4,801
EPS ĐC (đồng)	294	1,345	2,465	3,411	4,801
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,426	1,487	1,520	1,520	1,520
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,426	1,513	1,520	1,520	1,520
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,426	1,513	1,520	1,520	1,520

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	10,125	18,618	16,523	18,723	21,606
Đầu tư ngắn hạn	6,795	608	1,017	1,017	1,017
Phải thu khách hàng	11,985	21,865	5,042	5,055	5,068
Hàng tồn kho	13,175	10,787	10,926	12,741	14,717
Các tài sản ngắn hạn khác	1,684	1,692	1,895	1,883	1,872
Tổng tài sản ngắn hạn	43,763	53,570	35,403	39,419	44,279
TSCĐ hữu hình	30,469	27,121	26,968	27,876	28,664
TSCĐ vô hình	12,106	9,706	8,889	8,270	7,651
Bất động sản đầu tư	709	4.17	2.30	0.44	0
Đầu tư dài hạn	2,938	1,909	1,721	1,721	1,721
Đầu tư vào Cty LD,LK	30,282	33,410	37,324	42,399	48,996
Tài sản dài hạn khác	27,117	21,865	16,985	17,691	18,513
Tổng tài sản dài hạn	103,620	94,015	91,890	97,957	105,545
Tổng cộng tài sản	147,383	147,585	127,293	137,377	149,824
Nợ ngắn hạn	28,030	26,724	21,827	22,345	20,063
Phải trả người bán	6,318	7,171	7,022	8,202	9,486
Nợ ngắn hạn khác	14,109	23,602	5,445	6,251	7,168
Tổng nợ ngắn hạn	50,423	58,712	35,473	38,109	38,172
Nợ dài hạn	41,542	38,825	38,974	38,319	40,029
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	3,406	2,476	2,413	2,413	2,413
Nợ dài hạn khác	8,250	6,331	2,859	2,859	2,859
Tổng nợ dài hạn	53,198	47,632	44,245	43,591	45,301
Tổng nợ phải trả	109,146	106,832	80,211	82,192	83,966
Vốn chủ sở hữu	26,560	30,242	34,067	39,254	46,553
Lợi ích cổ đông thiểu số	11,678	10,510	13,015	15,931	19,305
Tổng vốn chủ sở hữu	38,237	40,752	47,082	55,185	65,859
Tổng nợ phải trả và VCSH	147,383	147,585	127,293	137,377	149,824
BVPS (đ)	18,625	19,989	22,406	25,817	30,617
Nợ thuần*/(tiền mặt)	59,448	46,931	44,277	41,941	38,486

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	4,179	6,173	7,428	8,853	10,212
Khấu hao	(4,007)	(4,133)	(3,813)	(4,182)	(4,441)
Lãi vay thuần	(7,357)	(6,189)	(5,396)	(5,281)	(5,242)
Thuế TNDN đã nộp	(816)	(1,408)	(1,321)	(1,542)	(1,778)
Thay đổi vốn lưu động	631	6,519	(22,162)	279	344
Khác	(143)	298	10,990	(12,842)	(14,524)
LCT thuần từ HKKD	500	9,525	(6,648)	(6,350)	(6,548)
Đầu tư TS dài hạn	(2,229)	(3,099)	3,395	(3,716)	(3,832)
Góp vốn & đầu tư	(11.8)	(6,557)	0	0	0
Thanh lý	-	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐĐT	-	-	-	-	-
Cổ tức trả cho CSH	(244)	(1,721)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	71.1	6,412	0	0	0
Tăng/giảm nợ	3,734	4,995	(4,749)	(136)	(572)
Khác	(15.3)	(14.1)	4,098	10,202	11,507
LCT thuần từ HĐTC	3,546	9,672	(651)	10,066	10,935
Tiền & tương đương tiền đầu kì	13,853	10,125	18,618	16,523	18,723
LCT thuần trong kỳ	-	-	-	-	-
Ảnh hưởng của tỷ giá	48.4	(10.1)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	-	-	-	-	-
Dòng tiền tự do	(1,728)	6,426	(3,252)	(10,066)	(10,380)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	28.3	29.6	31.6	31.5	31.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.5	12.4	13.4	13.3	13.0
Tỷ suất LNT (%)	0.54	2.40	4.48	5.31	6.47
Thuế TNDN hiện hành (%)	27.0	29.1	17.5	16.1	14.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	2.71	6.30	0.70	16.6	15.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(9.81)	25.9	9.08	16.0	12.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(88.3)	377	87.5	38.4	40.7
Tăng trưởng EPS (%)	(88.3)	358	83.3	38.4	40.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(88.3)	358	83.3	38.4	40.7
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.59	7.04	11.7	14.1	17.0
ROACE (%)	4.83	6.64	8.22	9.27	9.68
Vòng quay tài sản (lần)	0.54	0.56	0.61	0.74	0.79
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.12	1.54	(0.89)	(0.72)	(0.64)
Số ngày tồn kho	85.7	67.3	69.6	69.5	69.4
Số ngày phải thu	77.9	136	32.1	27.6	23.9
Số ngày phải trả	41.1	44.7	44.7	44.7	44.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	227	156	131	107	83.2
Nợ/tài sản (%)	47.8	44.5	47.9	44.3	40.3
EBIT/lãi vay (lần)	0.57	1.00	1.38	1.68	1.95
Nợ/EBITDA (lần)	8.60	6.38	5.43	4.67	4.12
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.87	0.91	1.00	1.03	1.16
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.19	1.99	1.96	1.65	1.40
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.0	16.1	14.6	12.4	10.8
P/E (lần)	268	58.5	31.9	23.0	16.4
P/E ĐC (lần)	268	58.5	31.9	23.0	16.4
P/B (lần)	4.22	3.93	3.51	3.04	2.57
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn