

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Các mảng kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ

15/03/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

LNST của công ty mẹ cả năm 2025 tăng 106% YoY

Trong 4Q25, doanh thu và LNST thuộc CĐ công ty mẹ của MSN đạt lần lượt 21,164 tỷ VNĐ (-1.5%YoY) và 1,209 tỷ VNĐ (+ 72%YoY). Lũy kế cả năm, doanh thu và LNST thuộc CĐ công ty mẹ của MSN đạt lần lượt 83,178 tỷ VNĐ (-1% YoY) và 4,108 tỷ VNĐ (+106% YoY), hoàn thành lần lượt 101% và 111% dự phóng của chúng tôi.

MCH kì vọng phục hồi đáng kể nhờ các quy định với hộ kinh doanh dần được thích ứng

Các quy định về thuế với hộ kinh doanh dần được thích ứng đem lại triển vọng phục hồi đáng kể cho các mặt tiêu dùng của Masan Consumer. Các sản phẩm mới và hệ thống phân phối trực tiếp ổn định trong 2026 sẽ là động lực gia tăng doanh số và cải thiện hiệu quả kinh doanh.

Quy mô hệ thống bán lẻ hiện đại tiếp tục mở rộng, chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng truyền thống

Chúng tôi dự báo thị phần bán lẻ hiện đại sẽ tiếp tục tăng 1-1.5% trong 2026, được thúc đẩy bởi nhu cầu mua sắm hiện đại và lợi thế giá rẻ của các cửa hàng nhỏ lẻ không còn, đem lại dư địa tăng trưởng doanh thu từ 10-15%/năm cho thị trường này. KBSV dự phóng WCM sẽ mở mới 1,000 cửa hàng trong 2026 (+20% YoY) và tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ đạt 8%.

Mảng khai khoáng kì vọng đem lại tăng trưởng lợi nhuận cao, +11,991% YoY trong 2026

Nguồn cung tiếp tục thắt chặt từ Trung Quốc và nhu cầu cao từ các ngành công nghiệp sẽ thúc đẩy giá bán Vonfram neo cao, hiện đạt quanh mức 2,000 USD/mtu. Với hiệu suất ổn định hơn sau khi bảo dưỡng trong 2025, chúng tôi kì vọng MSR sẽ ghi nhận sự phục hồi về sản lượng quặng chế biến Vonfram, Florit và đồng.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 102,700 VNĐ/ Cổ phiếu

Bằng phương pháp định giá tổng thành phần (SOTP), KBSV xác định giá trị hợp lý là 102,700 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá là 41% so với giá cổ phiếu hiện tại.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 102,700
Tăng/giảm (%)	41%
Giá hiện tại (15/03/2025)	VND 73,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 104,700
Vốn hóa thị trường	111.2/4.2
(nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	50%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	843.6/32.1
Sở hữu nước ngoài (%)	25.4%
Cổ đông lớn	CTCP Masan (31%)

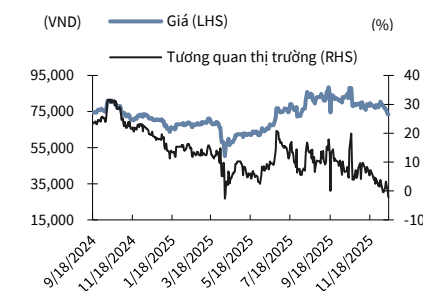
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.3	1.9	-10.2	8.3
Tương đối	2.9	-0.1	-12.9	-20.2

Dự phóng KQKD & định giá

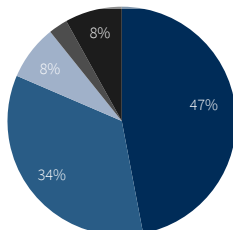
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	83,178	81,621	98,672	110,034
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	6,761	7,922	13,771	20,105
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,999	4,108	5,680	8,846
EPS (VNĐ)	1,321	2,702	3,736	5,818
Tăng trưởng EPS (%)	352	104	38	56
P/E (x)	57	28	20	13
P/B (x)	3.8	3.2	2.8	2.3
ROE (%)	7	13	15	19
Tỷ suất cổ tức (%)	1.5	0.8	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu hợp nhất 2025



Hoạt động kinh doanh

MSN được thành lập từ năm 2004, lĩnh vực kinh doanh chủ yếu là hàng tiêu dùng, bán lẻ và khai khoáng. MSN đã xây dựng được hệ sinh thái Tiêu dùng - Bán lẻ hoàn chỉnh, là sự kết hợp giữa các sản phẩm có thương hiệu lâu đời (MCH) và hệ thống cửa hàng bán lẻ hiện đại Wincommerce. Công ty cũng phát triển thành công mảng thịt heo, gà mát thương hiệu và các sản phẩm thịt ăn liền như xúc xích Ponnies. Công ty dẫn đầu về thị phần ở hầu hết mảng kinh doanh cốt lõi

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Tỷ lệ thâm nhập của bán lẻ hiện đại dự kiến tăng 1.5%/năm trong giai đoạn 2026-2030, đem lại tiềm năng tăng trưởng quy mô thị trường từ 10%-15% cho WCM

Giá Vonfram neo cao do nguồn cung thiếu hụt từ Trung Quốc, đem lại doanh thu và LNST của MSR đạt lần lượt là 14,407 tỷ VNĐ (+94% YoY) và 1,363 tỷ VNĐ (+11,991% YoY)

Cao cấp hóa ngành hàng và xuất khẩu dự kiến giúp MCH duy trì tăng trưởng trung bình 10-15%/năm trong giai đoạn 2026-2030

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của [báo cáo trước](#)

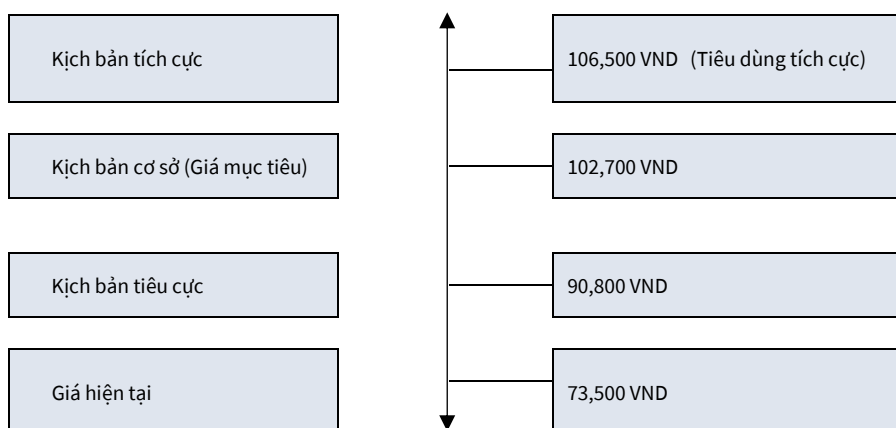
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Doanh thu	98,672	110,034	10%	NA	98,119	NA	1%	NA
EBIT	13,386	20,092	-1%	NA	10,780	NA	24%	NA
LNST công ty mẹ	5,680	8,846	-8%	NA	6,070	NA	-6%	NA

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở (2026)

- 1) Doanh thu MCH/WCM/MML/MSR + 12%/21%/-1%/94% YoY
- 2) Biên gộp đạt 34.7%
- 3) Bán lẻ cả nước tăng 8%

Kịch bản tích cực (2026)

- 1) Doanh thu MCH/WCM/MML/MSR + 14%/24%/+1%/+150% YoY
- 2) Biên gộp đạt 35%
- 3) Bán lẻ cả nước tăng > 10%

Kịch bản tiêu cực

- 1) Doanh thu MCH/WCM/MML/MSR +10%/18%/-3%/+60% YoY
- 2) Biên gộp đạt 34%
- 3) Bán lẻ cả nước tăng 6%

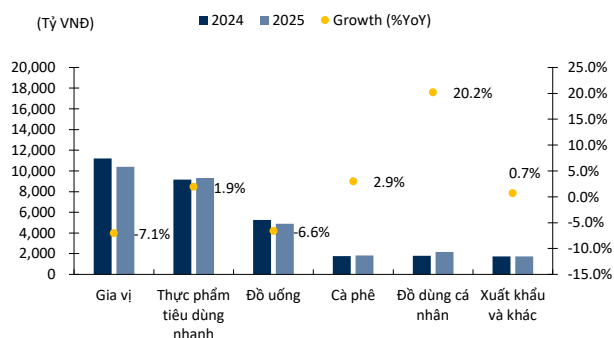
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(tỷ VNĐ)	4Q2024	4Q2025	+/-%YoY	2024	2025	+/-%YoY	Nhận định
Doanh thu hợp nhất	21,487	21,164	-2%	83,178	81,621	-2%	
MCH	8,942	9,275	4%	30,897	30,557	-1%	Sau giai đoạn bị ảnh hưởng bởi thuế khoán, MCH đã ghi nhận doanh thu phục hồi nhẹ
WCM	8,557	9,752	14%	33,105	38,213	15%	Tiếp đà tích cực với doanh thu cùng cửa hàng (LFL) tăng 11.3% trong quý 4. Lũy kế, tăng trưởng LFL đạt 9% YoY, vượt dự báo là 8% YoY. Tổng cửa hàng toàn hệ thống đạt 4,392 CH, tăng 15% YTD
MML	2,204	2,437	11%	7,650	9,230	21%	Tiếp tục duy trì đà tích cực nhờ giá heo cao và mở rộng ngành hàng thực phẩm đóng gói ăn liền
MSR	3,868	2,395	-38%	14,336	7,443	-48%	Doanh thu giảm do không ghi nhận từ công ty con đã thoái vốn. Tăng trưởng doanh thu tương đương đạt lần lượt 7.4%/18.8% trong 4Q25 và cả năm, nhờ giá Vonfram tăng mạnh trong cuối năm
Lợi nhuận gộp	7,063	7,255	3%	24,656	25,581	4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>32.9%</i>	<i>34.3%</i>	<i>141bps</i>	<i>29.6%</i>	<i>31.3%</i>	<i>170bps</i>	
MCH	46.7%	45.4%	-134bps	46.6%	45.6%	-111bps	Chủ yếu do tác động của thuế khoán khiến doanh thu sụt giảm và giá nguyên liệu cà phê neo cao.
WCM	26.5%	24.7%	-178bps	24.5%	23.1%	-148bps	Biên gộp giảm nhưng kéo theo chi phí S&A giảm mạnh hơn do thay đổi cách ghi nhận. Biên EBIT của WCM cả năm đạt 2.2%, +180bps.
MML	27.6%	29.4%	176bps	25.6%	28.0%	232bps	
MSR	9.8%	21.0%	1116bps	6.2%	18.0%	1177bps	Duy trì biên gộp cao nhờ giá đầu ra cải thiện mạnh
Thu nhập tài chính	1,968	321	-84%	4,044	2,094	-48%	
Chi phí tài chính	1,917	1,604	-16%	7,900	6,916	-12%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	764	1,384	81%	4,444	5,080	14%	
SG&A	4,510	4,714	5%	18,482	17,916	-3%	
<i>SG&A/doanh thu</i>	<i>21.0%</i>	<i>22.3%</i>	<i>128bps</i>	<i>22.2%</i>	<i>22.0%</i>	<i>-27bps</i>	
Lãi/lỗ từ HĐKD	3,367	2,643	-22%	6,761	7,922	17%	
Thu nhập khác	-28	24	-188%	(736)	(34)	-95%	Quy mô lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ đến từ (1) WCM ghi nhận LNST tăng 496 tỷ; (2) MSR ghi nhận LNST tăng 1,650 tỷ, bù đắp cho đà sụt giảm của MCH do trả cổ tức và tác động của thuế khoán
Lợi nhuận trước thuế	2,657	2,667	0%	6,025	7,888	31%	
Lợi nhuận sau thuế	1,547	2,295	48%	4,272	6,764	58%	
LNST công ty mẹ	691	1,474	113%	1,999	4,108	106%	
<i>Biên LNST</i>	<i>3.2%</i>	<i>7.0%</i>	<i>375bps</i>	<i>2.4%</i>	<i>5.0%</i>	<i>263bps</i>	

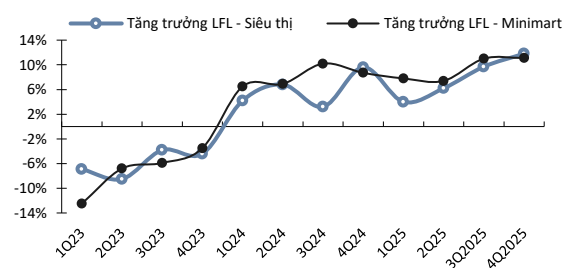
Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 2. Tổng doanh thu của MCH chỉ giảm nhẹ -1%YoY nhờ đà phục hồi trong dịp cuối năm



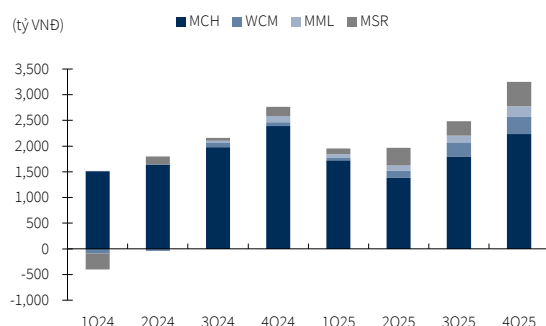
Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 4. Tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng cũ (LFL) của chuỗi WCM đang cải thiện mạnh mẽ



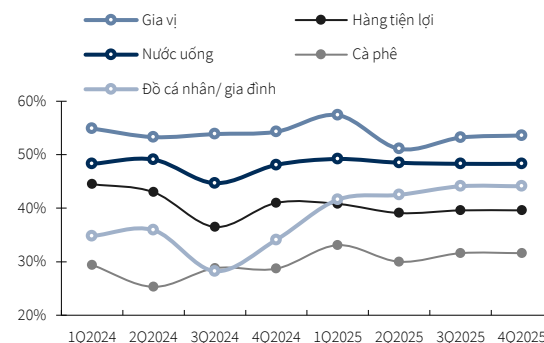
Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 6. Sự cải thiện của WCM, MML và MSR giúp bù đắp sự sụt giảm của MCH trong lợi nhuận hoạt động (EBIT)



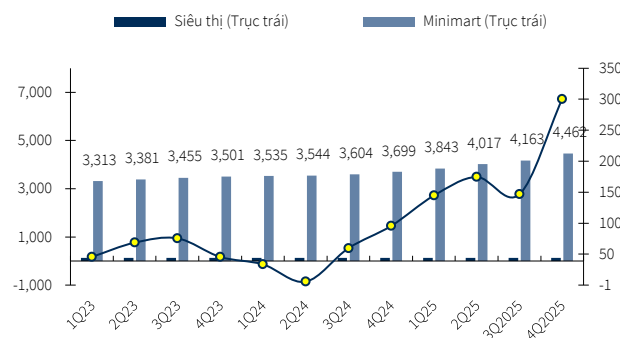
Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 3: Biên lợi nhuận gộp các mảng của Masan Consumer (UPCOM: MCH) vẫn vững chắc



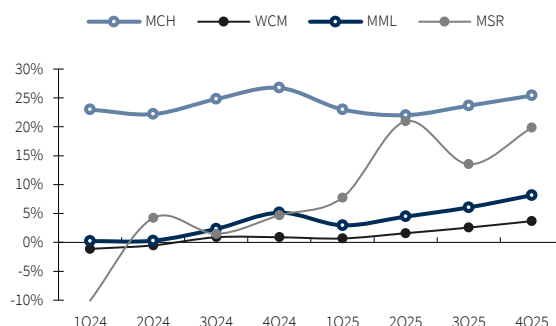
Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 5. WCM tăng tốc mở cửa hàng trong quý 4, tận dụng nhu cầu cao điểm cuối năm



Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 7. Biên EBIT của các mảng kinh doanh đang cải thiện tốt, ngoại trừ tác động trong ngắn hạn với MCH



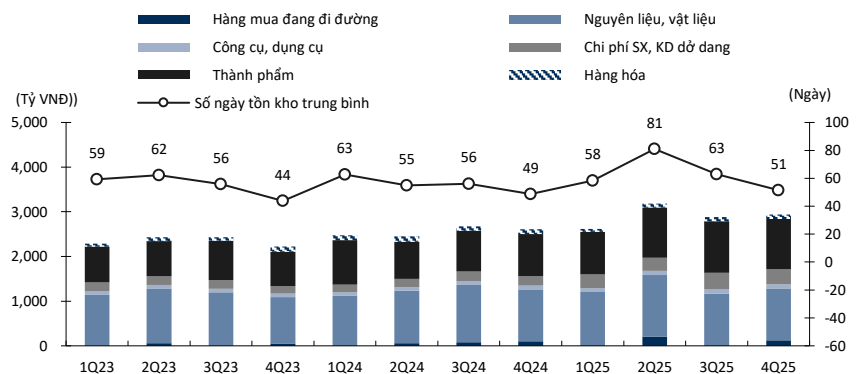
Nguồn: MSN, KBSV tổng hợp và ước tính

Kì vọng các mảng kinh doanh của Masan Consumer phục hồi đáng kể và đẩy mạnh ra mắt sản phẩm mới

KBSV cho rằng nhu cầu nhập hàng sẽ tăng trưởng cao trong 2026 khi các quy định về thuế với hộ kinh doanh nhỏ lẻ dần được thích ứng và hệ thống phân phối bán hàng mới của MCH dần đi vào hoạt động ổn định. Chúng tôi lưu ý MCH đã chủ động tái cấu trúc phương thức phân phối và ngừng ra mắt các sản phẩm mới trong 2025, với bối cảnh thị trường được đánh giá là không thuận lợi. Theo đó, khả năng bán hàng cải thiện và ra mắt các sản phẩm mới sẽ đem lại động lực tăng trưởng đáng kể từ năm 2026.

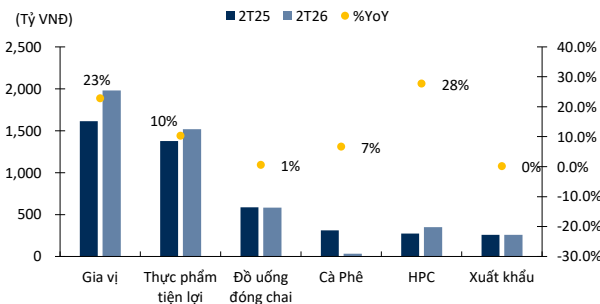
Số ngày tồn kho trong quý đã giảm đáng kể trong giai đoạn nửa cuối năm 2025, sau khi chạm 80 ngày trong quý 2 do tác động của thuế đối với hộ kinh doanh khiến các đại lý ngần ngại nhập hàng. Điều này hàm ý nhu cầu đã phục hồi ổn định, cùng với khả năng quản lý tồn kho hiệu quả hơn của MCH

Biểu đồ 8. Tình hình tồn kho tại kì và số ngày tồn kho trung bình 12T của MCH



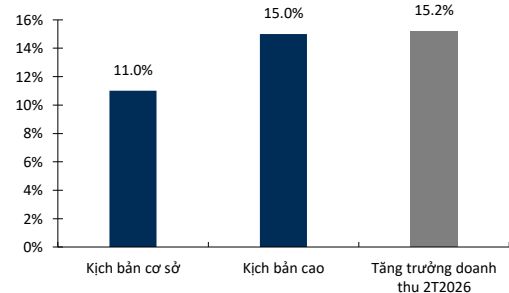
Nguồn: Báo cáo tài chính MCH, KBSV tính toán

Biểu đồ 9. Tình hình doanh thu của MCH trong 2T-2026



Nguồn: MSN

Biểu đồ 10. Kế hoạch doanh thu của MCH và tiến độ thực hiện



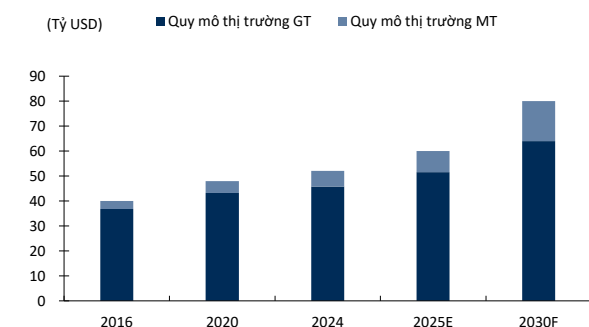
Nguồn: MSN

Trong 2T- 2026, MCH ghi nhận tổng doanh thu cải thiện đáng kể, +15.2% YoY, cho thấy nhu cầu nhập hàng của các kênh phân phối & bán lẻ phục hồi và nhu cầu trong dịp lễ tết tiếp tục tăng trưởng tích cực. Hệ thống phân phối tự chủ “Retail Supreme” cũng đang cho thấy sự tăng trưởng đáng kể về quy mô tiếp cận với số lượng điểm đạt 420 nghìn, +80% YoY. Cả năm 2026, MCH đạt mục tiêu đạt 1 triệu điểm phân phối trực tiếp (gồm cửa hàng bán lẻ và kênh nhà hàng), tương đương gấp 2.5 lần quy mô hiện tại. Hiện cả nước có khoảng 1.5 triệu cửa hàng bán lẻ, cho thấy độ phủ của chiến lược này còn nhiều dư địa tăng trưởng mạnh mẽ, giúp gia tăng hiệu quả phân phối và ra mắt sản phẩm mới.

Mảng bán lẻ Wincommerce tiếp tục duy trì tăng trưởng cao về số lượng cửa hàng và doanh số, tận dụng nhu cầu tiêu dùng hiện đại tăng trưởng mạnh

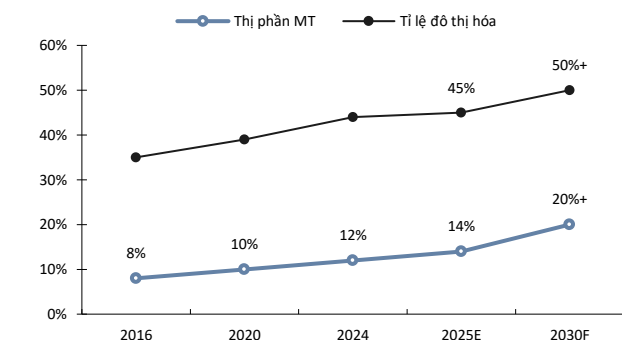
Cùng với việc đẩy mạnh hợp thức hóa các mức thuế cho hộ kinh doanh bán lẻ, các cửa hàng bán lẻ hiện đại sẽ tiếp tục được nâng cao khả năng cạnh tranh lành mạnh. Theo đó, xu hướng tiêu dùng tại các kênh bán lẻ tiếp tục tăng trưởng, với tốc độ thâm nhập trung bình tăng 1.5%/năm và dự kiến đạt trên 20% vào năm 2030, được dẫn dắt bởi thói quen mua sắm đòi hỏi sự tiện lợi, trải nghiệm tốt hơn và khả năng chi trả ngày càng tăng của người tiêu dùng. Với dung lượng thị trường bán lẻ tiếp tục tăng trưởng cao 8%/năm, chúng tôi dự báo quy mô thị trường bán lẻ sẽ tăng gấp đôi so với hiện tại vào năm 2030, tương đương tốc độ tăng trưởng ~15%/năm. Với thương hiệu mạnh, mô hình cửa hàng đa dạng từng phân khúc và đặc điểm khu vực, WCM có sẵn khả năng để tận dụng đà sức tăng trưởng của thị trường này.

Biểu đồ 11. Quy mô thị trường bán lẻ Việt Nam



Nguồn: MSN

Biểu đồ 12. Thị phần kênh bán lẻ hiện đại (MT) và tỉ lệ đô thị hóa



Nguồn: MSN ước tính, GSO, Bộ Xây Dựng

Với kế hoạch cơ sở 1,000 cửa hàng mở mới (+23% so với cuối năm 2025) trong 2026, WCM đã hoàn thành được 14.5% kế hoạch cơ sở với 145 cửa hàng mới trong 2 tháng đầu năm. Doanh nghiệp cũng cho biết tăng trưởng LFL tiếp tục cao, đạt 16.7% YoY, cho thấy sức mua cao của dịp tết và thói quen tiêu dùng ngày càng hướng tới các cửa hàng hiện đại. KBSV kì vọng WCM sẽ hướng tới mục tiêu mở mới 1,500 cửa hàng ở kịch bản cao và tăng trưởng LFL là 8% YoY.

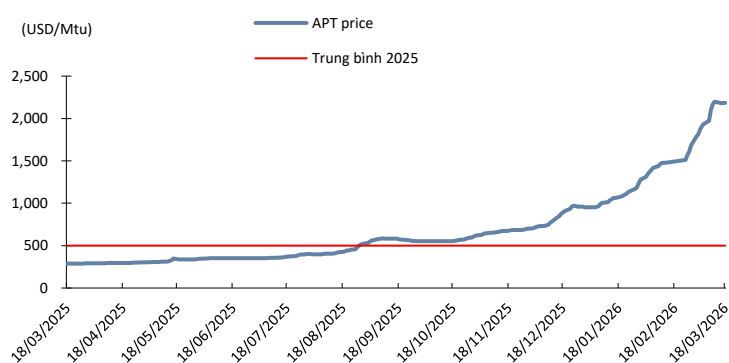
Giá Vonfram neo cao đem lại triển vọng khả quan cho MSR

Các tác động của xung đột địa chính trị và thương mại trên toàn cầu đã khiến giá APT tăng mạnh, đạt quanh mức 2,000 USD/mtu trong tháng 3-2026, gấp 4-5 lần mức trung bình 500 USD/mtu của 2025. Nguyên nhân chính đến từ việc Trung Quốc, quốc gia kiểm soát hơn 80% sản lượng khai thác và 90% năng lực tinh luyện Vonfram toàn cầu, đã áp dụng các biện pháp kiểm soát xuất khẩu nghiêm ngặt từ đầu năm 2025, dẫn đến sự sụt giảm gần 40% khối lượng xuất khẩu Vonfram ra thị trường thế giới. Trong quý 4-2025, quốc gia này còn bắt ngờ trở thành quốc gia nhập khẩu ròng nguyên liệu thô Vonfram do hạn mức khai thác trong nước bị cắt giảm, càng gia tăng sự đứt gãy trong chuỗi cung ứng trên toàn cầu và được dự báo sẽ duy trì áp lực tăng giá lâu dài. Điều này sẽ tác động hai chiều lên MSR, với giá bán đầu ra cao hơn nhưng sẽ gặp áp lực chi phí khi doanh nghiệp này vẫn phải nhập khẩu hoặc nguyên liệu thô hạ nguồn để tinh chế cho hệ thống sản xuất hiện tại.

Chúng tôi giả định giá muối bột Vonfram (APT) trung bình cả năm của MSR là

1,000 USD/Mtu, thấp hơn so với mức trung 2,000 USD/Mtu trong T2-2026. Sau hai đợt bảo dưỡng nhà máy trong 2025, chúng tôi kì vọng sản lượng khai thác quặng chế biến và các sản phẩm hạ nguồn như APT, Florit và bismut sẽ phục hồi tích cực trong 2026.

Biểu đồ 13. Giá bán bột muối APT



Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

Tiềm năng mở rộng quy mô quặng trong tương lai

Ngày 24/ 11/ 2025, Phó Thủ tướng Chính phủ Trần Hồng Hà đã chính thức ký ban hành Quyết định số 2581/QĐ-TTg, phê duyệt việc điều chỉnh "Quy hoạch thăm dò, khai thác, chế biến và sử dụng các loại khoáng sản thời kỳ 2021 - 2030, tầm nhìn đến năm 2050". Quyết định này giúp tháo gỡ các vướng mắc pháp lý về khai thác trữ lượng 28 triệu tấn hàm lò của quặng Núi Pháo, tương đương khoảng 30% tổng trữ lượng. Trước đây, MSR chủ yếu chỉ khai thác lộ thiên, vốn chịu rủi ro về thời tiết và có hàm lượng cấp thấp hơn. Việc được phép mở rộng quặng hàm lò cho phép công ty khai thác quặng chất lượng cao ở trung tâm mạch giàu nhất, cũng như có khả năng kiểm soát tốt hơn rủi ro thời tiết.

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 14. Dự phóng KQKD 2025-2026

(tỷ VND)	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu hợp nhất	81,621	98,672	21%	110,034	12%	
MCH	30,557	34,218	12%	37,486	10%	Động lực tăng trưởng chính là sự phục hồi của kênh phân phối và phát triển các sản phẩm mới có giá bán cao hơn
WCM	37,045	44,686	21%	55,536	24%	Mở 1,000 cửa hàng mới mỗi năm và tăng trưởng doanh thu của hàng cũ LFL là 8% YoY
MML	9,230	9,107	-1%	9,562	5%	Kì vọng các mặt hàng chế biến và thịt heo/gà thương hiệu tiếp tục tăng trưởng 15%, trong khi mảng trang trại giảm do tái cấu trúc
MSR	7,443	14,407	94%	11,707	-19%	Giá định giá APT là 1,200 USD/mtu trong cả năm 2026 trước khi hạ nhiệt trong 2027 dựa trên quan điểm thận trọng
Lợi nhuận gộp	25,581	34,221	34%	44,361	30%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>31.3%</i>	<i>34.7%</i>	<i>334bps</i>	<i>40.3%</i>	<i>563bps</i>	
MCH	45.5%	45.5%	-1bps	45.5%	0bps	Chúng tôi kì vọng biên gộp sẽ ổn định ở vùng hiện tại do chi phí đầu vào của các mặt hàng bị tác động tiêu cực bởi triển vọng giá dầu neo cao trong khi sức mua nhìn chung tăng trưởng chậm.
WCM	23.1%	23.1%	4bps	23.1%	-1bps	
MML	28.0%	25.0%	-297bps	25.0%	0bps	
MSR	19.6%	20.0%	38bps	18.0%	-200bps	Giá Vonfram neo cao tác động đến cả chi phí đầu vào nhưng được bù đắp bởi giá bán cao ở đỉnh và sản lượng khai thác quặng tốt hơn sau 2 kì bảo dưỡng nhà máy trong 2025
Thu nhập tài chính	2,094	2,544	21%	3,049	20%	Do lãi suất tăng mạnh
Chi phí tài chính	6,916	8,467	22%	9,176	8%	Áp lực lãi suất tăng cao từ 0.5%-1%, ảnh hưởng đến các khoản vay và trái phiếu thả nổi của MSN
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	5,080	6,307	24%	6,139	-3%	Lợi nhuận từ LDLK tiếp tục tăng cao, chủ yếu đến từ TCB
SG&A	17,916	20,835	16%	24,269	16%	
Lợi nhuận trước thuế	7,888	13,771	75%	20,105	46%	
<i>Biên LNTT</i>	<i>9.7%</i>	<i>14.0%</i>	<i>429bps</i>	<i>18.3%</i>	<i>432bps</i>	
Lợi nhuận sau thuế	6,764	10,328	53%	16,084	56%	
LN sau thuế công ty mẹ	4,108	5,680	38%	8,846	56%	
<i>Biên LNST</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.8%</i>	<i>72bps</i>	<i>8.0%</i>	<i>228bps</i>	

Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

Bảng 15. Doanh thu các mảng của MCH và MML

	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
MCH	30,557	34,218	12%	37,486	10%	
Gia vị	10,405	11,888	14%	13,076	10%	- Doanh thu của MCH kì vọng phục hồi mạnh mẽ trong 2026, tận dụng nhu cầu ổn định và phát triển kênh phân phối mới. Các chiến lược cao cấp hóa và ra mắt sản phẩm mới sẽ đóng góp lớn vào tăng trưởng 13% trong 2026.
Thực phẩm tiêu dùng nhanh	9,327	10,593	14%	11,653	10%	
Đồ uống	4,901	5,197	6%	5,457	5%	
Cà phê	1,821	2,059	13%	2,265	10%	
Đồ dùng cá nhân	2,174	2,452	13%	2,747	12%	
Xuất khẩu & khác	1,735	2,028	17%	2,288	13%	
MML	9,230	9,107	-1%	9,562	5%	
Thịt thương hiệu	3,793	3,983	5%	4,182	5%	Mảng thịt thương hiệu và chế biến tiếp tục duy trì được đà tăng trưởng tốt, bù đắp cho sự sụt giảm của mảng trang trại do giá heo và gà dự kiến thấp hơn trong 2026
Thịt chế biến	3,218	3,540	10%	3,894	10%	
Trang trại	2,193	1,834	-16%	1,765	-4%	

Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
102,700VND/cổ phiếu**

Chúng tôi tiếp tục định giá cổ phiếu MSN với phương pháp tổng các thành phần (SOTP) để định giá cổ phiếu MSN. Chúng tôi tiến hành định giá các công ty con đóng góp tỷ trọng doanh thu lớn bao gồm WCM, MCH, MML, MHT, TCB, PLH. Sau khi định giá giá trị cổ phần, chúng tôi tiến hành chiết khấu 10% mô hình tập đoàn.

(1) Với MCH, chúng tôi tiếp tục duy trì phương pháp P/E dự phóng ở mức 15 lần, phù hợp với lợi thế thương hiệu và tiềm năng tăng trưởng LNST dài hạn ở mức 10%-15%/năm. Dự phóng LNST trong 2026 phục hồi đạt 8,134 tỷ VNĐ (+22% YoY so với 2025).

(2) Với WCM, chúng tôi sử dụng phương pháp P/S với P/S dự phóng cho 2026 là 1.1 lần, tương đương định giá của một số chuỗi bán lẻ bách hoá trong khu vực (Bách Hoá Xanh, Alfamart).

(3) Với MML, chúng tôi sử dụng mức P/B vào cuối 2026 là 1.3 lần, phản ánh tính chu kỳ của ngành.

(4) Với PLH, chúng tôi sử dụng giá trị thương vụ MSN mua lại PLH với chiết khấu 50% do triển vọng cạnh tranh gay gắt của ngành và hiệu quả hoạt động không đạt kì vọng

(5) Với MSR, chúng tôi sử dụng PB mục tiêu là 1 lần do MSR kì vọng giá Vonfram ở mức cao đem lại khả năng sinh lời vượt trội cho MSR.

(6) Với TCB, chúng tôi sử dụng định giá của KBSV cập nhật ngày 01/12/2025.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu MSN, mức giá mục tiêu là 102,700 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 36% giá đóng cửa ở thời điểm hiện tại.

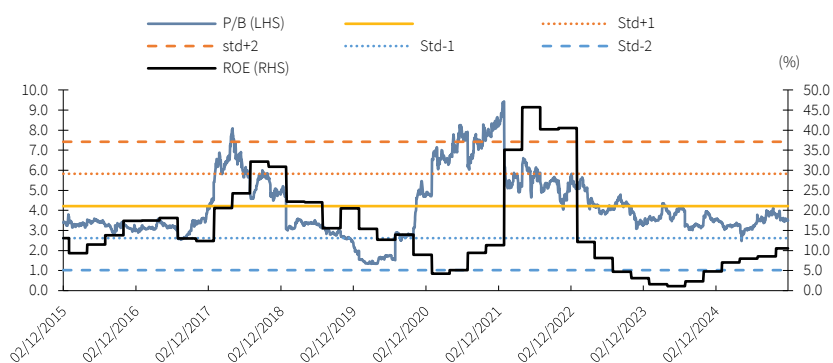
Bảng 16. Định giá từng phần SOTP

Công ty	Phương pháp	Giá trị cổ phần (tỷ VNĐ)	% Sở hữu	Giá trị sở hữu (tỷ VNĐ)
MCH	P/E tại 2026	114,204	66.0%	77,777
WCM	P/S tại 2026	48,396	85.4%	43,455
MML	PB tại 2026	6,604	94.3%	6,332
MSR	PB tại 2026	7,173	94.9%	12,848
Phuc Long Heritage	Theo giá trị thương vụ	3,871	85.0%	3,290
TCB	Theo định giá của KBSV	305,407	19.8%	60,471
Tổng (Tỷ VNĐ)				204,172
Nợ ở cấp công ty mẹ, điều chỉnh cho các công ty con (Tỷ VNĐ)				(30,699)
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)				173,472
Chiết khấu tập đoàn				10%
Giá trị vốn chủ sở hữu sau chiết khấu (Tỷ VNĐ)				156,125
Số lượng cổ phiếu (Triệu cp)				1,520
Giá trị hợp lý (VNĐ/ cổ phiếu)				102,700

Nguồn: KBSV dự phóng

Với ROE đạt 13% trong 2025 và kì vọng đạt 15%/19% trong 2026/2027, MSN có thể được tái định giá ở mức PB cao hơn dựa vào quá khứ.

Biểu đồ 16. Chỉ số P/B và ROE của MSN giai đoạn 2020-2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

MSN – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2027

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
(Báo cáo chuẩn)	2024	2025	2026F	2027F	(Báo cáo chuẩn)	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần	83,178	81,621	98,672	110,034	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	147,585	128,963	145,975	167,180
Giá vốn hàng bán	58,522	56,041	64,451	65,674	Tài sản ngắn hạn	53,570	36,234	46,689	61,408
Lãi gộp	24,656	25,581	34,221	44,361	Tiền và tương đương tiền	18,618	12,102	19,301	32,732
Thu nhập tài chính	4,044	2,094	2,544	3,049	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	608	5,380	5,380	5,380
Chi phí tài chính	7,900	6,916	8,467	9,176	Các khoản phải thu	21,865	5,639	6,817	7,602
Trong đó: Chi phí lãi vay	6,405	5,418	6,691	7,195	Hàng tồn kho, ròng	10,787	11,262	12,952	13,198
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	Tài sản dài hạn	94,015	92,729	99,286	105,772
Chi phí bán hàng	14,565	14,203	16,516	19,238	Phải thu dài hạn	8,524	4,950	4,950	4,950
Chi phí quản lý doanh nghiệp	3,917	3,714	4,319	5,031	Tài sản cố định	36,827	35,280	35,303	35,321
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	6,761	7,922	13,771	20,105	Tài sản dở dang dài hạn	1,671	1,161	2,020	2,977
Thu nhập khác	180	446	0	0	Đầu tư dài hạn	35,323	39,473	45,780	51,919
Chi phí khác	-916	-480	0	0	Lợi thế thương mại	3,588	2,968	2,347	1,727
Thu nhập khác, ròng	-736	-34	0	0	NỢ PHẢI TRẢ	106,832	83,885	90,571	95,691
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	4,444	5,080	6,307	6,139	Nợ ngắn hạn	58,712	40,257	44,076	46,361
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	6,025	7,888	13,771	20,105	Phải trả người bán	7,171	8,363	8,257	8,754
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,752	-1,125	3,443	4,021	Người mua trả tiền trước	309	309	309	309
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	4,272	6,764	10,328	16,084	Vay ngắn hạn	26,724	24,331	27,503	29,085
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2,273	2,655	4,648	7,238	Nợ dài hạn	48,120	43,627	46,494	49,330
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,999	4,108	5,680	8,846	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	16	0	76	88
					Nợ dài hạn khác	6,331	176	176	176
Chỉ số hoạt động					Vay dài hạn	38,825	40,546	43,414	46,249
	2024	2025	2026F	2027F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	40,752	45,079	55,405	71,489
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29.6%	31.3%	34.7%	40.3%	Vốn góp	15,129	15,205	15,204	15,204
Tỷ suất EBITDA	20.2%	19.9%	20.1%	20.1%	Thặng dư vốn cổ phần	14,165	14,165	14,165	14,165
Tỷ suất EBIT	16.8%	16.1%	16.3%	16.3%	Lãi chưa phân phối	9,336	14,367	20,047	28,893
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	7.2%	9.7%	14.0%	18.3%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	8.1%	9.7%	14.0%	18.3%	Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.4%	5.0%	5.8%	8.0%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	10,510	9,730	14,377	21,615
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F	Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
Lãi trước thuế	6,025	7,888	13,771	20,105	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	4,133	3,429	3,575	3,740	P/E	56.9	27.7	20.0	12.9
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-7,055	-6,232	-8,851	-9,189	P/E pha loãng	59.8	29.1	21.1	13.5
Chi phí lãi vay	8,274	6,556	6,691	7,195	P/B	3.8	3.2	2.8	2.3
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	11,377	11,640	15,185	21,852	P/S	1.4	1.4	1.2	1.0
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-338	300	-1,178	-785	P/Tangible Book	3.1	2.7	2.1	1.6
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-99	-672	-1,690	-246	P/Cash Flow	0.2	-0.2	0.2	0.1
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	2,143	1,078	647	702	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	17.4	16.1	10.9	7.9
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	628	98	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	29.0	23.3	13.8	9.4
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-4,187	-11,074	-10,521	-11,474	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	9,525	1,370	2,444	10,049	ROE%	7%	13%	15%	19%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-3,099	-1,878	-3,825	-4,086	ROA%	1%	3%	4%	6%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	35	22	0	0	ROIC%	7%	8%	9%	13%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-40,732	-13,281	0	0	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	32,404	32,034	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.4	0.7
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-6,557	-3,114	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.3	0.4	0.6	0.8
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	4,284	85	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.9	0.9	1.1	1.3
Cổ tức và tiền lãi nhận được	2,972	3,031	2,544	3,049	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	1.0	0.9	0.8	0.6
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-10,694	16,899	-1,281	-1,037	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	6,412	2,823	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	1.4	0.9	0.8	0.6
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	-2,552	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	93,606	59,985	70,916	75,335	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	1.4	0.9	0.8	0.6
Tiền trả các khoản đi vay	-88,625	-84,149	-64,877	-70,916	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.7	0.7	0.6	0.6
Cổ tức đã trả	-1,721	-890	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	2.6	1.9	1.6	1.3
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.7	0.7	0.6	0.6
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	9,672	-24,784	6,039	4,419	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	8,504	-6,515	7,201	13,431	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	96	25	25	25
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	10,125	18,618	12,102	19,301	Hệ số quay vòng HTK	67	73	73	73
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	18,618	12,102	19,301	32,732	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	45	54	47	49

Nguồn: MSN, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.