

Mua vào (giữ nguyên)

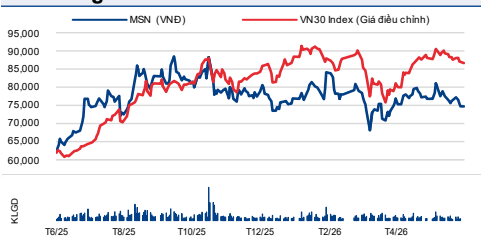
Giá mục tiêu: VNĐ114,200 (từ VNĐ109,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 52.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (1/6/2026)	74,700
Mã Bloomberg	MSN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	62,100-88,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	74,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	108,010
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,103
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	58.8%
Cổ đông lớn	ng ty cổ phần Masan (24.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.73)	(5.44)	20.5
So với chỉ số	(1.12)	(2.02)	(13.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,145	2,958	73.9
2027F	6,819	4,171	63.5
2028F	8,131	4,171	94.9

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

Tăng 4% giá mục tiêu nhờ triển vọng tích cực hơn; duy trì khuyến nghị Mua vào

- Để phản ánh việc nâng định giá đối với MHT, WCM, MML và PLH nhờ triển vọng KQKD cải thiện, HSC tăng 4% giá mục tiêu của MSN lên 114.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 53% đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào.
- HSC tăng mạnh dự báo lợi nhuận thuần 2026-2027 với mức điều chỉnh tăng bình quân 48%. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần của sẽ tăng trưởng gấp đôi trong năm 2026 nhờ sự chuyển mình của MHT, sự hồi phục của MCH, đóng góp cao hơn từ TCB, cùng với tăng trưởng tích cực của WCM và PLH.
- Định giá của MSN hiện trở nên hấp dẫn hơn với P/E dự phóng 12 tháng tới ở mức 13 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 37,7 lần. Tại mức P/E 2026 14,5 lần, cổ phiếu hiện chỉ giao dịch cao hơn 9% so với các doanh nghiệp cùng ngành, thu hẹp đáng kể so với mức chênh lệch cao hơn nhiều trong quá khứ.

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

Trong Q1/2026, lợi nhuận thuần của MSN tăng mạnh 217% so với cùng kỳ đạt 1.246 tỷ đồng nhờ KQKD tích cực của tất cả các mảng kinh doanh chủ chốt, đặc biệt là sự phục hồi mạnh của MHT và kết quả khả quan của hệ sinh thái tiêu dùng-bán lẻ cốt lõi.

Nhờ giá vonfram duy trì ở mức cao, HSC kỳ vọng MHT sẽ đóng góp lần lượt 78% và 52% vào tăng trưởng lợi nhuận thuần của MSN trong các năm 2026 và 2027.

Tác động: Tăng bình quân 48% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027

HSC tăng mạnh dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 của MSN, với mức điều chỉnh tăng bình quân 48%, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 12.362 tỷ đồng, tăng trưởng 19%. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 44%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng gấp đôi trong năm 2026 nhờ sự chuyển mình của MHT, đã tăng trưởng trở lại của MCH, đóng góp cao hơn từ TCB, cùng với tăng trưởng tích cực của WCM và PLH.

Định giá và khuyến nghị

Để phản ánh việc nâng định giá đối với MHT, WCM, MML và PLH nhờ triển vọng KQKD tích cực hơn, HSC tăng 4% giá mục tiêu của MSN lên 114.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 53%, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 3 tháng qua, MSN đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 37,7 lần. MSN đang có P/E dự phóng năm 2026 là 14,5 lần, cho thấy mức định giá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành đã thu hẹp đáng kể xuống còn 9%, thấp hơn nhiều so với các giai đoạn trước đây.

Triển vọng lợi nhuận của MSN hiện được hỗ trợ bởi nhiều động lực tăng trưởng khác nhau. Mặc dù MHT được kỳ vọng sẽ đóng góp phần lớn vào tăng trưởng lợi nhuận của MSN trong các năm 2026-2027, lợi nhuận của Tập đoàn cũng được hỗ trợ nhờ sự cải thiện đồng đều ở các mảng kinh doanh còn lại, bao gồm MCH quay trở lại mức tăng trưởng hai chữ số, khả năng sinh lời của WCM cải thiện nhanh, lợi nhuận của MML tăng và hiệu quả vận hành được nâng cao, cùng với đóng góp ổn định từ TCB. Với định giá hấp dẫn cùng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, HSC cho rằng MSN vẫn còn dư địa tăng giá đáng kể.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/6.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	10,306	11,093	16,516 ▲	18,859 ▲	19,266
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,999	4,108	7,823 ▲	10,368 ▲	12,362
EPS ĐC (đồng)	1,345	2,702	5,145 ▲	6,819 ▲	8,131
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	19,989	23,248	28,393 ▲	35,212 ▲	43,342
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.5	15.0	9.72	7.99	7.28
P/E ĐC (lần)	55.6	27.6	14.5	11.0	9.19
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	3.74	3.21	2.63	2.12	1.72
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	358	101	90.4	32.5	19.2
ROAE (%)	7.04	12.5	19.9	21.4	20.7

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

Lợi nhuận năm 2026 dự kiến tăng trưởng gấp đôi. Duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC tăng mạnh dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 của MSN, với mức điều chỉnh tăng bình quân 48%, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 12.362 tỷ đồng, tăng trưởng 19%. Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 44%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng gấp đôi trong năm 2026 nhờ sự chuyển mình của MHT, đà tăng trưởng trở lại của MCH, đóng góp cao hơn từ TCB cùng với tăng trưởng tích cực của WCM và PLH. Để phản ánh việc nâng định giá đối với MHT, WCM, MML và PLH nhờ triển vọng KQKD tích cực hơn, HSC tăng 4% giá mục tiêu của MSN lên 114.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 53%, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào.

Dự báo mới: Tăng bình quân 48% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027

Sau KQKD Q1/2026 vượt dự báo và triển vọng tích cực hơn tại tất cả các mảng kinh doanh chủ chốt, nhất là Masan High-Tech Materials (MHT), HSC tăng mạnh dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 của MSN, với mức điều chỉnh tăng bình quân 48%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 12.363 tỷ đồng, tăng trưởng 19%. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR 44% trong 3 năm tới.

Cho năm 2026, HSC dự báo doanh thu thuần đạt 117.285 tỷ đồng (tăng trưởng 44%) và lợi nhuận thuần (LNST sau lợi ích CĐTS) đạt 7.823 tỷ đồng (tăng trưởng 99%). So với năm 2025, lợi nhuận thuần dự kiến tăng thêm 3.714 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sự chuyển mình của MHT (tăng 2.901 tỷ đồng, đóng góp 78% vào mức tăng lợi nhuận), sự phục hồi của MCH (tăng 962 tỷ đồng hay 26%), phần lợi nhuận đóng góp tăng lên từ TCB (tăng trưởng 931 tỷ đồng, hay 25%), tăng trưởng mạnh của WCM (431 tỷ đồng, tương đương 12%) và PLH (51 tỷ đồng, tương đương 1%) (Biểu đồ 2).

Bảng 1: Dự báo cũ và mới, MSN hợp nhất

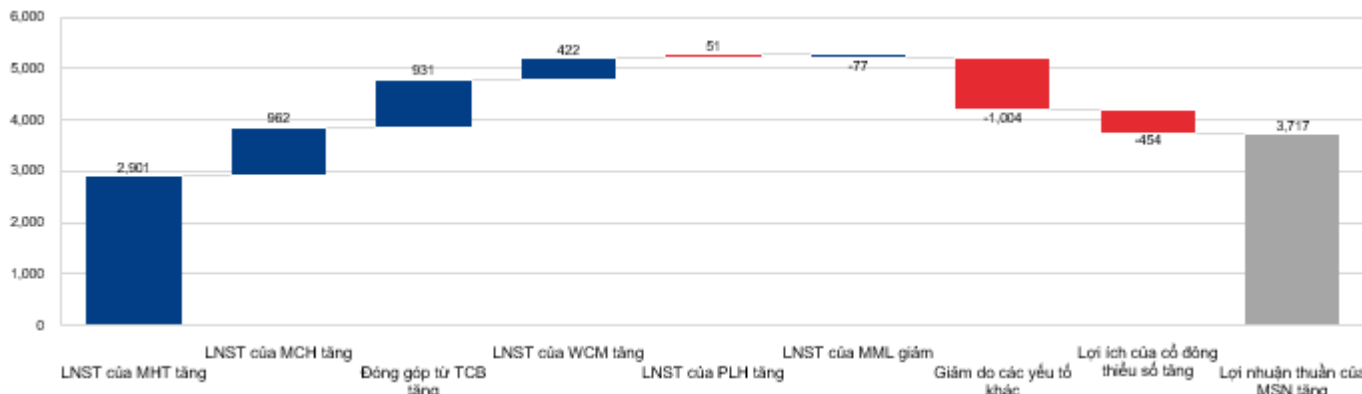
Chúng tôi tăng bình quân 30% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, phần lớn nhờ sự phục hồi của MHT

	Thực tế 2025	Dự báo cũ 2026F	2027F	Dự báo mới 2026F	2027F	Dự báo lần đầu 2028F	Điều chỉnh 2026F	2027F
Doanh thu thuần	81,621	97,674	112,821	117,285	123,199	134,079	20%	9%
Tăng trưởng	-2%	17%	16%	44%	5%	9%		
Lợi nhuận thuần	4,108	5,187	7,299	7,823	10,368	12,362	51%	42%
Tăng trưởng	106%	38%	41%	90%	33%	19%		

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 2: Các động lực hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026, MSN

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của MSN sẽ tăng 3.714 tỷ đồng trong năm 2026, trong đó động lực chính đến từ mức tăng LNST của MHT (+2.901 tỷ đồng), MCH (+962 tỷ đồng), TCB (+931 tỷ đồng), WCM (+439 tỷ đồng) và PLH (+51 tỷ đồng)



Ghi chú: Các yếu tố khác bao gồm lỗ hoạt động tài chính và chi phí quản lý doanh nghiệp tại công ty mẹ và các công ty trung gian, cùng với lợi nhuận/lỗ thuần từ các mảng kinh doanh khác, sau khi điều chỉnh các giao dịch nội bộ trong tập đoàn.

Nguồn: HSC ước tính

Cho năm 2027, lợi nhuận thuần dự báo đạt 10.368 tỷ đồng, tăng trưởng 33%. Trong đó, MHT tiếp tục là động lực tăng trưởng lợi nhuận lớn nhất, tiếp theo là TCB và MCH.

Chi tiết dự báo cho các mảng kinh doanh chủ chốt:

- **Masan High-Tech Materials (MHT; chưa khuyến nghị; MSN sở hữu 92,9% cổ phần):** HSC hiện dự báo doanh thu thuần của MHT tăng trưởng 270% đạt 27.556 tỷ đồng trong năm 2026, trước khi giảm 14% xuống 23.739 tỷ đồng trong năm 2027, nhờ chu kỳ tăng giá mạnh của vonfram vẫn đang tiếp diễn. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 2.912 tỷ đồng trong năm 2026 và tiếp tục tăng trưởng 46% đạt 4.243 tỷ đồng trong năm 2027 nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Đối với năm 2028, HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ điều chỉnh về mức 3.193 tỷ đồng (giảm 25%), phản ánh việc KQKD dần trở lại bình thường sau giai đoạn đỉnh cao, với giá định giá vonfram giảm về mức 1.100 USD/mtu.
- **Masan Consumer (MCH; Nắm giữ; MSN sở hữu 66,2%):** HSC gần như giữ nguyên dự báo đối với MCH. Theo ước tính mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 14% trong năm 2026 và 10% trong năm 2027. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần đạt 9.538 tỷ đồng (tăng trưởng 13%). Vui lòng tham khảo chi tiết trong báo cáo [‘Ngành Hàng tiêu dùng thiết yếu cốt lõi: Đa phục hồi ở mức vừa phải’](#) (ngày 5/6/2026).
- **WinCommerce (WCM; chưa niêm yết; MSN sở hữu 86,2%):** HSC tăng bình quân 24% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027, chủ yếu nhờ điều chỉnh giảm giá định chi phí bán hàng & quản lý. Tác động tích cực này phần nào bị bù trừ bởi việc giảm bình quân 4% giá định doanh thu thuần và tỷ suất lợi nhuận gộp. Cho năm 2026, lợi nhuận thuần dự báo đạt 940 tỷ đồng (tăng trưởng 88%) trên doanh thu thuần 48.140 tỷ đồng (tăng trưởng 23%). Trong năm 2027, lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng 31% đạt 1.232 tỷ đồng. Dự báo lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt 1.615 tỷ đồng, tiếp tục tăng trưởng 31%. HSC kỳ vọng WCM sẽ mở mới 1.000 cửa hàng trong năm 2026 và thêm 800 cửa hàng mỗi năm trong các năm 2027-2028.
- **Masan MeatLife (MML; chưa khuyến nghị; MSN sở hữu 91,2%) – KQKD tích cực và vượt dự báo:** Dựa trên KQKD Q1/2026 khả quan, HSC tăng bình quân 31% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần giảm 13% trong năm 2026 (do so với mức nền cao của năm trước) trước khi tăng trưởng trở lại 7% trong năm 2027.
- **Phúc Long Heritage (PLH; chưa khuyến nghị; MSN sở hữu 85%):** HSC tăng bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027, phản ánh việc điều chỉnh tăng bình quân 9% dự báo doanh thu thuần trong cùng giai đoạn.
- **Lợi nhuận đóng góp từ công ty liên kết Techcombank (TCB; Mua vào; MSN sở hữu 19,7%):** HSC điều chỉnh giảm nhẹ dự báo phần lợi nhuận đóng góp từ TCB trong các năm 2026-2027 sau khi hạ dự báo lợi nhuận của ngân hàng này.

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

Chúng tôi nâng dự báo doanh thu thuần đối với MHT, MCH nhưng giảm nhẹ dự báo của WCM và MML

	Thực tế 2025	Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh	
		2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
MCH	30,557	35,068	39,144	35,407	39,486	43,569	1%	1%
Tăng trưởng	-1%	16%	12%	16%	12%	10%		
WCM	38,982	47,810	58,690	48,140	55,735	65,026	1%	-5%
Tăng trưởng	19%	22%	23%	23%	16%	17%		
MML	9,230	10,485	11,596	10,533	11,701	12,828	0%	1%
Tăng trưởng	21%	10%	11%	14%	11%	10%		
PLH	1,892	2,107	2,382	2,257	2,634	2,977	7%	11%
Tăng trưởng	17%	11.0%	13.0%	19%	17%	13%		
MHT	7,443	8,646	8,646	27,556	22,718	18,311	219%	163%
Tăng trưởng	-48%	21%	0%	270%	-18%	-19%		
Doanh thu khác, loại trừ doanh thu nội bộ	(6,482)	(6,442)	(7,637)	(6,609)	(9,074)	(8,632)	31%	47%
MSN hợp nhất	81,621	97,674	112,821	117,285	123,199	134,079	20%	9%
Tăng trưởng	-2%	17%	16%	44%	5%	9%		

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Dự báo LNST (trước lợi ích của cổ đông thiểu số) cũ và mới của các mảng kinh doanh chính, MSN

Chúng tôi kỳ vọng câu chuyện phục hồi của MHT sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của tập đoàn

Tỷ đồng	Thực tế 2025	Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2028F	Điều chỉnh	
		2026F	2027F	2026F	2027F		2026F	2027F
MCH	6,667	7,632	8,442	7,615	8,408	9,538	0%	0%
Tăng trưởng	-15%	16%	11%	14%	10%	13%		
WCM	501	726	1,040	940	1,232	1,615	29%	19%
Tăng trưởng	8633%	47%	43%	88%	31%	31%		
MMML	563	399	439	483	510	569	21%	16%
Tăng trưởng	1982%	-27%	10%	-14%	6%	12%		
PLH	193	221	253	244	272	312	10%	7%
Tăng trưởng	58%	12%	14%	26%	12%	15%		
MHT	11	(131)	(38)	2,912	4,243	3,193	N/M	N/M
Tăng trưởng	-101%	-35%	-71%	25684%	46%	-25%		
Lợi nhuận từ TCB	4,997	6,029	7,552	5,928	7,098	8,506	-2%	-6%
Tăng trưởng	15%	24%	15%	19%	20%	20%		

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

Cho năm 2026-2027, chúng tôi nâng giả định về số lượng cửa hàng mở mới và tăng trưởng doanh thu trên các cửa hàng minimart hiện hữu, đồng thời hạ giả định về tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu

	Thực tế 2025	Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2028F	Điều chỉnh (điểm cơ bản)*	
		2026F	2027F	2026F	2027F		2026F	2027F
Số lượng cửa hàng mở mới	763	700	600	1,000	800	800	43%	33%
Tốc độ tăng trưởng doanh thu của các cửa hàng minimart hiện hữu	9.7%	7.7%	6.0%	8.0%	6.0%	5.0%	30	-
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.1%	25.4%	25.4%	22.0%	22.1%	22.2%	(340)	(330)
Chi phí BH&QL / doanh thu	19.9%	22.5%	22.3%	19.1%	18.8%	18.4%	(345)	(353)

Ghi chú: *Đơn vị tính là % đối với giả định số lượng cửa hàng mở mới
Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro đối với dự báo lợi nhuận: Các nghĩa vụ tài chính liên quan đến cổ đông thiểu số

MSN đang đối mặt với các nghĩa vụ tài chính tiềm tàng lên tới khoảng 1,2 tỷ USD liên quan đến các cổ đông thiểu số tại TCX (MSN sở hữu 93,7% cổ phần) và MCH. Tại TCX, SK Group và liên danh do Alibaba dẫn dắt đang nắm giữ quyền chọn bán, cho phép họ yêu cầu MSN mua lại toàn bộ 6,3% cổ phần đang nắm giữ với giá trị khoảng 600 triệu USD vào năm 2027 nếu TCX không hoàn tất IPO trong năm 2026 và không tìm được bên mua thứ ba. Tại MCH, Singha hiện sở hữu 9,2% cổ phần; HSC ước tính giá trị khoản đầu tư này vào khoảng 600 triệu USD. MSN cũng có thể phải mua lại số cổ phần này nếu không tìm được nhà đầu tư thay thế.

BLĐ cho biết các nghĩa vụ tài chính trên dự kiến sẽ được đáp ứng thông qua việc bán bớt cổ phần tại MHT, thực hiện phát hành riêng lẻ trước IPO tại WCM, cùng với nguồn cổ tức nhận từ MCH và MHT. Phương án vay nợ bổ sung chỉ được xem là lựa chọn cuối cùng. Tuy nhiên, nếu các giao dịch này không được thực hiện như kế hoạch, MSN có thể phải gia tăng vay nợ để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính nói trên. Điều này sẽ làm tăng chi phí lãi vay và ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận trong tương lai.

MHT: Từ mảng kinh doanh không cốt lõi kém hiệu quả trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận

Giá vonfram: Chu kỳ tăng giá mang tính cấu trúc do cú sốc nguồn cung từ Trung Quốc

Kể từ giữa năm 2025, giá APT (amoni paratungstat) đã tăng khoảng 10 lần lên mức hơn 3.000 USD/mtu vào cuối tháng 5/2026, so với mức bình quân dài hạn khoảng 300-350 USD/mtu. Đà tăng giá này chủ yếu xuất phát từ tình trạng gián đoạn nguồn cung từ Trung Quốc, bao gồm việc cắt giảm sản lượng khai thác và siết chặt kiểm soát xuất khẩu. Trung Quốc hiện đóng góp khoảng 80% nguồn cung vonfram toàn cầu và 90% công suất điều chế APT, qua đó có ảnh hưởng rất lớn đến diễn biến giá trên thị trường thế giới.

Một vấn đề mang tính cấu trúc là hàm lượng quặng vonfram tại Trung Quốc đang giảm, từ 0,42% năm 2004 xuống còn 0,28% vào năm 2024. Do đó, Chính phủ Trung Quốc đã giảm 6,5% hạn ngạch khai thác năm 2025 xuống còn 58.000 tấn (tương đương khoảng 4% nguồn cung toàn cầu). Bên cạnh đó, từ tháng 2/2025, Trung Quốc áp dụng cơ chế cấp phép xuất khẩu đối với các sản phẩm vonfram chính, khiến lượng xuất khẩu APT giảm gần 70% so với cùng kỳ. Cùng với xu hướng Trung Quốc dần chuyển từ nước xuất khẩu sang nhập khẩu ròng vonfram, các biện pháp trên đã làm nguồn cung toàn cầu bị thắt chặt hơn đáng kể và khiến tình trạng thiếu hụt nguồn cung bên ngoài Trung Quốc ngày càng rõ nét.

Triển vọng nhu cầu: Ổn định nhờ vai trò chiến lược

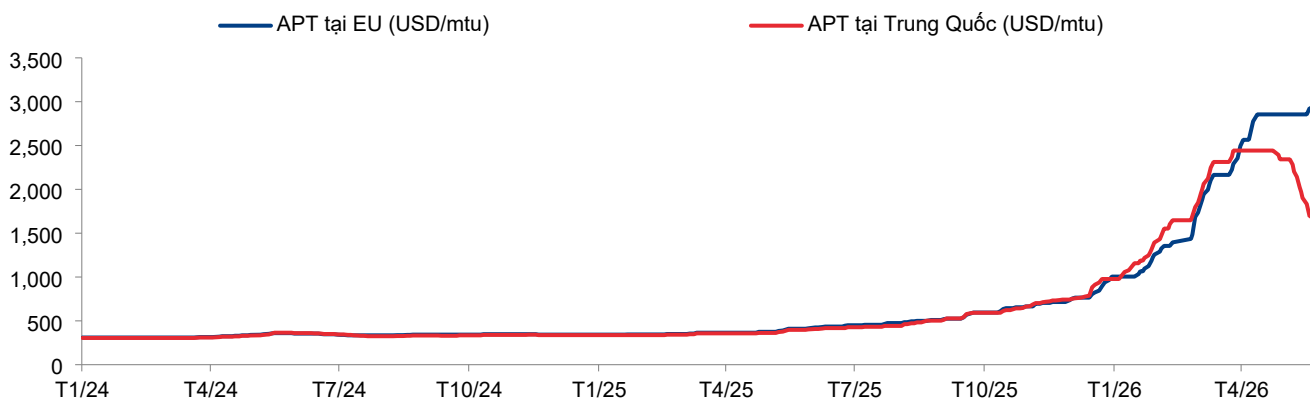
Nhu cầu vonfram toàn cầu được kỳ vọng duy trì tăng trưởng ổn định nhờ vai trò khó thay thế của kim loại này trong nhiều lĩnh vực trọng yếu như quốc phòng, bán dẫn, điện tử và xe điện. Đồng thời, việc vonfram được Mỹ và EU xếp vào danh mục nguyên liệu trọng yếu và có ý nghĩa chiến lược cũng tiếp tục củng cố triển vọng nhu cầu dài hạn. Theo CRU, nhu cầu vonfram toàn cầu dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 3,6% trong giai đoạn 2025-2034.

Triển vọng nguồn cung: Đối mặt với tình trạng thiếu hụt trong ngắn hạn

Thị trường vonfram được dự báo sẽ tiếp tục thiếu hụt nguồn cung trong những năm tới, khi nhu cầu vượt sản lượng sản xuất khoảng 5.570 tấn trong năm 2025 và khoảng 2.330 tấn trong năm 2026. Chúng tôi cho rằng nguồn cung bên ngoài Trung Quốc khó có thể được cải thiện đáng kể trong ngắn hạn, do quá trình đưa một mỏ vonfram mới vào khai thác hoặc tái khởi động các mỏ hiện hữu thường mất nhiều năm cho việc cấp phép, phát triển dự án, vận hành thử nghiệm cũng như quá trình thẩm định của khách hàng trước khi sản phẩm được chấp nhận trên thị trường. Trường hợp của mỏ Sangdong tại Hàn Quốc là một ví dụ điển hình. Dù nhận được sự hậu thuẫn lớn từ Chính phủ, dự án này vẫn mất hơn một thập kỷ để đi vào vận hành thử. Điều này cho thấy thời gian triển khai kéo dài cùng những rủi ro thực thi đáng kể mà các dự án vonfram ngoài Trung Quốc phải đối mặt.

Biểu đồ 6: Giá Ammonium Paratungstate (APT) tại châu Âu và Trung Quốc

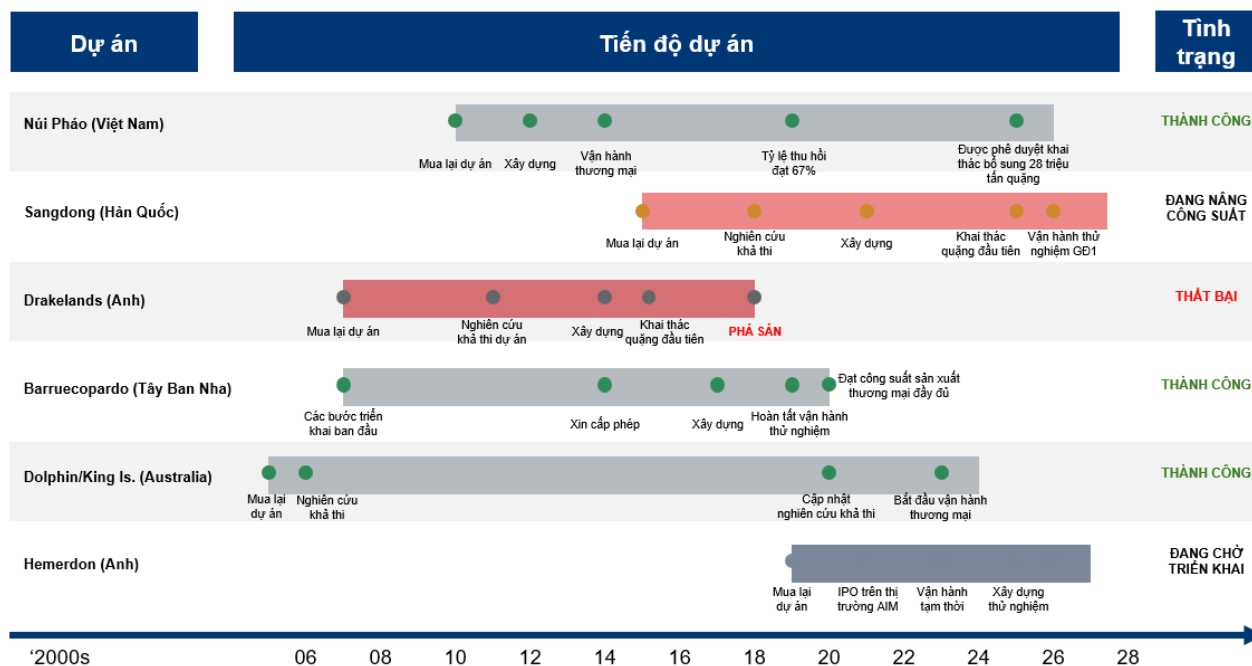
Giá vonfram (APT) đã bước vào một siêu chu kỳ tăng kể từ năm 2025, mặc dù giá APT tại Trung Quốc đã điều chỉnh trong thời gian gần đây



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 7: Cập nhật về một số dự án khai thác vonfram

Các dự án khai thác và chế biến mới thường mất nhiều năm để đạt công suất ổn định và tạo ra tác động đáng kể đến cân bằng cung – cầu của thị trường toàn cầu



Nguồn: HSC

Điều gì xảy ra nếu Trung Quốc nới lỏng các biện pháp kiểm soát? Bài học từ gali, gecmani và antimon

Do đợt tăng giá gần đây của vonfram chủ yếu xuất phát từ gián đoạn nguồn cung liên quan đến chính sách khai thác và kiểm soát xuất khẩu của Trung Quốc, việc nước này nới lỏng các biện pháp hạn chế hiện hành là rủi ro giảm giá lớn nhất đối với thị trường vonfram.

Tuy nhiên, đã có một tiền lệ đáng chú ý. Cuối năm 2025, Trung Quốc đã nới lỏng các hạn chế xuất khẩu đối với gali, gecmani và antimon – những kim loại từng tăng giá mạnh sau khi lệnh hạn chế xuất khẩu được áp dụng vào tháng 12/2024. Đến tháng 11/2025, Trung Quốc thông báo tạm ngừng lệnh cấm xuất khẩu các vật liệu này cùng các sản phẩm siêu cứng sang Mỹ đến ngày 27/11/2026.

Diễn biến giá sau đó có sự khác biệt giữa các kim loại. Giá antimon giảm đáng kể, trong khi gali vẫn duy trì ở mức cao và gecmani tiếp tục tăng giá do nguồn cung vẫn bị hạn chế. Điều này cho thấy tác động của việc nới lỏng chính sách cuối cùng vẫn phụ thuộc vào cán cân cung-cầu cơ bản của từng loại hàng hóa, đặc biệt là khả năng gia tăng nguồn cung và mức độ co giãn của nhu cầu.

Triển vọng giá vonfram: Nhiều khả năng tiếp tục cao trong thời gian tới

Tồn kho của các doanh nghiệp hạ nguồn tại châu Âu hiện ở mức rất thấp. Theo Shanghai Metals Market, tình trạng nguồn cung thắt chặt đã khiến hoạt động mua tích trữ diễn ra mạnh trong đầu tháng 2/2026.

Giá APT tại Trung Quốc đạt đỉnh khoảng 2.400 USD/mtu vào tháng 3/2026 trước khi điều chỉnh do hoạt động chốt lời của các nhà giao dịch. Tuy nhiên, giá APT tại châu Âu vẫn duy trì ở mức cao hơn đáng kể, dao động trong khoảng 2.800-3.100 USD/mtu. Thanh khoản thấp trên thị trường cũng phản ánh tình trạng thiếu hụt nghiêm trọng nguồn cung ngoài Trung Quốc.

HSC cho rằng khả năng giá APT quay trở lại vùng bình quân quá khứ 300-350 USD/mtu ngày càng trở nên khó xảy ra. Nguồn cung từ Trung Quốc tiếp tục bị hạn chế do hàm lượng quặng suy giảm, trong khi nhu cầu toàn cầu vẫn ổn định và nguồn cung mới ngoài Trung Quốc tăng trưởng khá hạn chế. Do đó, HSC cho rằng giá

vonfram nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức cao hơn mức trung bình lịch sử trong trung hạn.

Kỳ vọng lợi nhuận thuần của MHT đạt 2.912 tỷ đồng trong năm 2026, đóng góp 78% vào tăng trưởng lợi nhuận của MSN

Đối với năm 2026, HSC dự báo doanh thu thuần của MHT tăng mạnh 270% đạt 27.556 tỷ đồng và lợi nhuận thuần đạt 2.912 tỷ đồng, tăng 260 lần so với mức nền thấp của năm 2025, đóng góp 78% vào mức tăng lợi nhuận của MSN.

Đối với năm 2027, chúng tôi giả định giá APT bình quân giảm về khoảng 1.500 USD/mtu. Theo đó, doanh thu thuần dự kiến giảm 18% xuống 22.718 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần dự báo vẫn tăng trưởng 46% đạt 4.246 tỷ đồng, chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện khi MHT gia tăng tỷ trọng chế biến quặng khai thác từ mỏ Núi Pháo thay vì sử dụng nguyên liệu đầu vào mua từ bên ngoài. Trong kịch bản này, MHT tiếp tục là động lực tăng trưởng lợi nhuận lớn nhất của MSN, đóng góp 52% vào mức tăng trưởng lợi nhuận của Tập đoàn trong năm 2027.

Đối với năm 2028, HSC dự báo lợi nhuận thuần của MHT sẽ giảm so với năm trước do mức nền so sánh cao của năm 2027, với giả định giá APT bình quân ở mức 1.100 USD/mtu. Dù vậy, MHT đã có sự chuyển biến mang tính bước ngoặt trong hệ sinh thái MSN, từ một mảng kinh doanh không cốt lõi từng là lực cản trở thành một động lực tăng trưởng lợi nhuận quan trọng, góp phần nâng cao chất lượng lợi nhuận và đa dạng hóa nguồn đóng góp lợi nhuận của Tập đoàn.

Bảng 8: Lợi nhuận thực tế & dự báo, MHT

Chúng tôi điều chỉnh tăng đáng kể dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần năm 2026-2027

	Thực tế	Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh	
	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	7,443	8,646	8,646	27,556	22,718	18,311	219%	163%
Tăng trưởng	-48%	21%	0%	270%	-18%	-19%		
Lợi nhuận thuần	11	(131)	(38)	2,912	4,243	3,193	N/M	N/M
Tăng trưởng	-101%	-35%	-71%	25684%	46%	-25%		
Giá định								
Sản lượng tiêu thụ (tấn)								
Sản phẩm vonfram	3,946	5,000	5,000	5,000	5,000	5,250	0%	0%
Tinh quặng fluorit	132,373	125,269	125,269	134,398	134,805	131,408	7%	8%
Tinh quặng đồng	8,597	7,000	7,000	2,402	1,240	1,180	-66%	-82%
Bismuth xi măng	203	489	489	861	257	221	76%	-47%
Tinh quặng vonfram sử dụng cho sản xuất (tấn)	3,751	N/A	N/A	5,177	5,213	5,477		
Từ mỏ Núi Pháo	2,466	N/A	N/A	1,246	3,085	3,272		
Mua từ bên ngoài (nhập khẩu)	1,285	N/A	N/A	3,931	5,213	5,477		
Giá bán bình quân								
APT (USD/mtu)	457	400	400	1,870	1,500	1,100	368%	275%
Tinh quặng fluorit (USD/tấn)	486	467	467	500	470	470	7%	1%
Tinh quặng đồng (USD/tấn)	7,200	8,600	8,600	7,480	7,340	7,340	-13%	-15%
Bismuth xi măng (USD/lb)	6.0	4.0	4.0	5.7	5.7	5.7	43%	43%

Nguồn: HSC ước tính

Tóm tắt KQKD Q1/2026 Lợi nhuận tăng gấp 3 lần nhờ sự chuyển mình của MHT

Lợi nhuận thuần của MSN tăng mạnh 217% so với cùng kỳ đạt 1.246 tỷ đồng, sát với dự báo 1.316 tỷ đồng của HSC. Doanh thu thuần tăng 27% so với cùng kỳ đạt 24.020 tỷ đồng, hơi thấp hơn dự báo ở mức 25.549 tỷ đồng. KQKD tích cực này đến từ kết quả khả quan ở tất cả các mảng kinh doanh chủ chốt, đặc biệt là sự phục hồi mạnh của MHT.

- **MHT – Chuyển mình mạnh mẽ:** Doanh thu thuần tăng mạnh 115% so với cùng kỳ đạt 2.993 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần đạt 537 tỷ đồng so với khoản lỗ 222 tỷ đồng trong Q1/2025, nhờ giá APT tăng 190%.

- **MCH – Đà phục hồi tiếp tục được duy trì:** Doanh thu thuần và LNST trước lợi ích CĐTS tăng trưởng lần lượt 13% và 12% đạt 8.472 tỷ đồng và 1.801 tỷ đồng, nhìn chung sát với dự báo. Tăng trưởng được hỗ trợ nhờ mô hình Retail Supreme, giúp mở rộng độ phủ của kênh bán hàng truyền thống lên 500.000 điểm bán hoạt động và thúc đẩy doanh thu kênh bán hàng hiện đại tăng 11%. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận thuần giảm nhẹ do chi phí quảng cáo và khuyến mại tăng.
- **WCM – Vượt mạnh dự báo nhờ tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ cao:** Doanh thu thuần tăng 29% so với cùng kỳ đạt 11.363 tỷ đồng, trong khi LNST trước lợi ích CĐTS tăng mạnh 252% đạt 204 tỷ đồng nhờ tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ ở mức cao (11,6% đối với minimart và 19,9% đối với siêu thị), mở mới 225 cửa hàng và hiệu quả vận hành cải thiện. Chiến lược mở rộng tại khu vực nông thôn tiếp tục đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính.
- **MML – Vượt mạnh dự báo:** Doanh thu thuần và LNST trước lợi ích CĐTS tăng lần lượt 20% và 27% so với cùng kỳ đạt 2.479 tỷ đồng và 147 tỷ đồng, nhờ hiệu quả kinh tế theo quy mô được cải thiện, mức độ khai thác giá trị trên mỗi con lợn cao hơn, và sự cộng hưởng ngày càng rõ nét với WCM.
- **PLH – Vượt mạnh dự báo:** Doanh thu thuần tăng 34% so với cùng kỳ đạt 569 tỷ đồng, trong khi LNST trước lợi ích CĐTS tăng mạnh 60% đạt 69 tỷ đồng, nhờ mở rộng nhanh kênh giao hàng và hiệu quả hoạt động của các cửa hàng được cải thiện.
- **Đóng góp từ TCB:** Phần lợi nhuận đóng góp từ TCB tăng 12% đạt 1.314 tỷ đồng, nhìn chung sát với dự báo của HSC.

Bảng 9: KQKD hợp nhất Q1/2026, MSN

Tỷ đồng	Q1/25	Q4/25	Q1/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	Q1/26 HSCF	% dự báo	2026 HSCF (cũ)	% dự báo
Doanh thu thuần	18,897	23,246	24,020	27%	3%	25,549	94%	97,674	25%
Lợi nhuận gộp	6,194	7,255	7,906	28%	9%			30,740	26%
Lỗ HĐ tài chính	(1,306)	(1,283)	(1,470)	NA	15%			(5,281)	28%
Chi phí BH&QL	(4,559)	(4,714)	(5,459)	20%	16%			(21,888)	25%
Lợi nhuận từ các công ty LD, LK	1,190	1,384	1,341	13%	-3%			6,116	22%
LNTT	1,222	2,667	2,320	90%	-13%			9,656	24%
LNST trước lợi ích của cổ đông thiểu số	983	2,295	1,974	101%	-14%	2,013	98%	8,103	24%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	590	821	728	23%	-11%	698	104%	2,916	25%
Lợi nhuận thuần	394	1,474	1,246	217%	-15%	1,316	95%	5,187	24%

Nguồn: MSN, HSC ước tính

Bảng 10: LNST (trước lợi ích của cổ đông thiểu số) Q1/2026 theo các mảng kinh doanh, MSN

Toàn bộ đều ghi nhận LNST vượt mạnh dự báo

(Tỷ đồng)	Q1/25	Q4/25	Q1/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	Q1/26 HSCF	% dự báo	2026 HSCF (cũ)	% dự báo
MCH	1,614	2,104	1,801	12%	-14%	1,800	100%	7,996	23%
WCM	58	257	204	252%	-21%	104	197%	726	28%
MHT	-222	222	537	Đảo chiều	141%	500	107%	(131)	N/M
MML	116	153	147	27%	-4%	120	123%	402	37%
PLH	43	53	69	60%	30%	50	138%	221	31%
Đóng góp của TCB	1,178	1,361	1,314	12%	-3%	1,295	101%	6,029	22%

Nguồn: MSN, HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Tăng 4% giá mục tiêu lên 114.200đ và duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC tăng 4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 114.200đ, phản ánh mức tăng 12% của RNAV, chủ yếu nhờ định giá cao hơn đối với MHT, WCM, MML và PLH, dù bị bù trừ một phần bởi tăng giá định nợ thuần cao hơn. Với tiềm năng tăng giá 53% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MSN. Cụ thể, chúng tôi:

- Giảm 3% giá trị của MCH xuống 172.422 tỷ đồng, dựa trên giá mục tiêu mới được công bố trong báo cáo ngày 24/5/2026.
- Tăng 1% giá trị của WCM lên 39.248 tỷ đồng.
- Tăng 3% giá trị của MML lên 7.789 tỷ đồng.
- Tăng mạnh 678% giá trị của MHT lên 38.957 tỷ đồng.
- Tăng 12% giá trị của PLH lên 3.871 tỷ đồng.
- Giữ nguyên giá trị của TCB ở mức 315.388 tỷ đồng.
- Tăng 40% giả định nợ thuần điều chỉnh lên 30.681 tỷ đồng.
- Nâng mức chiết khấu tập đoàn lên 20% (từ 15% trước đó) nhằm phản ánh những bất định liên quan đến các nghĩa vụ tài chính tiềm tàng của MSN đối với các cổ đông thiểu số. Các nghĩa vụ này có thể làm gia tăng đòn bẩy tài chính và lỗ tài chính trong tương lai.

Bảng 11: Định giá SOTP, MSN

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị vốn CSH (cuối 2026)	Lợi ích kinh tế của MSN	Đóng góp vào MSN (giữa 2026)
CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH)	Tại định giá mục tiêu	172,422	66.2%	114,143
Wincommerce (WCM)	P/S	39,248	86.2%	33,833
Masan MeatLife (MML)	DCF	7,789	91.2%	7,104
Phúc Long Heritage (PLH)	DCF	3,871	85.0%	3,290
Masan High Tech Materials (MHT)	DCF	38,957	92.9%	36,187
Techcombank (TCB)	Tại định giá mục tiêu	315,338	19.7%	62,122
Khác	Giá trị sổ sách			2,618
Tổng				259,297
Điều chỉnh chi phí quản lý tại Công ty mẹ và các công ty trung gian				(9,481)
Giá trị tổng tài sản đã điều chỉnh				249,816
(Nợ)/tiền thuần, hợp nhất				(57,956)
Điều chỉnh cho MCH				4,998
Điều chỉnh cho MML				3,844
Điều chỉnh cho MHT				10,595
Điều chỉnh cho các công ty khác & nợ nội bộ				7,838
Nợ/(tiền) thuần, đã điều chỉnh				(30,681)
Giá trị tài sản thuần đã điều chỉnh (RNAV)				219,135
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) – đã pha loãng hoàn toàn				1,535
RNAV của cổ phiếu				142,763
Chiết khấu tập đoàn giả định				20%
Giá mục tiêu				114,211

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Giả định giá trị vốn CSH theo mảng kinh doanh (trên cơ sở tỷ lệ sở hữu là 100%), MSN

Chúng tôi nâng giả định giá trị của WCM, MHT và PLH, đồng thời hạ giả định đối với MCH và MML

Tỷ đồng	Cũ	Mới	Điều chỉnh
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	177,104	172,422	-3%
Wincommerce	38,863	39,248	1%
Masan MEATLife	7,586	7,789	3%
Phúc Long Heritage	3,466	3,871	12%
Masan High Tech Materials	5,007	38,957	678%
Techcombank	315,338	315,338	0%
Khác	8,146	6,088	-25%
Tổng	555,510	583,712	5%
RNAV	196,119	219,135	12%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Các công ty cùng ngành trong khu vực và tại Việt Nam, MSN

MSN đang giao dịch với P/E 2026 là 14,5 lần, cao hơn 9% so với P/E bình quân 13,3 lần của các công ty cùng ngành

	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2026	EV/EBITDA 2026	P/B 2026
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	4,422	13.0	8.8	2.9
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	4,717	13.5	8.4	3.9
Tổng CTCP Bia – rượu – NGK Sài Gòn	SAB VN	2,340	13.4	7.7	3.0
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK	2,680	16.3	9.7	2.6
Want Want China Holdings Ltd	151 HK	6,205	10.4	5.7	2.1
Unilever Indonesia Tbk PT	UNVR IJ	3,805	15.5	10.8	23.9
Indofood Sukses Makmur Tbk PT	INDF IJ	3,336	5.0	4.1	0.7
Kikkoman Corp	2801 JP	8,685	20.8	11.7	2.3
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	3,343	15.2	6.7	2.9
Mayora Indah Tbk PT	MYOR IJ	2,350	12.6	7.6	2.0
Universal Robina Corp	URC PM	2,110	10.7	6.0	1.0
Bình quân		3,999	13.3	7.9	4.3
CTCP Tập đoàn Masan	MSN VN	4,283	14.5	9.7	2.6

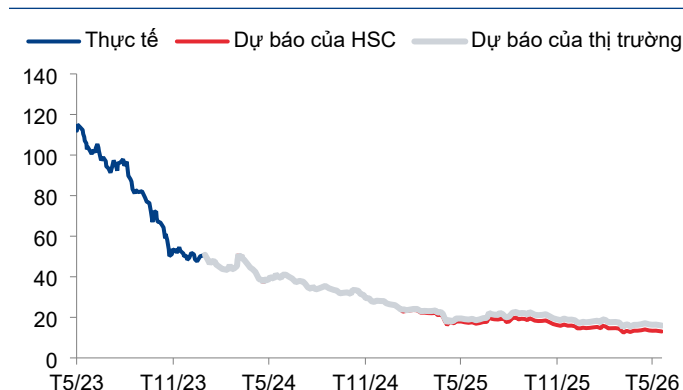
Ghi chú: Dựa trên giá đóng cửa ngày 1/6/2026
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 3 tháng qua, MSN đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 37,7 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của MSN ở mức 14,5 lần, cao hơn 9% so với mức bình quân 13,3 lần của các doanh nghiệp tiêu dùng và bán lẻ cùng ngành.

Biểu đồ 14: P/E trượt dự phóng 1 năm, MSN

MSN đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E dự phóng bình quân, MSN

...thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ tháng 5/2023 là 37,7 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	83,178	81,621	117,285	123,199	134,079
Lợi nhuận gộp	24,656	25,581	33,844	38,311	41,580
Chi phí BH&QL	(18,482)	(17,916)	(21,579)	(23,960)	(26,933)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,173	7,664	12,266	14,351	14,647
Lãi vay thuần	(5,952)	(5,130)	(5,588)	(5,579)	(5,187)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	4,444	5,080	6,011	7,181	8,589
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	1,360	274	388	746	1,021
LNTT	6,025	7,888	13,077	16,700	19,070
Chi phí thuế TNDN	(1,752)	(1,125)	(2,144)	(2,666)	(2,671)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2,273)	(2,655)	(3,111)	(3,665)	(4,036)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,999	4,108	7,823	10,368	12,362
Lợi nhuận thuần ĐC	1,999	4,108	7,823	10,368	12,362
EBITDA ĐC	10,306	11,093	16,516	18,859	19,266
EPS (đồng)	1,345	2,702	5,145	6,819	8,131
EPS ĐC (đồng)	1,345	2,702	5,145	6,819	8,131
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,487	1,520	1,520	1,520	1,520
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,513	1,520	1,520	1,520	1,520
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,513	1,520	1,520	1,520	1,520

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	18,618	12,102	18,839	25,998	34,972
Đầu tư ngắn hạn	608	5,380	5,380	5,380	5,380
Phải thu khách hàng	21,865	5,639	5,605	5,572	5,539
Hàng tồn kho	10,787	11,262	16,183	16,999	18,500
Các tài sản ngắn hạn khác	1,692	1,851	1,841	1,830	1,820
Tổng tài sản ngắn hạn	53,570	36,234	47,847	55,779	66,211
TSCĐ hữu hình	27,121	26,393	25,553	24,667	23,734
TSCĐ vô hình	9,706	8,887	8,286	7,684	7,082
Bất động sản đầu tư	4.17	0	16.8	0	0
Đầu tư dài hạn	1,909	1,506	1,506	1,506	1,506
Đầu tư vào Cty LD,LK	33,410	37,967	42,938	49,078	56,626
Tài sản dài hạn khác	21,865	17,976	21,340	20,921	21,400
Tổng tài sản dài hạn	94,015	92,729	99,639	103,855	110,348
Tổng cộng tài sản	147,585	128,963	147,487	159,634	176,559
Nợ ngắn hạn	26,724	24,331	25,311	23,481	23,784
Phải trả người bán	7,171	8,363	12,451	12,667	13,803
Nợ ngắn hạn khác	23,602	6,576	8,991	9,395	10,140
Tổng nợ ngắn hạn	58,712	40,257	47,950	46,825	49,133
Nợ dài hạn	38,825	40,546	40,443	39,682	37,901
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2,476	2,365	2,365	2,365	2,365
Nợ dài hạn khác	6,331	176	176	176	176
Tổng nợ dài hạn	47,632	43,087	42,984	42,223	40,442
Tổng nợ phải trả	106,832	83,885	91,474	89,588	90,115
Vốn chủ sở hữu	30,242	35,348	43,171	53,539	65,902
Lợi ích cổ đông thiểu số	10,510	9,730	12,842	16,507	20,543
Tổng vốn chủ sở hữu	40,752	45,079	56,013	70,046	86,445
Tổng nợ phải trả và VCSH	147,585	128,963	147,487	159,634	176,559
BVPS (đ)	19,989	23,248	28,393	35,212	43,342
Nợ thuần/(tiền mặt)	46,931	52,775	46,916	37,165	26,713

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	6,173	7,664	12,266	14,351	14,647
Khấu hao	(4,133)	(3,429)	(4,250)	(4,507)	(4,620)
Lãi vay thuần	(5,952)	(5,130)	(5,588)	(5,579)	(5,187)
Thuế TNDN đã nộp	(1,408)	(1,274)	(2,139)	(2,662)	(2,667)
Thay đổi vốn lưu động	6,519	(3,020)	1,759	(87.7)	516
Khác	60.9	(299)	(16,098)	(18,414)	(18,822)
LCT thuần từ HKKD	9,525	1,370	(5,550)	(7,884)	(6,894)
Đầu tư TS dài hạn	(3,099)	(1,878)	(4,536)	(752)	(1,651)
Góp vốn & đầu tư	(6,557)	(3,114)	0	0	0
Thanh lý	-	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐĐT	-	-	0	0	-
Cổ tức trả cho CSH	(1,721)	(890)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	6,412	2,823	0	0	0
Tăng/giảm nợ	4,995	(24,152)	877	(2,591)	(1,478)
Khác	(14.1)	(2,564)	13,338	15,516	16,160
LCT thuần từ HĐTC	9,672	(24,784)	14,215	12,925	14,682
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,125	18,618	12,102	18,839	25,998
LCT thuần trong kỳ	-	-	-	-	-
Ảnh hưởng của tỷ giá	(10.1)	(0.65)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	-	-	-	-	-
Dòng tiền tự do	6,426	(509)	(10,087)	(8,636)	(8,545)

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	29.6	31.3	28.9	31.1	31.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	12.4	13.6	14.1	15.3	14.4
Tỷ suất LNT (%)	2.40	5.03	6.67	8.42	9.22
Thuế TNDN hiện hành (%)	29.1	14.3	16.4	16.0	14.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	6.30	(1.87)	43.7	5.04	8.83
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	25.9	7.63	48.9	14.2	2.16
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	377	106	90.4	32.5	19.2
Tăng trưởng EPS (%)	358	101	90.4	32.5	19.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	358	101	90.4	32.5	19.2
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	7.04	12.5	19.9	21.4	20.7
ROACE (%)	6.64	8.63	13.0	13.5	12.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.56	0.59	0.85	0.80	0.80
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.54	0.18	(0.45)	(0.55)	(0.47)
Số ngày tồn kho	67.3	73.4	70.8	73.1	73.0
Số ngày phải thu	136	36.7	24.5	24.0	21.9
Số ngày phải trả	44.7	54.5	54.5	54.5	54.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	156	150	110	70.2	41.2
Nợ/tài sản (%)	44.5	50.5	44.9	39.8	35.2
EBIT/lãi vay (lần)	1.04	1.49	2.19	2.57	2.82
Nợ/EBITDA (lần)	6.38	5.87	4.01	3.37	3.23
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.91	0.90	1.00	1.19	1.35
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.92	2.04	1.37	1.22	1.05
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.5	15.0	9.72	7.99	7.28
P/E (lần)	55.6	27.6	14.5	11.0	9.19
P/E ĐC (lần)	55.6	27.6	14.5	11.0	9.19
P/B (lần)	3.74	3.21	2.63	2.12	1.72
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