



Company Report: CTCP Tập đoàn Ma San (MSN)

Nguyễn Ngọc Hiệp
 Mail: hiepnn@gtjas.com
 20/03/2026

Masan – Tái định vị tăng trưởng

NỘI DUNG CHÍNH

Năm 2025, Tập đoàn Masan ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu hợp nhất đạt 81.621 tỷ đồng (+8,7% LFL), trong khi lợi nhuận tăng trưởng mạnh (NPAT Pre-MI +58,3%, Post-MI +105,5%), phản ánh hiệu quả rõ nét từ quá trình tái cấu trúc và tối ưu vận hành trên toàn hệ sinh thái. Bảng cân đối tài chính tiếp tục được củng cố với tỷ lệ nợ ròng/EBITDA giảm xuống 2,74x, tạo dư địa cho tăng trưởng trong các năm tới.

Ở các mảng kinh doanh, WinCommerce duy trì đà tăng trưởng ấn tượng với doanh thu tăng hai chữ số, đồng thời cải thiện đáng kể biên lợi nhuận nhờ mở rộng mạng lưới hiệu quả và tối ưu mô hình vận hành; Masan Consumer cho thấy tín hiệu phục hồi từ quý 4 dù chịu áp lực chi phí ngắn hạn; Masan MEATLife cải thiện rõ rệt về lợi nhuận nhờ tối ưu vận hành và tăng trưởng sản lượng; trong khi Masan High-Tech Materials hưởng lợi từ giá vonfram tăng và hiệu suất khai thác cải thiện.

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra quan điểm tích cực đối với triển vọng của MSN trong năm 2026. WinCommerce được kỳ vọng tiếp tục mở rộng mạnh mẽ và nâng cao hiệu quả vận hành, hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch sang bán lẻ hiện đại và sự cải thiện của tiêu dùng nội địa. Masan Consumer dự kiến quay lại quỹ đạo tăng trưởng nhờ hiệu quả từ mô hình phân phối mới và chiến lược cao cấp hóa sản phẩm. Đồng thời, Masan High-Tech Materials có thể bước vào chu kỳ thuận lợi khi giá vonfram duy trì ở mức cao, hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận. Ở chiều ngược lại, Masan MEATLife có thể đối mặt với áp lực từ biến động giá heo hơi và chi phí thức ăn chăn nuôi, khiến tăng trưởng lợi nhuận dự kiến thận trọng hơn và phụ thuộc vào hiệu ứng cộng hưởng với hệ thống bán lẻ. Chúng tôi khuyến nghị **"Mua"** cổ phiếu MSN với mức giá mục tiêu **96,198 VND/cp**, tương ứng mức tỷ suất sinh lời **27,6%** so với giá đóng của ngày 19/03/2026.

Khuyến nghị:

Mua

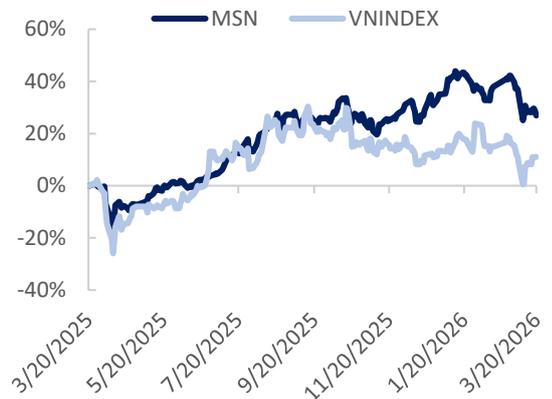
6-18m TP:

96,198
(+27.6%)

Giá cp hiện tại:

75,400

Diễn biến lợi suất cổ phiếu 1Y



Thay đổi giá cp	1 M	3 M	1Y
Thay đổi giá %	-3.3%	-0.5%	10.1%
SS với VN index	-10.2%	-0.8%	38.3%
Giá tb (VND)	75,515	77,672	74,669

Nguồn: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

SL cp lưu hành (triệu)	1,445.92	Cổ đông lớn (%)	Masan Corp. 29.35%
Vốn hóa TT. (VND b)	109,022.03	Free float (%)	60%
KL giao dịch trung bình 3 tháng ('000)	7,923.15	EPS TTM (VND)	4,680
Giá cao/thấp nhất 52w (VND)	88500 / 50300	NPM 2025 (%)	8.29%

Nguồn: the Company, Guotai Junan (VN).

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Masan Group là một trong những tập đoàn tư nhân lớn nhất Việt Nam, hoạt động theo mô hình tiêu dùng – bán lẻ tích hợp, với hệ sinh thái trải dài từ sản xuất hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), bán lẻ hiện đại, thịt chế biến đến vật liệu công nghệ cao, dịch vụ tài chính. Chiến lược cốt lõi của Masan là xây dựng nền tảng “Point of Life” – đáp ứng các nhu cầu thiết yếu hàng ngày của người tiêu dùng Việt Nam.

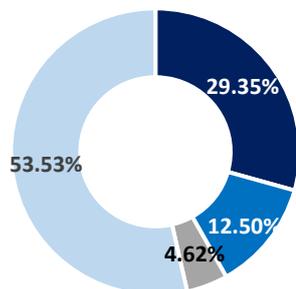
1.1. Lịch sử hình thành và phát triển

- Năm 1996: Thành lập Công ty Công Nghệ – Kỹ Thuật – Thương Mại Việt Tiến tại TP. Hồ Chí Minh (tiền thân của Masan), hoạt động trong lĩnh vực sản xuất gia vị.
- Tháng 11/2004: Thành lập CTCP Tập đoàn Ma San dưới tên ban đầu là Công ty Cổ phần Hàng Hải Ma San.
- Tháng 8/2009: Chính thức đổi tên thành Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San, tái cấu trúc theo mô hình holding.
- Tháng 11/2009: Niêm yết cổ phiếu MSN tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE).
- Tháng 07/2015: Chính thức đổi tên thành Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan, chuẩn hóa thương hiệu quốc tế.
- Tháng 05/2019: Masan Nutri-Science đổi tên thành Masan MEATLife, tái định vị chiến lược trong lĩnh vực thịt có thương hiệu.
- Tháng 12/2019: Masan Group và Vingroup ký thỏa thuận nguyên tắc sáp nhập Masan Consumer Holdings với VinCommerce và VinEco thông qua hoán đổi cổ phần, đặt nền tảng cho mô hình tiêu dùng – bán lẻ tích hợp.
- Tháng 01/2020: VinMart và VinMart+ chính thức đổi thương hiệu thành WinMart và WinMart+.
- Năm 2021: Thành lập The CrownX – nền tảng hợp nhất Masan Consumer Holdings và WinCommerce, vận hành mô hình “Point of Life”.
- Tháng 09/2022: Masan High-Tech Materials hoàn tất đổi tên từ Masan Resources, phản ánh định hướng tập trung vào vật liệu công nghệ cao.

1.2. Cơ cấu cổ đông

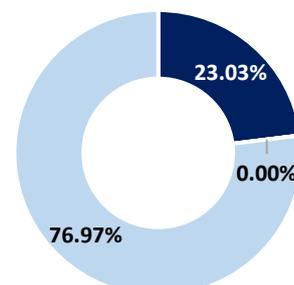
Cơ cấu cổ đông của Masan Group phản ánh sự tập trung vốn vào các cổ đông chiến lược cùng phần vốn tự do giao dịch trên thị trường. Masan Corporation giữ vị trí cổ đông lớn nhất với 29.35% vốn, tiếp theo là Sunflower Construction Co. Ltd. với 12.5% sở hữu.

Cơ cấu cổ đông



■ Masan Corporation ■ Sunflower Construction Co. Ltd. ■ BLD & NLQ ■ Khác

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài

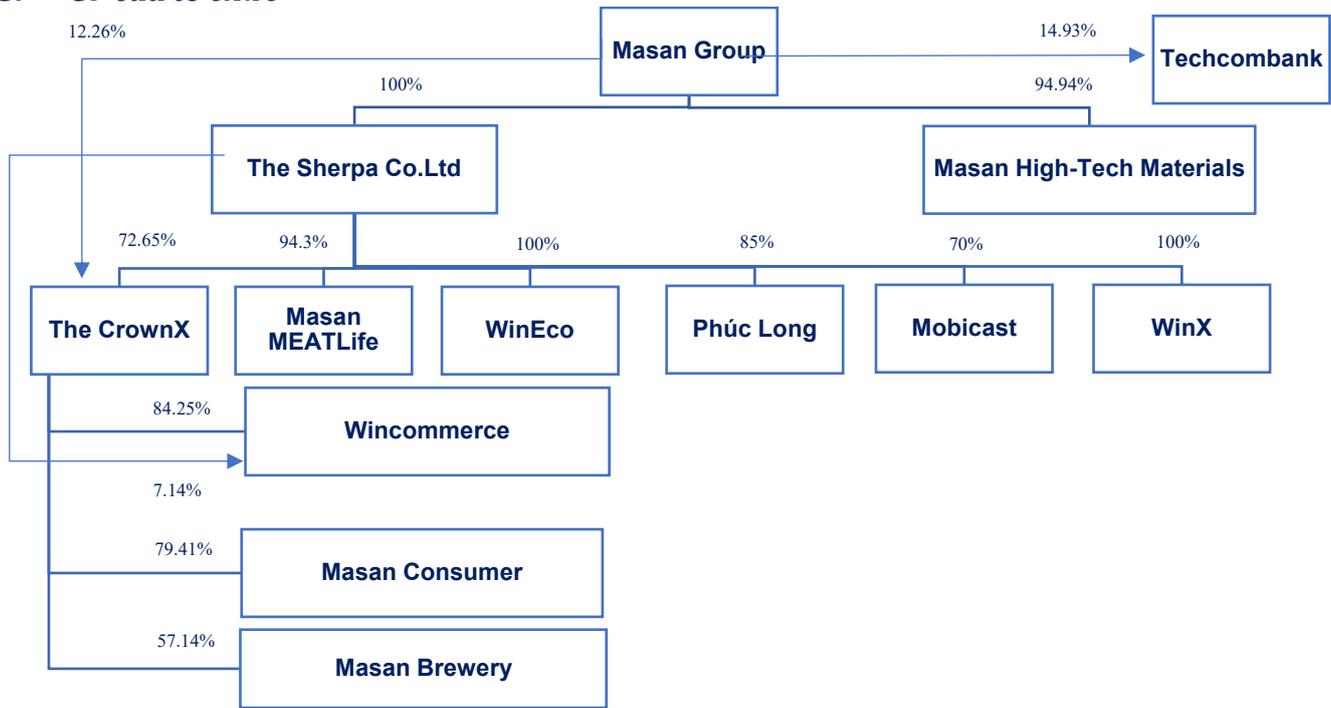


■ Sở hữu nước ngoài ■ Sở hữu nhà nước ■ Khác

Nguồn: MSN, FinxPro, GTJASVN tổng hợp

Tháng 6/2025, MSN hoàn tất nâng room ngoại nói lên 100%, mở rộng cơ hội sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài. Trong tháng 10/2025, SK Group gần như thoái vốn toàn bộ tại Masan, đánh dấu sự rút lui của một cổ đông chiến lược lớn.

1.3. Cơ cấu tổ chức



Nguồn: MSN, GTJASVN tổng hợp

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Tập đoàn Masan hoạt động đa ngành với kim chỉ nam là tạo dựng một hệ sinh thái tiêu dùng tích hợp, kiểm soát toàn bộ chuỗi giá trị từ sản xuất đến tay người tiêu dùng. Các lĩnh vực kinh doanh của Masan bao gồm hàng tiêu dùng nhanh, bán lẻ hiện đại, thực phẩm chế biến, khai thác tài nguyên và công nghệ tài chính. Các mảng kinh doanh vận hành trên cơ sở tương hỗ.



Nguồn: MSN, GTJASVN tổng hợp

Cập nhật kết quả kinh doanh 4Q2025 & FY2025

Tỷ đồng	4Q2025	4Q2024	Tăng	FY2025	FY2024	Tăng/giảm (%)
Doanh thu thuần	23.246	22.666	2.6%	81.621	83.178	-1.9%
MCH	9.275	8.942	3.7%	30.557	30.897	-1.1%
WCM	10.520	8.557	22.9%	38.979	32.961	18.3%
MML	2.437	2.204	10.6%	9.230	7.650	20.7%
PLH	518	417	24.1%	1.891	1.621	16.7%
MSR	2.395	3.868	-38.1%	7.443	14.336	-48.1%
EBITDA	5.070	4.580	10.7%	17.274	15.921	8.5%
MCH	2.460	2.593	-5.1%	8.005	8.333	-3.9%
WCM	611	550	11.0%	1.793	1.298	38.1%
MML	316	233	35.5%	976	647	50.8%
PLH	100	89	12.0%	354	290	22.1%
MSR	706	619	14.0%	2.171	1.785	21.6%
LNST	2.295	1.546	48.5%	6.764	4.272	58.3%
NPATMI	1.474	690	113.5%	4.108	1.999	105.5%

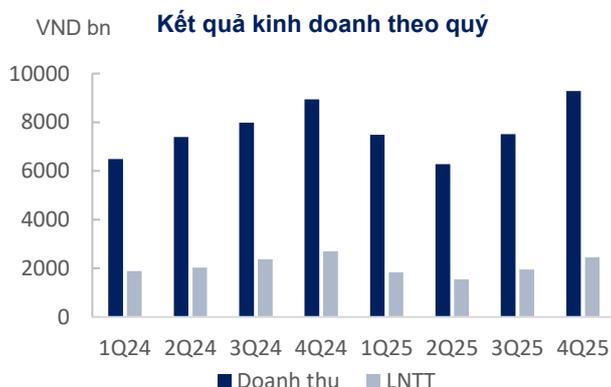
Nguồn: MSN, GTJASVN tổng hợp

Theo kết quả kinh doanh quý 4/2025, doanh thu đạt 23.246 tỷ đồng, tăng 10,6% so với cùng kỳ trên cơ sở so sánh tương đương (LFL2); doanh thu cả năm đạt 81.621 tỷ đồng, tăng 8,7% trên cơ sở LFL. Lợi nhuận sau thuế trước lợi ích cổ đông thiểu số (NPAT Pre-MI) quý 4 đạt 2.295 tỷ đồng, tăng 48,5% so với cùng kỳ; cả năm đạt 6.764 tỷ đồng, tăng 58,3%. Lợi nhuận sau thuế sau lợi ích cổ đông thiểu số (post-MI) quý 4 đạt 1.474 tỷ đồng, tăng 113,5% so với cùng kỳ; cả năm đạt 4.108 tỷ đồng, tăng 105,5%. Tỷ lệ nợ ròng trên EBITDA giảm xuống 2,74 lần, cho thấy bảng cân đối tài chính tiếp tục được cải thiện.

2.1. Masan Consumer (MCH)

Masan Consumer Corporation (MCH) là công ty thành viên chủ lực của Tập đoàn Masan, hoạt động trong lĩnh vực hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) tại Việt Nam. Ngày 25/12/2025, MCH chính thức niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE, đánh dấu cột mốc quan trọng trong lộ trình tăng trưởng chiến lược và kiến tạo giá trị dài hạn của công ty.

Doanh nghiệp định vị chiến lược tập trung vào “premium hóa” danh mục sản phẩm, mở rộng sang các phân khúc giá trị cao, đồng thời tận dụng hệ sinh thái bán lẻ WinCommerce để tối ưu phân phối và dữ liệu người tiêu dùng. Masan Consumer duy trì biên lợi nhuận gộp cao trong ngành FMCG nội địa nhờ sức mạnh thương hiệu, năng lực R&D và mạng lưới phân phối sâu rộng, đóng vai trò là trụ cột lợi nhuận và dòng tiền ổn định cho toàn Tập đoàn Masan.

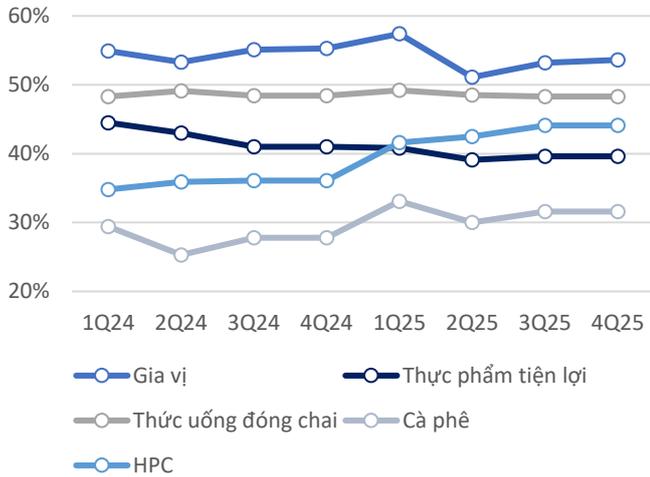


Nguồn: MCH, GTJASVN tổng hợp

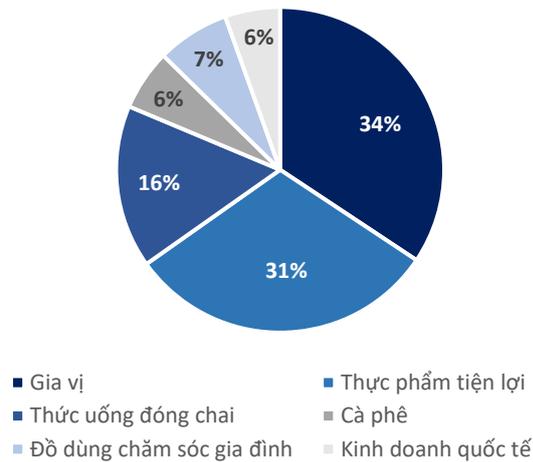
Theo kết quả kinh doanh quý 4/2025, MCH ghi nhận doanh thu đảo chiều dương sau hai quý giảm liên tiếp cho thấy tín hiệu khả quan của Retail Supreme và quá trình xây dựng thương hiệu, doanh thu đạt 9,275 tỷ đồng (+3.7% YoY), lãi trước thuế đạt 2,433 tỷ đồng (-10%YoY) tương ứng biên lãi 26.2%. Tăng trưởng doanh thu được hỗ trợ bởi kênh GT phục hồi và các kênh MT, HORECA và E-commerce tiếp tục tăng tốc, khẳng định nhu cầu tiêu dùng ổn định với sản phẩm của MCH. Mô hình

Retail Supreme chính thức hoàn thiện với độ bao phủ lên đến 413 nghìn điểm bán lẻ vào cuối năm 2025, tỷ trọng bán sỉ giảm xuống còn 33%, số lượng SKU/đơn hàng cũng tăng 70% lên 4.0. Tính cả năm 2025, MCH ghi nhận 30.556 tỷ đồng doanh thu (-1,1% YoY). Biên lãi gộp giảm nhẹ từ 46,6% xuống 45,5% do công ty tăng chi phí R&D và marketing cho các sản phẩm mới (tổng cộng có 8 sản phẩm và mới ra mắt Q4/2025). Doanh thu tài chính -39% YoY do cuối năm 2024 MCH đã chi trả 6.884 tỷ đồng cổ tức (tỷ lệ 95%) qua đó lãi từ tiền gửi giảm 54,5% trong khi chi phí lãi vay tăng 51% khiến chi phí tài chính tăng 47%. Lợi nhuận sau thuế do vậy đạt 6.764 tỷ đồng (-14,6% YoY), lãi cho cổ đông công ty mẹ là 6.667 tỷ đồng (-14,6% YoY), EPS đạt 5.557 đồng.

Biên lợi nhuận gộp theo mảng MCH



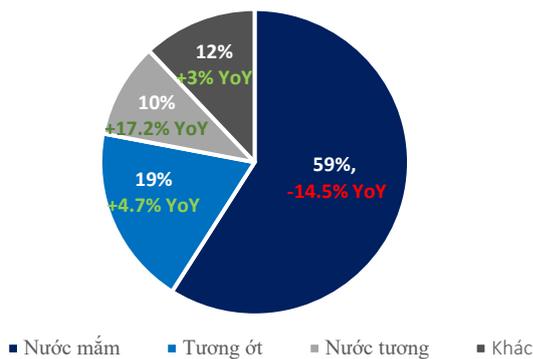
Cơ cấu doanh thu MCH 2025



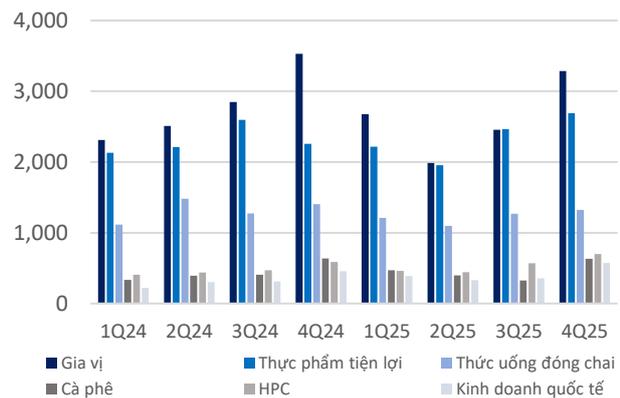
Nguồn: MCH, GTJASVN tổng hợp

Cơ cấu doanh thu thuần năm 2025 tiếp tục được đóng góp chính bởi hai ngành hàng chủ lực Gia vị (34%) và thực phẩm tiện lợi (31%). Đà suy giảm của **ngành hàng Gia vị** tiếp tục thu hẹp, còn 6.9% YoY trong quý 4/2025, sau khi đã giảm -14% ở quý 3 và -21% ở quý 2 năm 2025 do quá trình áp dụng mô hình phân phối mới. Nước mắt sẽ tiếp tục phục hồi trên nền so sánh thấp, chúng tôi kỳ vọng mảng gia vị sẽ trở lại tăng trưởng khả quan trong năm 2026 nhờ các sản phẩm cao cấp hóa, sự phục hồi của tiêu dùng nội địa và sự hoàn thiện của mô hình Retail Supreme.

Cơ cấu doanh thu Q4/2025 theo ngành hàng



Doanh thu theo mảng của MCH



Nguồn: MCH, GTJASVN tổng hợp

Với **ngành hàng thực phẩm tiện lợi**, MCH tập trung cao cấp hóa sản phẩm, phân khúc cao cấp tăng trưởng dương, chiếm khoảng 55% doanh thu toàn ngành, đặc biệt doanh thu Omachi được thúc đẩy bởi chiến dịch Tết và xu hướng cao cấp hóa, cùng với tín hiệu tích cực ban đầu từ việc ra mắt sản phẩm ở phân khúc cao cấp nhất và mở rộng hệ thống phân phối Retail Supreme. Tính cả năm 2025, doanh thu Omachi tăng 16.1%, đạt 4,960 tỷ đồng. Tuy nhiên do chi phí R&D, biên lợi nhuận gộp ngành hàng thực phẩm sụt giảm còn 39.8% YoY.

Ngành đồ uống đóng chai sụt giảm doanh thu trong quý 4/2025 do tâm lý tiêu dùng chung yếu đi, ngành ghi nhận doanh thu cả năm giảm 7% xuống 4,901 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống 48.8%, chủ yếu do cơ cấu sản phẩm.

Ngành hóa mỹ phẩm (HPC) ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ trong quý 4, đạt 699 tỷ đồng

(+18.9% YoY) chủ yếu đến từ việc mở rộng độ phủ phân phối và chương trình Hội viên cho nhà bán lẻ.

Trước áp lực cạnh tranh gia tăng, **mảng Cà phê** ghi nhận kết quả gần như đi ngang so với cùng kỳ trong quý 4/2025. Tính cả năm 2025, doanh thu cà phê đạt 1,821 tỷ đồng (+2.9% YoY).

Chiến dịch “Go global” đang tiếp tục khai thác thị trường Đông Nam Á hiệu quả, doanh thu kinh doanh quốc tế đạt 573 tỷ đồng (+25%) trong quý 4, tính cả năm 2025 đạt 1,647 (+26.8%).

Các sản phẩm mới của MCH trong năm 2025



Nguồn: MCH, GTJASVN tổng hợp

Triển vọng kinh doanh năm 2026:

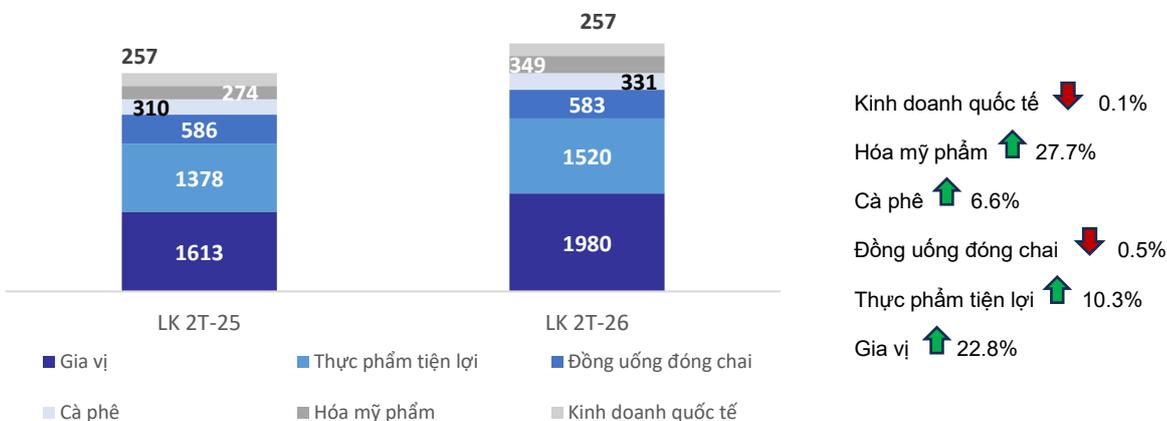
Mô hình Retail Supreme được kỳ vọng sẽ tiếp tục đóng vai trò “cú hích” quan trọng, dự kiến đóng góp 30-40% tăng trưởng doanh thu cả năm 2026. Chỉ trong 2 tháng đầu năm, doanh thu lũy kế đạt 5.160 tỷ đồng với mức tăng trưởng 15.2% so với cùng kỳ năm trước, vượt tiến độ so với kịch bản cơ sở để ra cho cả năm 2026 là 11-15%.

Tính đến tháng 2/2026, chiến lược đã đạt được khoảng 420.000 điểm bán, tăng trưởng 80% so với cùng kỳ. Khoảng 33.000 điểm bán đã sở hữu toàn bộ các ngành hàng của MCH (tăng 50% so với cùng kỳ). Trung bình đạt 5,5 SKU trên mỗi đơn hàng, tăng 85% so với cùng kỳ. Và khoảng 40.000 điểm bán tham gia chương trình trưng bày sản phẩm (kênh Off-premise).

MCH đặt mục tiêu duy trì đà tăng trưởng thông qua việc đẩy mạnh mô hình phân phối mới và các hoạt động xây dựng thương hiệu.

Cụ thể, từ tháng 3/2026, công ty sẽ tập trung mở rộng kênh On-premise (tiêu dùng tại chỗ) để thúc đẩy ngành hàng Đồ uống đóng chai, đồng thời hỗ trợ các kế hoạch tung sản phẩm mới thông qua hệ thống phân phối tối ưu này.

Doanh thu lũy kế 2 tháng đầu năm 2026 (tỷ đồng)



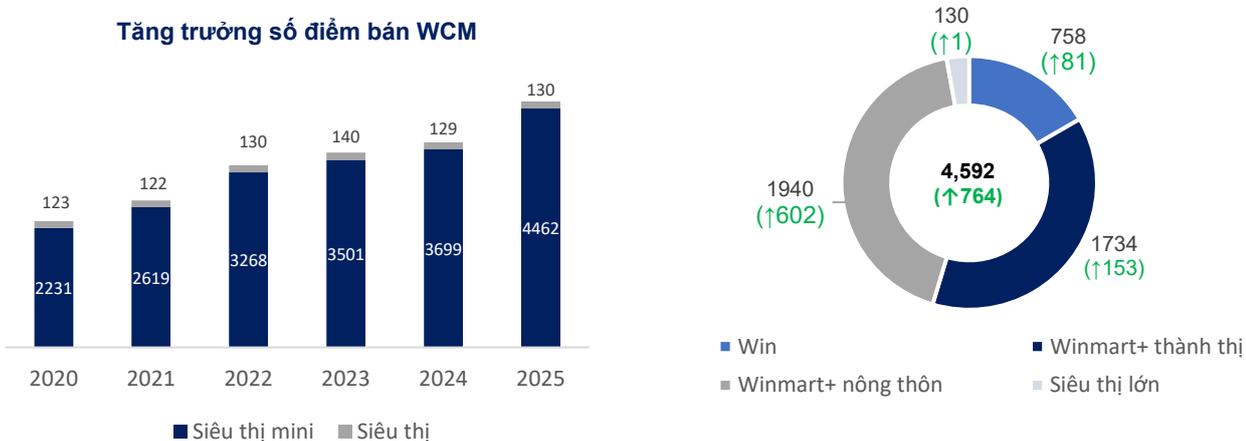
Nguồn: MCH, GTJASVN tổng hợp

2.2. Wincommerce (WCM)

Công ty Cổ phần Dịch vụ Thương mại Tổng hợp WinCommerce là thành viên thuộc Tập đoàn Masan, sở hữu và vận hành chuỗi siêu thị WinMart và cửa hàng tiện ích WinMart+. Hiện nay, Wincommerce là chuỗi bán lẻ hiện đại có độ phủ lớn nhất toàn quốc với hệ thống 131 siêu thị WinMart, 3000 cửa hàng WinMart+ trên 63 tỉnh thành Việt Nam.

Kết thúc năm 2025, doanh thu Wincommerce tăng 18.3%, đạt 38,979 tỷ đồng, chỉ số EBITDA cải thiện, tăng 38.1% svck, đạt 1,793 tỷ đồng, qua đó giúp LNST trong năm 2025 tăng 86.8 lần svck, đạt 501 tỷ đồng, tương ứng biên lợi nhuận sau thuế là 1.3% (tăng 130 điểm cơ bản svck).

Tăng trưởng số điểm bán WCM

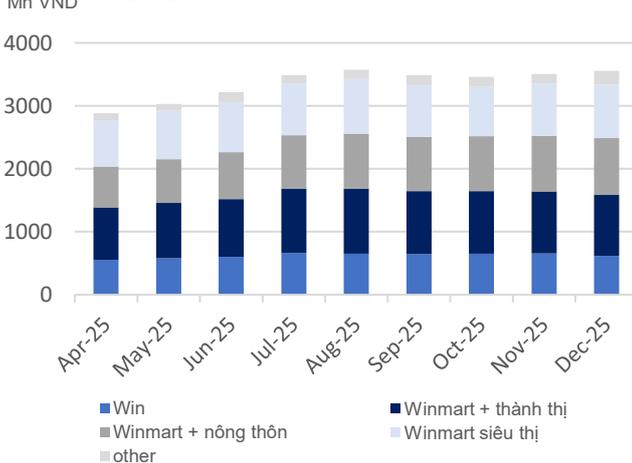


Nguồn: MSN, GTJASVN tổng hợp

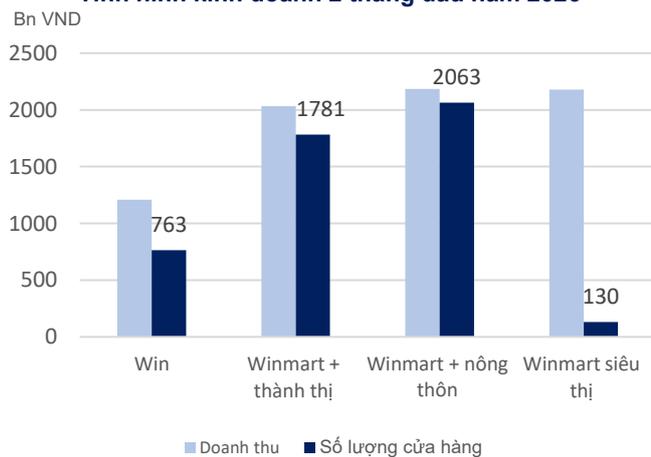
Việc tăng trưởng và cải thiện hiệu quả lợi nhuận được thúc đẩy nhờ quá trình mở rộng mạng lưới, đồng thời duy trì tăng trưởng LPL mạnh mẽ. Trong năm 2025, WCM thành công vượt mục tiêu 700 cửa hàng mở mới, tốc độ tăng trưởng doanh thu LPL của toàn hệ thống đạt 9%, quý 4 đạt 11.3%. Đáng chú ý, đối với chuỗi Minimart, có tới 70% tăng trưởng đến từ lượng khách hàng mới, đây được xem là chỉ dấu lành mạnh cho sự phát triển bền vững.

Về mạng lưới, tính đến cuối năm 2025, WinCommerce đã vận hành 4.592 cửa hàng sau khi mở mới gần 800 điểm trong năm. Tốc độ mở rộng vẫn tiếp tục được đẩy mạnh khi chỉ riêng tháng 1/2026, chuỗi đã khai trương thêm gần 300 cửa hàng, hướng tới mục tiêu mở mới hơn 300 cửa hàng ngay trong quý I/2026.

Doanh thu Wincommerce theo chuỗi



Tình hình kinh doanh 2 tháng đầu năm 2026



Nguồn: MSN, GTJASVN tổng hợp

Một điểm sáng nổi bật trong năm 2025 của WCM là việc tìm ra công thức thành công cho mô hình siêu thị lớn (Winmart), doanh thu tăng 9.5% và biên EBITDA đạt 3%. Tại miền Nam, khu vực mà được xem là điểm yếu của Wincommerce, các siêu thị sau cải tạo đã đạt mức doanh thu từ 20-25% so với trước khi nâng cấp.

Cuộc đánh chiếm thị trường miền Nam và nông thôn dần dần được những thành tựu nổi bật, trong năm 2025, mô hình Winmart nông thôn kích nổ tăng trưởng mới với mức doanh thu tăng gần 40%. Mô hình Low-capex mang lại hiệu quả giúp mạng lưới mở rộng nhanh chóng mà vẫn duy

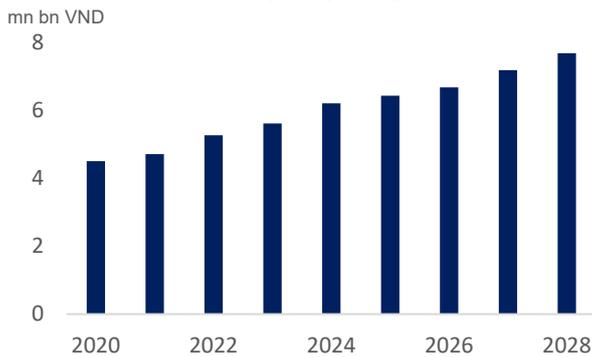
trì EBITDA ở mức 9.3%.

Triển vọng kinh doanh năm 2026:

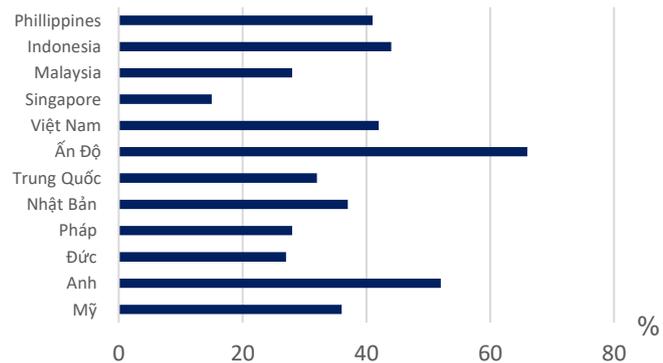
Bước sang năm 2026, Wincommerce dự sẽ nhận được hỗ trợ đến từ sự cộng hưởng của các yếu tố vĩ mô thuận lợi. Các chính sách tài khóa với điểm sáng là nghị quyết 110/2025 về nâng mức giảm trừ gia cảnh, kế hoạch tăng trưởng GDP hai chữ số dự kiến sẽ giúp thu nhập người dân ước tính tăng 10%.

Trong bối cảnh chính sách giảm thuế VAT 2% và các hoạt động xúc tiến du lịch phát huy hiệu quả, Việt Nam hiện đứng trong top 5 quốc gia lạc quan nhất về tiêu dùng toàn cầu theo khảo sát của BCG. Các tổ chức quốc tế như Fitch Solutions dự báo chi tiêu tiêu dùng có thể tăng trưởng tới 10% mỗi năm. Nền tảng thu nhập cải thiện và nhu cầu nâng cao chất lượng sống vẫn là “bệ đỡ” vững chắc cho thị trường trong năm 2026.

Chi tiêu tiêu dùng tăng đồng pha với GDP



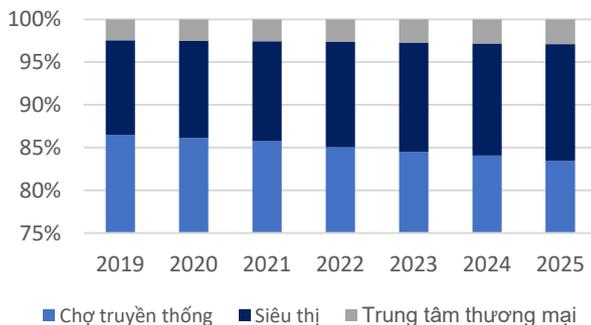
Tỷ lệ người tiêu dùng có ý định tăng chi tiêu



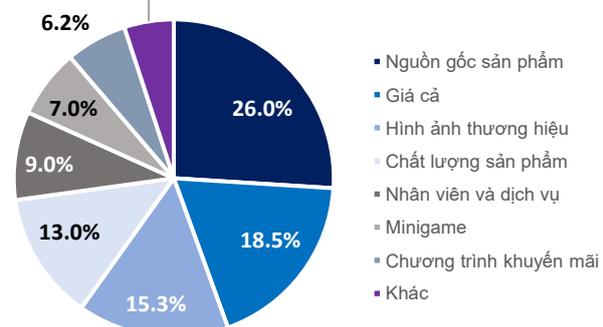
Nguồn: GSO, Trading economics, GTJASVN tổng hợp

Bên cạnh đó, xu hướng chuyển dịch từ mô hình chợ truyền thống sang chuỗi siêu thị hiện đại đang dần định hình lại diện mạo ngành bán lẻ 2026. Thị trường bán lẻ Việt Nam đang chứng kiến một cuộc tái cấu trúc sâu rộng nhất trong vòng một thập kỷ, nơi ranh giới giữa mua sắm truyền thống và hiện đại không còn chỉ giới hạn ở các thành phố lớn mà đang lan nhanh về các vùng ven và khu vực nông thôn. Sự chuyển dịch này không chỉ đến từ nhu cầu tiện lợi, mà còn là kết quả của một quá trình chuyển đổi thói quen tiêu dùng trên diện rộng: người mua dần ưu tiên những điểm đến có sự cam kết về nguồn gốc hàng hóa và sự ổn định về giá cả. Nắm bắt sự chuyển dịch này, Wincommerce đã tìm ra công thức nhân chuỗi mới với sự tập trung vào đánh chiếm thị trường miền Nam và Nông thôn. **Chúng tôi dự kiến chuỗi Winmart + Nông thôn sẽ đạt được con số hơn 2500 cửa hàng trong năm 2026.**

Sự chuyển dịch từ kênh GT sang MT ngày một rõ rệt



Nguồn gốc sản phẩm trở thành mối quan tâm hàng đầu



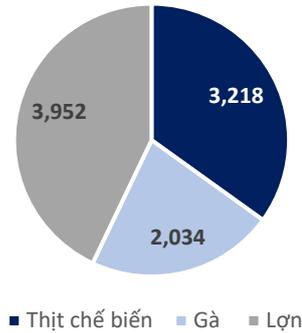
Nguồn: GSO, Younetmedia, GTJASVN tổng hợp

Bên cạnh đó, các chuyển động về chính sách cũng đang thúc đẩy tiến trình này diễn ra một cách có hệ thống hơn. Việc triển khai Nghị định 70/2025/NĐ-CP về hóa đơn điện tử hay các chương trình nâng tầm hàng Việt theo Quyết định 2269/QĐ-BCT đang góp phần tăng cường tính minh bạch của thị trường. Những quy định này có xu hướng tạo ra lợi thế tương đối cho các doanh nghiệp đã sớm tiêu chuẩn hóa quy trình vận hành và kiểm soát chất lượng đầu vào. Với sự thâm nhập sâu rộng của các thế hệ trẻ như Gen Z và Gen Alpha – những nhóm khách hàng ưu tiên trải nghiệm, sự tiện lợi và các sản phẩm tốt cho sức khỏe – chuỗi bán lẻ hiện đại như Winmart đang nắm giữ lợi thế vượt

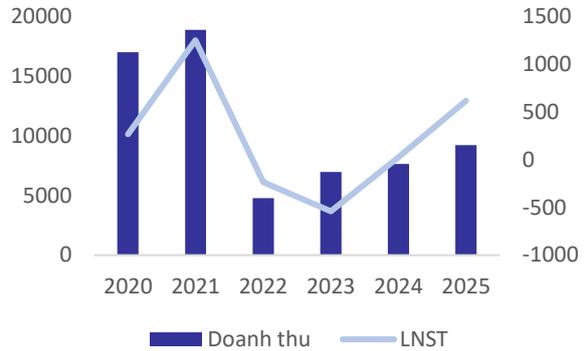
trội.

2.3. Masan MEATLife (MML)

Cơ cấu doanh thu MML năm 2025



Kết quả kinh doanh MML

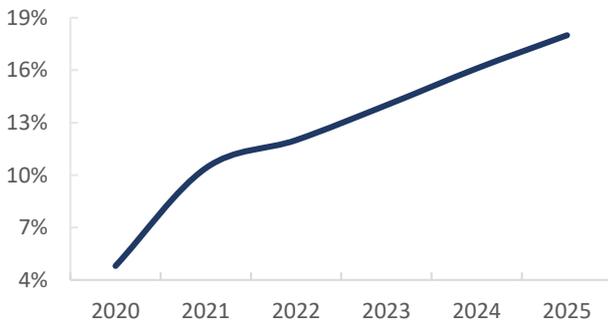


Nguồn: MML, GTJASVN tổng hợp

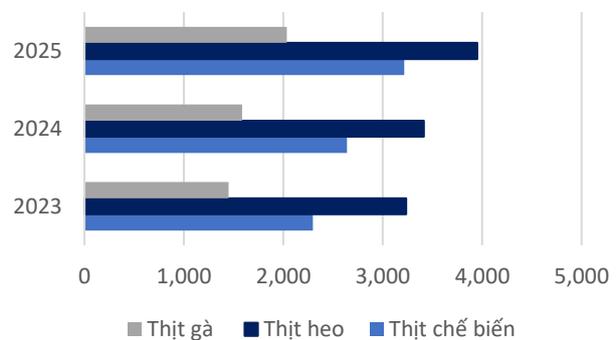
Năm 2025, Masan MEATLife ghi nhận LNST trước lợi ích cổ đông thiểu số đạt 619 tỷ đồng, tăng mạnh 24,4 lần so với cùng kỳ. Biên EBIT đạt 5,5%, cải thiện 330 điểm cơ bản, cho thấy hiệu quả hoạt động được nâng cao rõ rệt khi quy mô mở rộng. Doanh thu đạt 9.230 tỷ đồng (+20,7% YoY), nhờ tăng trưởng hai chữ số ở tất cả các mảng: thịt heo (+15,8%), thịt gà (+28,3%) và thịt chế biến (+21,9%). Động lực chính đến từ sản lượng tăng, mở rộng hệ thống và sự cộng hưởng ngày càng rõ với WinCommerce.

Mảng thịt chế biến tăng trưởng nhờ các sản phẩm giá trị gia tăng. Nhóm sản phẩm đổi mới đóng góp 31% doanh thu (so với 18% năm 2024), trong đó riêng phân khúc đồ ăn nhẹ tăng gấp đôi và chiếm khoảng 56% doanh thu đổi mới.

% đóng góp MML trong doanh thu WCM



Doanh thu theo mảng



Nguồn: MML, WCM, GTJASVN tổng hợp

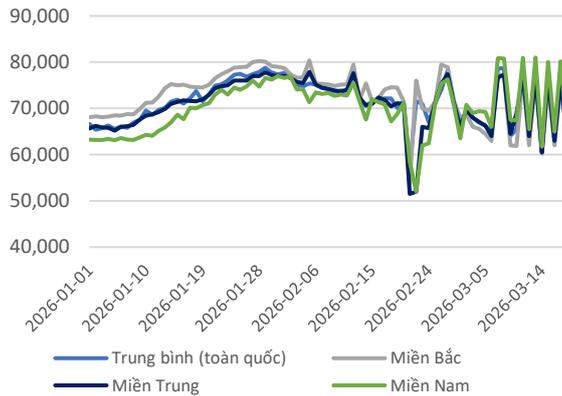
MML tiếp tục đẩy mạnh tích hợp với WinCommerce, với doanh thu bình quân đạt 2,1 triệu đồng/cửa hàng/ngày (+13,7% YoY). Thị phần đậm đặc trong hệ thống duy trì ở mức 61% (+600 bps), củng cố vị thế dẫn đầu ở cả thịt tươi và chế biến. Giá trị heo thịt bình quân đạt 10,3 triệu đồng/con (+8,3% YoY). Sau khi loại trừ yếu tố điều chỉnh giá, mức này vẫn tăng 4,2%, phản ánh hiệu quả cải thiện trong sử dụng nguyên liệu và tối ưu giá trị sản phẩm.

Triển vọng kinh doanh năm 2026:

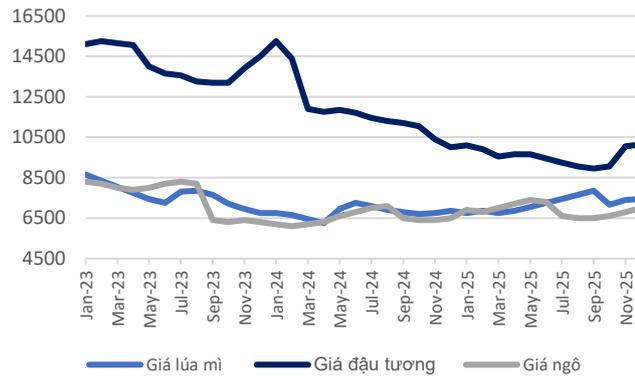
Bước sang năm 2026, thị trường heo hơi được dự báo tiếp tục biến động theo chu kỳ tiêu dùng và khả năng kiểm soát dịch bệnh. Theo Viện Kinh tế tài chính (Bộ Tài chính), giá heo hơi bình quân năm 2026 có thể dao động trong khoảng 62.000 - 68.000 đồng/kg, tăng 8 - 12% so với năm 2025. Quý I/2026, đặc biệt dịp tết Nguyên đán được dự báo là giai đoạn đạt đỉnh, giá tại miền Bắc có thể chạm mốc 80.000 - 85.000 đồng/kg nếu nguồn cung không kịp bổ sung. Sau cao điểm Tết, giá sẽ điều chỉnh giảm trong quý II và III, xuống vùng 54.000 - 64.000 đồng/kg khi đàn heo tái đàn phục hồi và nhu cầu tiêu thụ giảm vào mùa hè. Đến quý IV, giá dự kiến tăng trở lại 60.000 - 70.000 đồng/kg để chuẩn bị cho nhu cầu cuối năm và Tết 2027. Nhìn chung nguồn cung gần như đã phục hồi lại sau mưa lũ kéo dài và dịch tả heo Châu Phi trong năm 2025, giá heo hơi sẽ dần ổn định lại trong năm 2026, biến động theo chu kỳ tiêu dùng, điều này đồng nghĩa với **việc giá heo hơi trong**

năm 2026 sẽ khó tăng mạnh nhưng vẫn duy trì mặt bằng cao.

Diễn biến giá heo hơi từ đầu năm 2026



Diễn biến giá TACN



Nguồn: AgroMonitor, GTJASVN tổng hợp

Theo ghi nhận, nhiều doanh nghiệp trong ngành như De Heus, VinaFeed, USFEED, Cargill, Thức ăn chăn nuôi Hòa Phát Đồng Nai, Dinh dưỡng Phú Sỹ, Dinh dưỡng Việt Pháp... đã thống nhất điều chỉnh tăng giá với mức phổ biến 200 đồng/kg đối với hầu hết các dòng sản phẩm thức ăn gia súc, gia cầm. Thời điểm áp dụng chủ yếu từ ngày 01/01/2026, một số doanh nghiệp triển khai từ đầu tháng 1 hoặc đầu tháng 2/2026, tùy theo khu vực và hệ thống phân phối. Việc tăng giá thức ăn chăn nuôi dự sẽ gây áp lực lên chi phí sản xuất của MML, làm giảm biên lợi nhuận.

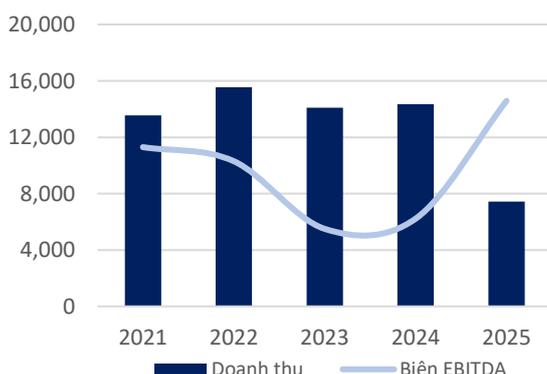
Ở chiều ngược lại, nhu cầu tiêu thụ thịt heo tiếp tục tăng cùng với xu hướng tiêu dùng an toàn, ưu tiên các sản phẩm có truy xuất nguồn gốc rõ ràng, được sản xuất và phân phối theo chuỗi khép kín. Tuy nhiên, theo Cục Chăn nuôi và Thú y (Bộ Nông nghiệp và Môi trường), năm 2025 có tới 1,27 triệu con heo bị chết và tiêu hủy, tăng hơn 13 lần so với năm 2024, chủ yếu tại các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ, không bảo đảm an toàn sinh học. Trong bối cảnh đó, thương hiệu thịt mát MML sản xuất theo công nghệ chế biến tiêu chuẩn châu Âu, áp dụng nền tảng 3F “từ trang trại đến bàn ăn” với chuỗi giá trị tích hợp, nhằm cung cấp các sản phẩm thịt có thương hiệu, đảm bảo vệ sinh, truy xuất được nguồn gốc và giá cả hợp lý dự sẽ tạo dựng lợi thế cạnh tranh bền vững và gia tăng thị phần trong trung và dài hạn.

Sự cộng hưởng giữa MML và Wincommerce cũng được kỳ vọng tiếp tục mang lại hiệu quả tốt.

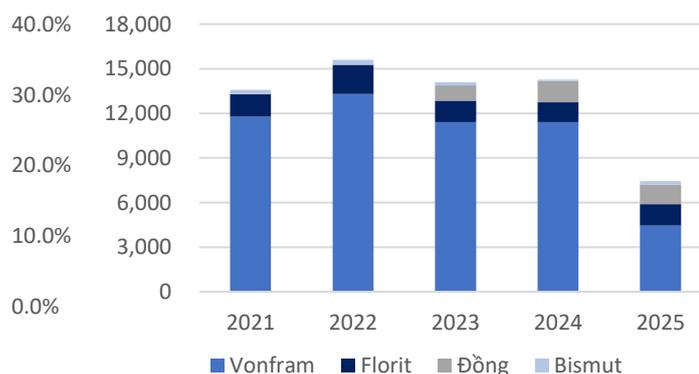
2.4. Masan High-tech Materials (MSR)

Trong năm tài chính 2025, MSR đạt doanh thu 7.443 tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ năm trước. Không tính kết quả kinh doanh của H.C.Starck (HCS) sau khi MSR thoái vốn 100% khỏi HCS vào tháng 12 năm 2024, doanh thu năm tài chính 2025 của MSR tăng 1.166 tỷ đồng, chủ yếu nhờ doanh thu vonfram tăng mạnh và tỷ lệ thu hồi vonfram và florit được cải thiện. Doanh thu Vonfram đạt 4.458 tỷ đồng trong năm tài chính 2025, tăng 33% so với cùng kỳ năm trước. Doanh thu Florit tăng 7%, đạt 1.432 tỷ đồng, nhờ giá bán cao hơn, trong khi doanh thu Đồng đạt 1.304 tỷ đồng, phản ánh sản lượng bán hàng ổn định tại thị trường nội địa. MSR cũng ghi nhận doanh thu 63 tỷ đồng từ sản phẩm xi măng Bismut trong quý 4/2025 sau khi ký kết thỏa thuận với một khách hàng chiến lược.

Kết quả kinh doanh MSR



Doanh thu theo mảng

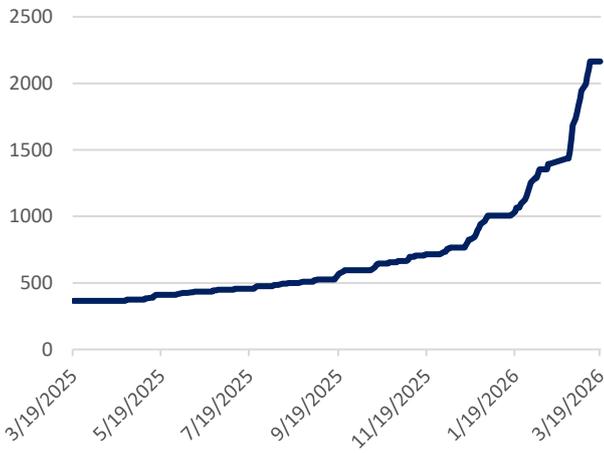


Nguồn: MSR, GTJASVN tổng hợp

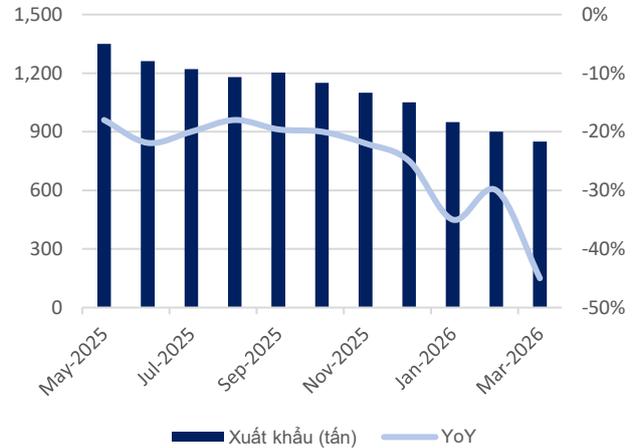
Triển vọng kinh doanh năm 2026:

Trong năm 2026, Masan High-Tech Materials đang đứng trước một “con gió xuôi chiều” hiếm có, khi thị trường vonfram bước vào chu kỳ tăng giá mang tính cấu trúc. MSR được hưởng lợi rõ nét từ chu kỳ tăng giá mạnh của vonfram, khi giá APT tăng từ mức trung bình 518 USD/mtu năm 2025 lên 1.900–2.500 USD/mtu đầu năm 2026. Đòn tăng này giúp khuếch đại lợi nhuận trong bối cảnh chi phí khai thác tương đối ổn định, tạo dư địa mở rộng biên EBITDA từ nền 29% hiện tại.

Giá Vonfram liên tục lập đỉnh



Trung Quốc siết chặt xuất khẩu Vonfram



Nguồn: Bloomberg, Worldbank, GTJASVN tổng hợp

Ở chiều cung, thị trường đang bước vào trạng thái “thắt cổ chai” khi Trung Quốc chiếm hơn 80% sản lượng và siết xuất khẩu (40%), trong khi các mỏ toàn cầu suy giảm trữ lượng. Điều này khiến MSR – sở hữu mỏ Núi Pháo – trở thành một trong số ít “nguồn cung thay thế” có giá trị chiến lược. Khi giá vonfram neo cao và nhu cầu từ AI, bán dẫn, quốc phòng tiếp tục tăng, chúng tôi kỳ vọng năm 2026 là giai đoạn MSR bước vào “mùa thu hoạch”, nơi tăng trưởng lợi nhuận không chỉ đến từ chu kỳ giá mà còn từ vị thế tài nguyên ngày càng khan hiếm.

III. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Trên cơ sở hợp nhất, năm 2026 được kỳ vọng sẽ là giai đoạn tăng tốc rõ nét về lợi nhuận của Tập đoàn Masan, khi các trụ cột kinh doanh bắt đầu có những chuyển biến tích cực.

Cụ thể,

- WinCommerce được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ công thức mở rộng cửa hàng ngày càng tối ưu và chi phí được siết chặt, qua đó cải thiện hiệu quả vận hành trên từng điểm bán.
- Masan High-Tech Materials có thể bước vào một năm “thu hoạch lớn”, khi giá vonfram duy trì ở mức cao ngay từ đầu năm (gần 1.700 USD/tấn) và vượt giá định ban đầu của công ty (900 USD/tấn), tạo dư địa đáng kể cho tăng trưởng lợi nhuận.
- Ở mảng tiêu dùng, Masan Consumer tiếp tục cho thấy sự cải thiện về biên lợi nhuận, đồng thời bắt đầu gặt hái những “quả ngọt” đầu tiên sau quá trình tái cấu trúc hệ thống phân phối.
- Ngược lại, triển vọng của Masan MEATLife thận trọng hơn. Trong bối cảnh giá định không xảy ra dịch tả heo châu Phi trên diện rộng, nguồn cung heo phục hồi có thể kéo giá heo hơi đi xuống, trong khi chi phí thức ăn chăn nuôi vẫn tiềm ẩn rủi ro tăng. Do đó, tăng trưởng lợi nhuận của MML nhiều khả năng sẽ phụ thuộc vào hiệu ứng cộng hưởng với hệ thống bán lẻ WCM, và nhìn chung có thể đi ngang hoặc giảm nhẹ.

	Tỷ đồng	2025	2026F	2025 YoY	2026F YoY
MCH	Doanh thu	30.557	33.128	1.1%	8.4%
	EBITDA	7.896	7.570	-4%	-4.1%
	Lợi nhuận ròng	6.764	6.056	-15%	10.5%
WCM	Doanh thu	38.979	46.480	18%	19.2%
	EBITDA	1.793	2.610	38.1%	45.6%
MML	Doanh thu	9.230	10.494	21%	13.7%
	EBITDA	916	919	55.3%	0.3%
MSR	Doanh thu	7.443	12.489	-48.1%	67.8%
	EBITDA	2.171	2.356	21.6%	8.5%
PLH	Doanh thu	1.891	2.325	16.7%	23.0%
	EBITDA	354	426	22.1%	20.3%
TCB	Lợi nhuận từ công ty liên kết	5.080	5.931	14%	17%
MSN	Doanh thu	81.621	104.917	-2%	28.5%

Nguồn: GTJASVN dự phóng

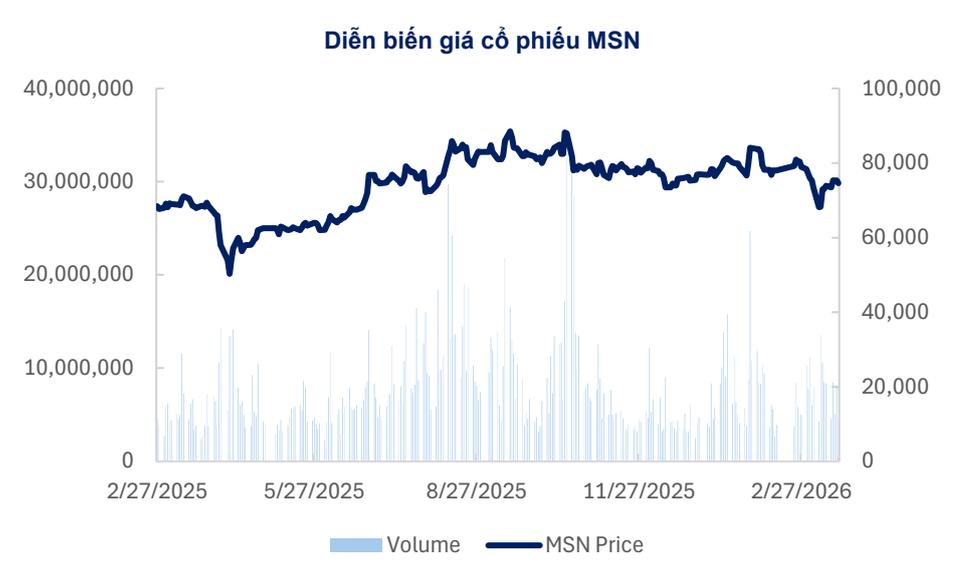
IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng **phương pháp định giá SOTP** (tổng giá trị từng phần), nhằm phản ánh đầy đủ giá trị của từng mảng kinh doanh cốt lõi cũng như triển vọng tăng trưởng khác biệt giữa các trụ cột của Tập đoàn Masan trong trung và dài hạn. Trên cơ sở đó, chúng tôi xác định giá mục tiêu của MSN là **96,198 VND/cp**, tương ứng mức **tỷ suất sinh lời 27.6%** so với giá đóng cửa ngày **19/3/2026**.

Khuyến nghị: MUA

STT	Công ty	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)	%Sở hữu của MSN	Lợi ích kinh tế của MSN (Tỷ đồng)
1	Masan Consumers	139,281	66%	92,204
2	Wincommerce	22,448	86.10%	19,327
3	Masan High-tech Materials	10,839	94.90%	10,286
4	Masan Meat Life	1,782	94.30%	1,681
5	Phúc Long Heritage	4,682	85%	3,980
6	Techcombank	N/a	19.80%	42,794
7	Tổng (Đã khấu trừ nợ ròng)			139,095
8	SLCP lưu hành (tỷ cp)			1.445
9	Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu)			96,198

Nguồn: GTJASVN ước tính và tổng hợp



Nguồn: Bloomberg, GTJASVN tổng hợp

COMPANY RATING DEFINITION

Benchmark: VN – Index.

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating	Definition
Buy	Relative Performance is greater than 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is favorable
Accumulate	Relative Performance is 5% to 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is favorable
Neutral	Relative Performance is -5% to 5% Or the Fundamental outlook of the company or sector is neutral
Reduce	Relative Performance is -15% to -5% Or the Fundamental outlook of the company or sector is unfavorable
Sell	Relative Performance is lower than - 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is unfavorable

SECTOR RATING DEFINITION

Benchmark: VN – Index

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating	Definition
Outperform	Relative Performance is greater than 5% Or the Fundamental outlook of the sector is favorable
Neutral	Relative Performance is -5% to 5% Or the Fundamental outlook of the sector is neutral
Underperform	Relative Performance is lower than -5% OrThe Fundamental outlook of the sector is unfavorable

DISCLAIMER

The views expressed in this report accurately reflect personal views on securities codes or the issuer of the analyst(s) in charge of the preparation of the report. Investors should consider this report as reference and should not consider this report as securities investment consulting content for making decisions on investments and Investors shall be responsible for the investments decisions. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. may not be responsible for the whole or any damages, or an event(s) considered as damage(s) incurred from or in relation to the act of using all or part of the information or opinions stated in this report.

The analyst(s) responsible for the preparation of this report receive(s) remuneration based upon various factors, including the quality and accuracy of the research, clients' feedbacks, competitive factors and the revenue of the company. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. and/or its members and/or its General Director and/or its staffs may have positions in any securities mentioned in this report (or in any related investments).

The analyst(s) responsible for the preparation of this report endeavours to prepare the report based on information believed to be reliable at the time of publication. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. makes no representations, warranties and covenants on the completeness and accuracy of the information. Opinions and estimates expressed in this report represent views of the analyst responsible for the preparation of the report at the date of publication only and shall not be considered as Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp.'s views and may be subject to change without notice.

This report is provided, for information providing purposes only, to Investor including institutional investors and individual clients of Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. in Vietnam and overseas in accordance with laws and regulations explicit and related in the country where this report is distributed, and may not constitute an offer or any specified recommendations to buy, sell or holding securities in any jurisdiction. Opinions and recommendations expressed in this report are made without taking differences regarding goals, needs, strategies and specified situations of each and every Investor(s) into consideration. Investors acknowledge that there may be conflicts of interests affecting the objectiveness of this report.

The content of this report, including but not limited to this recommendation shall not be the basis for Investors or any third party to refer to with the aim to requiring Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. and/or the analyst responsible for the preparation of this report to perform any obligations towards Investors or the third party in relation to the investment decisions of Investors and/or the content of this report.

This report may not be copied, reproduced, published or redistributed by any person(s) for any purposes unless upon a written acceptance by a competent representative of Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. Please cite sources when quoting.



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

Nguyễn Ngọc Hiệp

Research Analyst

hiepnn@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:708

Trần Thị Hồng Nhung

Director

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:703

Mar 20, 2026



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

MSN

CONTACT	Hanoi Head Office	HCMC Branch
Advising: (024) 35.730.073	R9-10, 1 st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	3 rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM
Stock ordering: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: gtja@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696

Company Report