

Vài nét về doanh nghiệp

MSN hoạt động trong các lĩnh vực tiêu dùng - bán lẻ, thực phẩm - thịt chế biến, khai khoáng và vật liệu công nghệ cao; sở hữu chuỗi bán lẻ WinCommerce, MCH, MML và MHT. MSN tập trung mở rộng hệ thống bán lẻ, cao cấp hóa sản phẩm, tối ưu chuỗi cung ứng và nâng cao hiệu quả vận hành để cải thiện biên lợi nhuận.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	118.104
Tiềm năng tăng giá	76%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	76%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đa ngành
Thị giá (17/09/2026)	67,7
Biến động 1 năm	61 – 88
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	6.095.710
Vốn hóa (Tỷ đồng)	98.429
P/E	13,8x
P/B	2,0x
%NN sở hữu	24,03%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
MSN	+1,7%	-1,2%	+22,6%
VNindex	+4,9%	+0,2%	+7,8%

Tỷ lệ sở hữu

BLĐ và người liên quan	4,91%
Quỹ ngoại	25,12%

Chuyên viên phân tích

Ngô Lê Nhật Hạ

nlnha@vcb.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcb.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

Đồng thuận tăng trưởng trên toàn hệ sinh thái

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **118.104 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 13,4x dựa trên triển vọng của ngành tiêu dùng và khai thác khoáng sản.

CẬP NHẬT KQKD:

1H26, MSN ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu thuần đạt 52.137 tỷ đồng (+40,1% YoY) và NPAT-post MI đạt 4.371 tỷ đồng, gấp 3 lần so với cùng kỳ năm trước. Động lực tăng trưởng đột phá đến từ MSR khi doanh thu tăng gần 3,75 lần và chuyển lỗ thành lãi ròng lớn nhờ giá Vonfram toàn cầu duy trì ở vùng đỉnh lịch sử để phục vụ ngành bán dẫn và AI. Đồng thời, hệ sinh thái tiêu dùng cOS duy trì sức mạnh cốt lõi với MCH mở rộng biên lãi gộp lên 47,6%, kết hợp cùng WCM từ mô hình tăng trưởng 2 chữ số Minimart Nông thôn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hệ sinh thái tiêu dùng tích hợp là động lực tăng trưởng cốt lõi của MSN

1H26, cOS cải thiện mạnh hiệu quả khi WCM tăng doanh thu 28,4% YoY, LFL 12,4% và LNST đạt 346 tỷ đồng, trong khi MCH duy trì biên gộp 47,6%. 2H26, WCM và MCH tiếp tục tăng trưởng, đưa EBITDA cOS 2026F lên khoảng 13.630 tỷ đồng. cOS được kỳ vọng trở thành động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận và dòng tiền của MSN giai đoạn 2026–2028.

MSR bước vào chu kỳ tăng trưởng mới nhờ giá vonfram cao và cải thiện hiệu quả vận hành

1H26, MSR tăng trưởng mạnh với doanh thu 11.131 tỷ đồng (+212,4% YoY), đóng góp 2.203 tỷ đồng LNTT nhờ giá vonfram cao. Việc bổ sung 115 triệu tấn tài nguyên và nâng công suất WO₃ lên >8.000 tấn/năm củng cố triển vọng dài hạn với Capex thấp. 2H26, MSR tiếp tục là động lực tăng trưởng lợi nhuận và hỗ trợ giảm đòn bẩy cho MSN nhờ giá vonfram duy trì cao.

Chi phí vốn giảm mạnh, tạo dư địa mở rộng lợi nhuận

1H26, chi phí tài chính thuần của MSN giảm 22,5% svck nhờ chi phí vốn vay giảm xuống 7,3–7,5% và Nợ vay ròng/EBITDA giảm còn 2,2x. 2H26, cổ tức từ MSR và TCB dự kiến tiếp tục hỗ trợ giảm nợ, giúp chi phí lãi vay giảm thêm 12–15%. Chi phí vốn hạ nhiệt sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận và EPS của MSN trong 2026.

Chi tiêu (tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu	76.189	78.252	83.178	81.621	105.708
<i>tăng trưởng</i>	-14,0%	2,7%	6,3%	-1,9%	28,9%
NPAT- pre MI	4.754	1.870	4.272	6.764	11.650
<i>tăng trưởng</i>	-52,9%	-60,7%	128,5%	58,3%	72,2%
TS LN gộp (%)	27,6%	28,3%	29,6%	31,3%	32,4%
EPS - TTM (đồng)	2.511	294	1.345	2.710	5.950
P/E	26,2	223,5	58,0	28,5	13,4

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH

Tóm tắt biến động kinh doanh 1H.2026

Tiêu chí	25Q2	26Q2	% YoY	1H25	1H26	% YoY	Nguyên nhân
Doanh thu	18.315	28.118	+54%	37.212	52.137	+40%	
<i>MCH</i>	6.276	7.165	+14%	13.764	15.637	+14%	Tăng trưởng dẫn dắt từ sản lượng (+12% YoY) sau khi hoàn tất tái cấu trúc kênh bán lẻ truyền thống (GT) với mô hình Retail Supreme. Chiến lược cao cấp hóa danh mục tiếp tục duy trì tăng trưởng tốt (CHIN-SU +27%, Omachi +18%) và mảng Hóa mỹ phẩm tăng trưởng vượt bậc (+33%).
<i>WCM</i>	9.130	11.629	+27%	17.915	22.992	+28%	Tăng trưởng cùng cửa hàng (LFL) duy trì 2 chữ số với Minimart đạt +12,4%, Siêu thị đạt +16,3%. Mở mới 324 cửa hàng trong Q2 (lũy kế 5.141 điểm bán), trong đó hơn 90% cửa hàng mới đạt điểm hòa vốn EBITDA ngay trong quý mở. Mô hình nông thôn (WinRural) đạt tăng trưởng LFL 26%.
<i>MML</i>	2.340	2.683	+15%	4.409	5.162	+17%	Doanh thu qua hệ sinh thái WCM tăng mạnh +30,5% YoY. Màng thịt mát (+15,2%) và thịt chế biến (+34,7%) tăng trưởng tích cực nhờ đổi mới sản phẩm, gia tăng tỷ trọng thịt giá trị gia tăng và cộng hưởng mạng lưới phân phối.
<i>PLH</i>	434	550	+27%	858	1.119	+30%	Mở mới thêm 15 cửa hàng flagship tiêu chuẩn (nâng tổng lên 220 cửa hàng độc lập ngoài kiosk). Tối ưu hóa năng suất điểm bán kết hợp với doanh thu mảng giao hàng duy trì đà tăng trưởng cao.
<i>MSR</i>	1.614	8.138	+404%	3.007	11.131	+270%	Giá vonfram (APT) trung bình đạt mức kỷ lục 3.245 USD/mtu (tăng 570% YoY) phục vụ làn sóng hạ tầng AI, bán dẫn và quốc phòng. Sản lượng tinh luyện cũng tăng mạnh 91%.
NPAT-pre MI	1.619	3.800	+135%	2.602	5.773	+122%	Đạt mức lợi nhuận theo quý cao nhất lịch sử. MSR đóng góp tới 1.666 tỷ đồng LNST (chuyển từ lỗ cùng kỳ), trong khi WCM đóng góp 142 tỷ đồng (gấp 14 lần svck) và chi phí tài chính thuần toàn tập đoàn tiếp tục giảm mạnh nhờ dòng tiền kinh doanh dương.
NPAT-post MI	1.032	3.125	+203%	1.426	4.371	+207%	NPAT- post Mi tăng gấp hơn 3 lần do cơ cấu lợi nhuận dịch chuyển mạnh về các đơn vị thành viên mà MSN sở hữu tỷ lệ chi phối cao, đồng thời gánh nặng chi phí lãi vay cấp tập đoàn giảm đáng kể.
Biên gộp	31,1%	31,7%	+63 đcb	31,9%	32,3%	+32 đcb	Sự cải thiện biên gộp của MCH (lên 44,6% trong Q2) và biên lợi nhuận của quặng khai thác nội bộ tại MSR bù đắp cho tỷ trọng tăng của mảng bán lẻ WCM và sản lượng nguyên liệu vonfram mua ngoài.
Biên NPAT-pre MI	8,8%	13,5%	+467 đcb	7,0%	11,1%	+408 đcb	
<i>MCH</i>	21,5%	20,7%	-75 đcb	21,5%	21,0%	-51 đcb	Biên lợi nhuận gộp mở rộng lên 44,6% (+44 đcb), tuy nhiên biên ròng điều chỉnh nhẹ do chi phí logistics và chi phí đầu tư thương hiệu cho các danh mục sản phẩm mới vừa tung ra thị trường.
<i>WCM</i>	0,1%	1,2%	+111 đcb	0,4%	1,5%	+112 đcb	Bước ngoặt biên lợi nhuận: Đạt 142 tỷ đồng LNST (gấp 14 lần svck) nhờ tối ưu hóa chuỗi cung ứng Supra, tự động hóa quản trị hàng tồn kho và đòn bẩy doanh thu LFL hai chữ số.
<i>MML</i>	10,6%	7,1%	-352 đcb	8,3%	6,6%	-171 đcb	Biên LNST hạ nhiệt so với mức nền rất cao cùng kỳ do giá heo hơi trên thị trường biến động và chi phí khuyến mãi mở rộng kênh bán lẻ, tuy nhiên vẫn duy trì mức sinh lời ổn định (191 tỷ đồng).
<i>PLH</i>	9,9%	12,2%	+227 đcb	10,0%	13,0%	+293 đcb	Năng suất cửa hàng hiện hữu tăng trưởng tốt, cơ cấu đồ uống có biên lợi nhuận cao và tỷ trọng đơn hàng giao tận nơi tối ưu hóa chi phí mặt bằng.
<i>MSR</i>	0,4%	20,5%	+2.010 đcb	-7,2%	19,8%	+2.697 đcb	Biên lợi nhuận tăng vọt lịch sử nhờ giá vonfram thế giới tăng đột biến và đòn bẩy hoạt động cực cao khi tối ưu hóa công suất nhà máy.

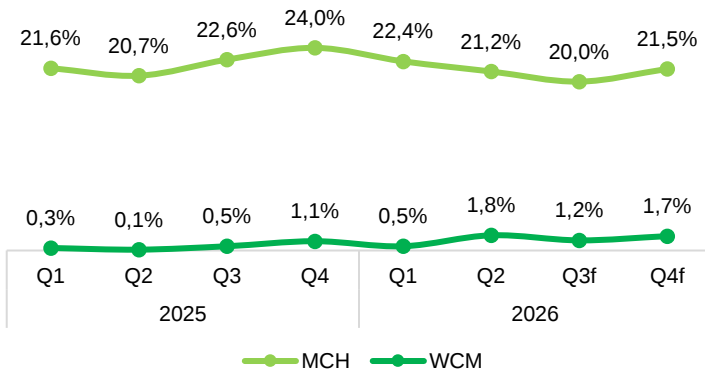
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Hệ sinh thái tiêu dùng bước vào giai đoạn chuyển hóa tăng trưởng doanh thu thành lợi nhuận

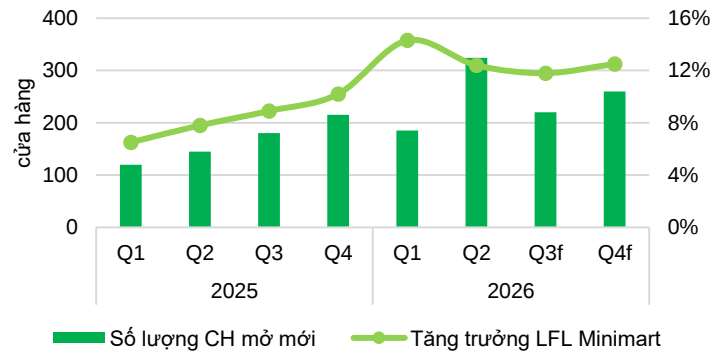
Trong 1H26, hệ sinh thái cOS cho thấy sự cải thiện rõ rệt về chất lượng tăng trưởng khi WCM đạt doanh thu 22.992 tỷ đồng (+28,4% YoY), LFL Minimart tăng 12,4% và LNST tăng mạnh lên 346 tỷ đồng, cho thấy hiệu quả vận hành đang cải thiện nhanh hơn tốc độ mở rộng doanh thu. Đối với MCH, biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao 47,6%, tạo nền tảng để hệ sinh thái vừa mở rộng quy mô bán lẻ vừa duy trì khả năng sinh lời.

Trong 2H26, WCM dự kiến tiếp tục tăng trưởng nhờ mở thêm 450–500 cửa hàng, duy trì LFL 11–12% và hưởng lợi từ đòn bẩy định phí, qua đó đưa EBITDA cả năm lên khoảng 2.980 tỷ đồng với biên 6,0%. MCH dự kiến tăng doanh thu 15,0% YoY và EBITDA 19,2% nhờ mở rộng Retail Supreme và các ngành hàng biên cao. Theo đó, tổng doanh thu cOS năm 2026F dự kiến đạt khoảng 84.940 tỷ đồng và EBITDA khoảng 13.630 tỷ đồng, cho thấy hiệu quả vận hành đang cải thiện nhanh hơn tốc độ mở rộng quy mô. Chúng tôi kỳ vọng cOS sẽ bước vào giai đoạn tự tài trợ tăng trưởng từ 2026, trở thành động lực quan trọng nhất cho tăng trưởng dòng tiền và lợi nhuận của MSN trong chu kỳ 2026–2028.

Ước tính biên LNST của hệ sinh thái cOS



Dự báo tình hình hoạt động của WCM



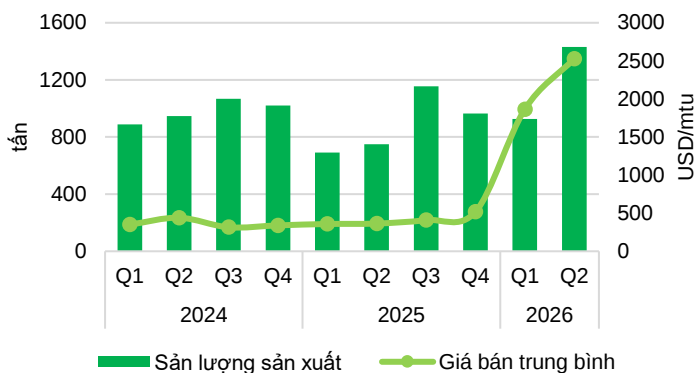
Nguồn: MSN, MCH, VCBS tổng hợp

MSR bước vào chu kỳ tăng trưởng mới nhờ giá vonfram cao và cải thiện hiệu quả vận hành

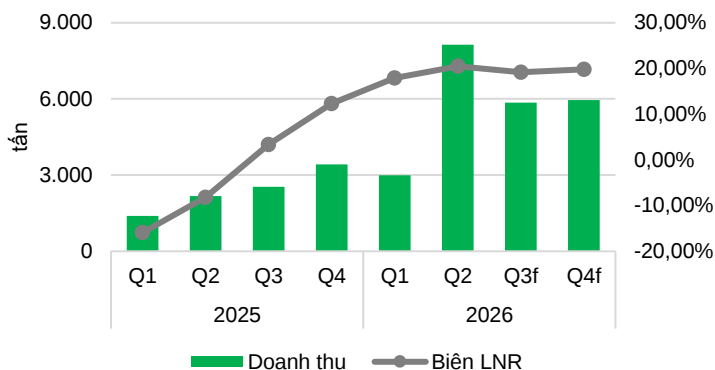
Trong 1H26, MSR ghi nhận doanh thu 11.131 tỷ đồng (+212,4% YoY) và đóng góp 2.203 tỷ đồng vào LNTT hợp nhất nhờ mặt bằng giá vonfram APT trên 3.000 USD/mtu. Quan trọng hơn, việc được phê duyệt thăm dò và mở rộng khoảng 115 triệu tấn tài nguyên tại Núi Pháo Mỏ Rộng và Núi Chiếm có thể kéo dài đáng kể tuổi thọ khai thác, đồng thời tận dụng hạ tầng luyện kim hiện hữu để nâng công suất WO₃ lên hơn 8.000 tấn/năm mà không cần đầu tư lớn. Với giá vonfram duy trì ở mức cao, dòng tiền tự do cải thiện mạnh và Nợ vay ròng/EBITDA dự kiến xuống dưới 1,0x cuối 2026, MSR đang chuyển từ một tài sản khai khoáng có tính chu kỳ sang nền tảng cung ứng vật liệu chiến lược với khả năng tạo dòng tiền dài hạn.

Trong 2H26, giá vonfram nhiều khả năng tiếp tục duy trì ở vùng cao do nguồn cung khoáng sản chiến lược còn thắt chặt, qua đó giúp MSR duy trì biên lợi nhuận tích cực và đóng góp đáng kể vào dòng tiền hợp nhất. Chúng tôi kỳ vọng MSR sẽ trở thành một trong những động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận và cải thiện khả năng giảm đòn bẩy tài chính của MSN trong 2026.

Tình hình sản xuất Wolfram của MSR



Ước tính KQKD của MSR

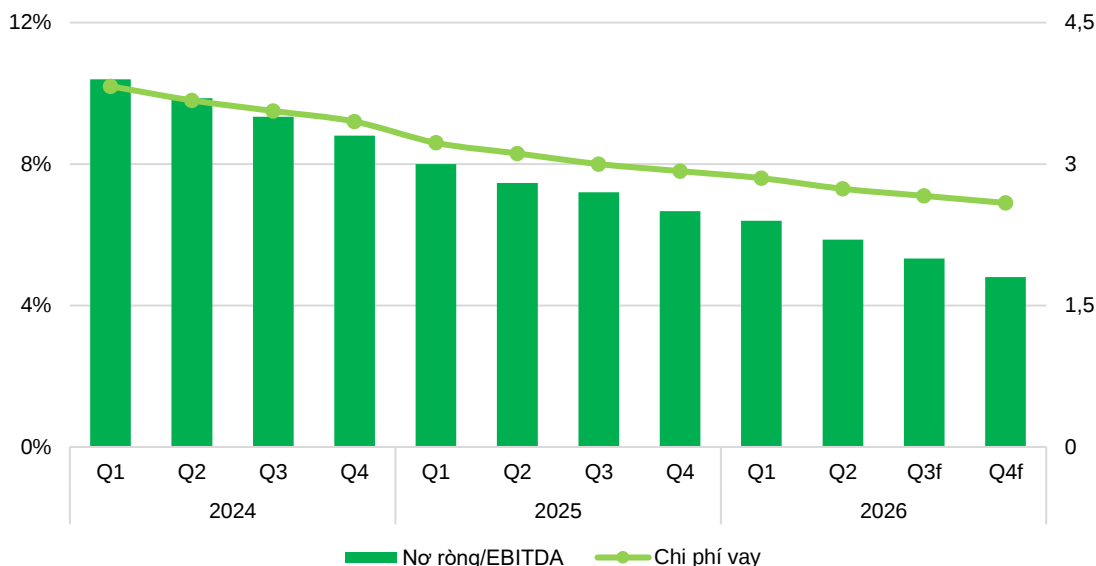


Nguồn: MSR, VCBS tổng hợp

Chi phí vốn giảm mạnh, tạo dư địa mở rộng lợi nhuận

Trong 1H26, chi phí tài chính thuần của MSN giảm 22,5% svck, nhờ chi phí vốn vay bình quân thực tế giảm từ 9,6–10,2% giai đoạn 2023–2024 xuống còn 7,3–7,5%. Xu hướng này được hỗ trợ bởi quá trình tái cấu trúc nợ, khi Masan thay thế các khoản trái phiếu lãi suất cao bằng nguồn vốn hợp vốn quốc tế và tín dụng ngân hàng có chi phí thấp hơn, đồng thời đòn bẩy tài chính giảm với Nợ vay ròng/EBITDA từ 3,7x cuối 2024 xuống 2,2x cuối Q2/26. Trong 2H26, việc tiếp nhận khoảng 1.100 tỷ đồng cổ tức từ MSR có thể tiếp tục được sử dụng để giảm nợ, qua đó giúp chi phí lãi vay 2H26 giảm thêm 12% so với 1H26. Chúng tôi kỳ vọng chi phí vốn tiếp tục hạ nhiệt sẽ tạo dư địa cải thiện lợi nhuận ròng và là một trong những động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng EPS của MSN trong 2026.

Cơ cấu vốn của MSN



Nguồn: MSN, VCBS tổng hợp

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

Dự phóng của chúng tôi dựa trên các giả định chính sau:

	2025	2026F	+/- YoY	Giả định
MCH				
Doanh thu	30.557	32.752	7%	Ước tính trung bình chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng 3% svck, tỷ trọng đóng góp của sản phẩm cao cấp tăng thêm 2% svck.
EBITDA	8.935	10.657	19%	
WCM				
Doanh thu	38.979	51.712	33%	Số lượng cửa hàng mở mới ước tính đạt 1.500 CH, với chi phí đầu tư ban đầu khoảng 1 tỷ/ cửa hàng. Doanh thu/CH/tháng duy trì 0,72 tỷ (+2% svck) do tốc độ hòa vốn cải thiện tốt.
EBITDA	1.793	2.208	23%	
PLH				
Doanh thu	1.891	2.300	22%	Dự kiến doanh số tại các cửa hàng cải tạo duy trì tăng trưởng 13% và mở mới 30 CH trong năm.
EBITDA	348	369	6%	
MML				
Doanh thu	9.230	10.797	17%	Giá heo dự kiến giảm 3% svck. Tăng trưởng duy trì nhờ hệ thống WCM mở rộng mạnh.
EBITDA	1.359	1.518	12%	
MSR				
Doanh thu	7.224	19.559	171%	Ước tính trung bình giá APT đạt khoảng 3.000 USD/mtu.
EBITDA	1.736	6.701	286%	

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **118.104 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 13,4x dựa trên phương pháp định giá từng phần:

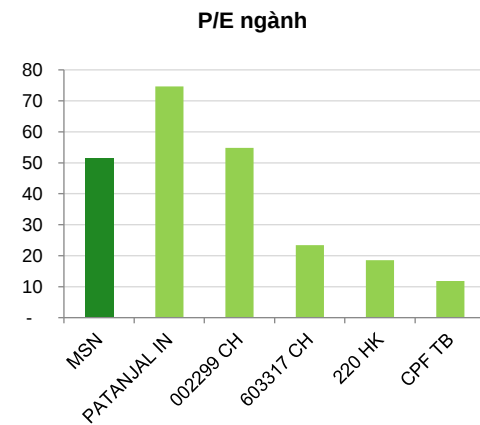
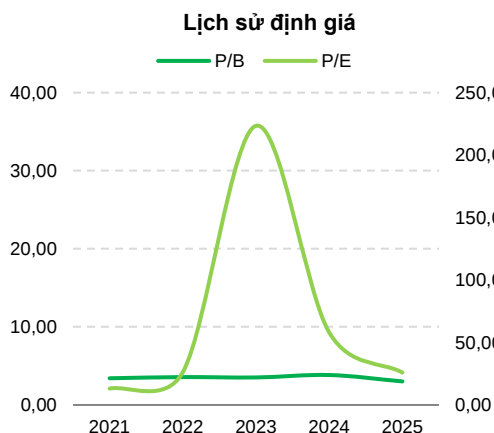
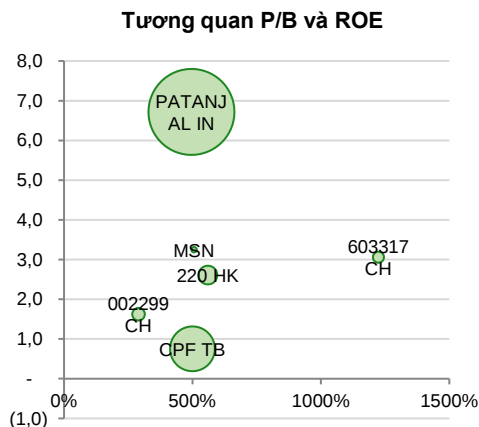
Đơn vị: tỷ VNĐ	Phương pháp	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu của MSN	Đóng góp vào MSN	Hệ số mục tiêu 2026
MCH	DCF	110.802	66,2%	73.351	Chi phí VCSH = 9,89% (Rf = 4,36%, Risk premium = 8,13%, beta = 0,68) Chi phí vay = 5,14%/năm WACC = 9,55%
WCM	P/S	51.712	86,1%	44.524	
P/L	P/S	2.300	85,0%	1.955	P/S = 1
MML	EV/EBITDA	16.660	91,2%	15.194	EV/EBITDA = 11
MSR	EV/EBITDA	107.211	92,2%	98.848	EV/EBITDA = 16
TCB	Báo cáo VCBS	264.664	19,7%	52.139	
Điều chỉnh ảnh hưởng tập đoàn				-106.434	
Giá trị VCSH của MSN				179.576	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)				1.520	
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				118.104	

RỦI RO ĐẦU TƯ

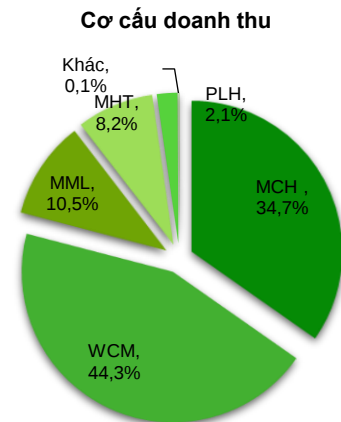
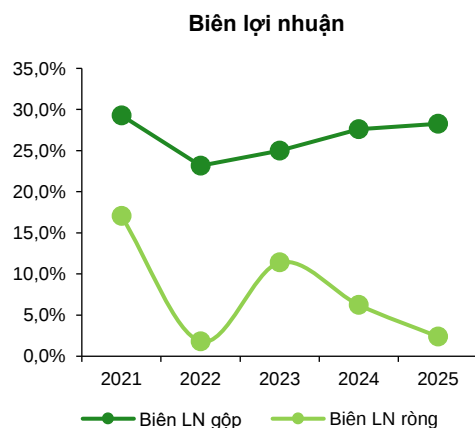
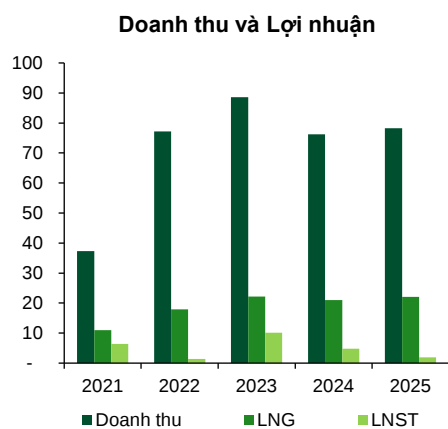
- **Rủi ro lạm phát và sức mua:** Nếu lạm phát tăng cao, sức mua của người tiêu dùng giảm, ảnh hưởng đến doanh số các mảng FMCG, bán lẻ của MSN.
- **Rủi ro tỷ giá:** MSN có nợ vay ngoại tệ và nguyên vật liệu nhập khẩu, do đó biến động tỷ giá và lãi suất có thể làm tăng chi phí tài chính.

- **Rủi ro nguyên vật liệu:** MSN phụ thuộc vào nhiều loại nguyên vật liệu đầu vào như thức ăn chăn nuôi và nguyên liệu thực phẩm. Nếu giá nguyên vật liệu tăng mạnh mà công ty không thể điều chỉnh giá bán tương ứng, lợi nhuận sẽ bị suy giảm.

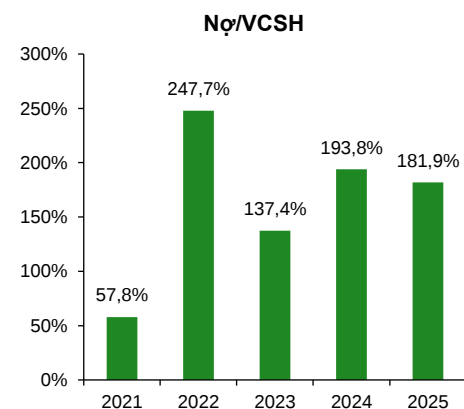
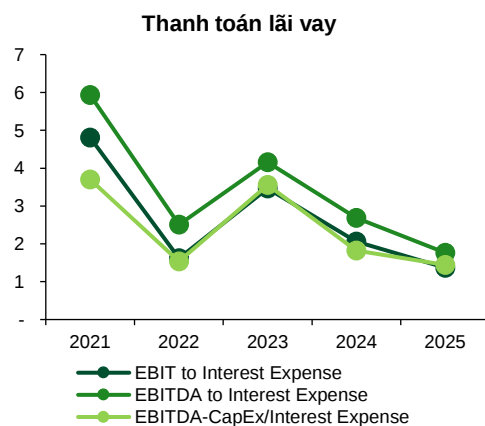
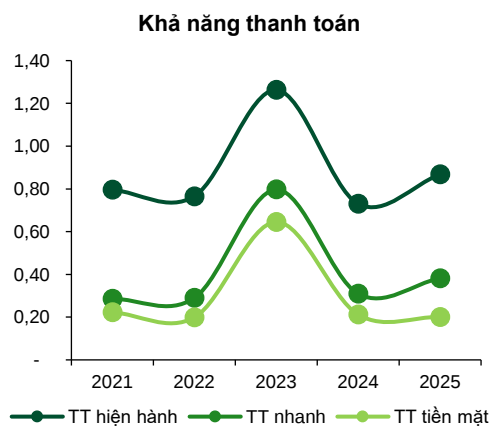
ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI



KẾT QUẢ KINH DOANH



SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH



ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Ngô Lê Nhật Hạ

Chuyên viên Phân tích

nlha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>