

# CTCP Masan High-Tech Materials (UpCom: MSR)

Cơ hội đầu tư hiếm hoi ngoài Trung Quốc hưởng lợi từ đà tăng giá vonfram toàn cầu

---

Báo cáo Công ty – Tháng 3/2026

# MSR – Cơ hội đầu tư hiếm hoi ngoài Trung Quốc hưởng lợi từ đà tăng giá vonfram toàn cầu [Báo cáo Công ty]

Ngành	Kim loại hiếm
Ngày báo cáo	18/03/2026
Giá hiện tại	50.800 đồng
Giá hợp lý (KB cơ sở)	53.600 đồng
TL tăng so với giá hợp lý	5,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>5,5%</b>
Giá trị vốn hóa	55,9 nghìn tỷ đồng
Room khối ngoại	55,8 nghìn tỷ đồng
GTGDTB 30N	191,7 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
TL tự do chuyển nhượng	5%
SL cổ phiếu lưu hành	1.099,8 triệu cp
Pha loãng	1.099,8 triệu cp
Chỉ số dự phóng 2026 (kịch bản cơ sở)	MSR
EV/EBITDA	9,1x
P/E	14,4x
P/B	3,5x
ROE	27,5%
ROA	13,0%

## Tổng quan Công ty

MSR là một trong những nhà cung cấp vonfram chiến lược hàng đầu thế giới, chiếm trung bình khoảng 21% nguồn cung vonfram toàn cầu ngoài Trung Quốc trong giai đoạn 2020–2025. Các tài sản then chốt của công ty bao gồm mỏ đa kim Núi Pháo và cơ sở tinh luyện vonfram tích hợp tại Thái Nguyên. Ngoài vonfram, MSR còn ghi nhận thêm doanh thu từ fluorspar, đồng và bitmut được thu hồi từ tài nguyên của mỏ Núi Pháo.

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.443	28.615	33.595	37.506
% YoY	-48%	284%	17%	12%
EBITDA (tỷ đồng)	1.865	7.164	12.860	16.052
% YoY	31%	284%	80%	25%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	11	3.876	8.833	11.879
% YoY	-101%	34.225%	128%	34%
Biên lợi nhuận gộp	18,5%	20,2%	34,1%	38,9%
Biên EBITDA	25,1%	25,0%	38,3%	42,8%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	16,1%	19,6%	33,5%	38,4%
Biên lợi nhuận ròng	0,2%	13,5%	26,3%	31,7%
Dòng tiền tự do/doanh thu	2%	24%	30%	34%
EV/EBITDA	35,1x	9,1x	5,1x	4,1x
P/E	4.947,4x	14,4x	6,3x	4,7x
ROE	0,1%	27,5%	43,1%	38,9%

- MSR là một trong những nhà cung cấp vonfram chiến lược lớn nhất thế giới bên ngoài Trung Quốc với hoạt động sản xuất tại Việt Nam, chiếm khoảng 21% nguồn cung vonfram toàn cầu ngoài Trung Quốc\*. Tài sản cốt lõi của công ty là mỏ đa kim Núi Pháo (NPMC) và Công ty TNHH Vonfram Masan (MTC) – cơ sở chế biến sâu vonfram tích hợp tại Thái Nguyên. Ngoài vonfram, MSR còn khai thác các kim loại khác từ mỏ NPMC như fluorspar, đồng và bitmut.
- Công ty vận hành mô hình tích hợp từ khai thác mỏ đến tinh luyện ra các sản phẩm trung nguồn. NPMC sản xuất tinh quặng vonfram, fluorspar, đồng và bitmut; trong khi đó MTC thực hiện chế biến nguồn vonfram nội bộ cùng với tinh quặng vonfram mua ngoài (External Tungsten Concentrate - ExTC) thành các sản phẩm vonfram có giá trị gia tăng cao hơn như APT, YTO và BTO. Ngược lại, fluorspar, đồng và bitmut được bán trực tiếp sau khi khai thác.
- Vonfram hiện là mảng kinh doanh lớn nhất của MSR, đóng góp khoảng 60% doanh thu năm 2025, tiếp theo là fluorspar (~19%), đồng (~18%) và bitmut chiếm phần còn lại. Mặc dù fluorspar trong lịch sử là mảng đóng góp lợi nhuận gộp ổn định nhất nhờ biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 60–65%, nhưng vonfram và đồng vẫn là những động lực chính dẫn dắt sự biến động của lợi nhuận gộp.
- Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng vonfram sẽ trở thành động lực chi phối chính cho cả doanh thu và lợi nhuận, chiếm khoảng 90% tổng doanh thu và 85% tổng lợi nhuận gộp dự báo giai đoạn 2026–36, chủ yếu nhờ vào chu kỳ tăng giá vonfram toàn cầu.
- Tiềm năng tăng định giá:** Giá vonfram cao hơn dự kiến và hàm lượng quặng đầu vào tốt hơn dự kiến. Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định giá vonfram bình quân giai đoạn 2026–28 ở mức 1.680–1.700 USD/MTU (thấp hơn so với mức ~2.100 USD/MTU hiện tại\*\*, theo Fastmarkets), và áp dụng giả định sản lượng thận trọng hơn so với kế hoạch sản xuất của MSR. Nếu giả định giá vonfram giai đoạn 2026–28F duy trì quanh 2.000 USD/MTU, MSR khai thác đủ sản lượng như kế hoạch sản xuất, và áp dụng bội số EV/EBITDA theo kịch bản cơ sở, Kịch bản Tích cực 1 cho giá giả định là **69.200 đồng/cp**; trong khi Kịch bản Tích cực 2 – giữ nguyên các giả định về mặt vận hành nhưng được áp dụng bội số EV/EBITDA cao hơn – cho giá giả định là **74.500 đồng/cp** (chi tiết tại [trang 34](#)).

# Luận điểm đầu tư

## Tình trạng thiếu cung vonfram ngoài Trung Quốc đã thúc đẩy giá vonfram tăng mạnh và chúng tôi kỳ vọng giá sẽ duy trì ở mức cao

**1** Thị trường vonfram toàn cầu, nếu loại trừ đi Trung Quốc, đang ở trong tình trạng thiếu cung, khi nguồn cung tập trung cao độ tại Trung Quốc (chiếm khoảng 80% sản lượng toàn cầu và hơn 50% trữ lượng vào năm 2025), trong khi các nguồn cung ngoài Trung Quốc vẫn còn hạn chế. Nhu cầu ngày càng tăng, đặc biệt từ các thị trường mang tính chiến lược như quốc phòng, bán dẫn và pin xe điện, đồng thời mang tính ít co giãn (inelastic) do các đặc tính vật lý và hóa học độc nhất của vonfram và chi phí cho vonfram thường chiếm tỷ trọng thấp trong giá thành của sản phẩm cuối cùng (theo MSR). Giá vonfram trong thời gian qua đã tăng rất mạnh – từ khoảng 330 USD/MTU vào đầu năm 2025 lên khoảng 2.100 USD/MTU hiện nay\* – do nguồn cung từ Trung Quốc thắt chặt, hạn chế xuất khẩu và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng ngày càng tăng. Chúng tôi dự báo giá vonfram sẽ duy trì ở mức cao (so với mức trung bình lịch sử) trong tương lai, được hỗ trợ bởi việc Trung Quốc chuyển dịch sang vị thế nhập khẩu ròng vonfram\*\*, nhu cầu cao và ít co giãn (theo doanh nghiệp), và nguồn cung mới ngoài Trung Quốc hạn chế - những yếu tố hỗ trợ tích cực cho MSR.

## MSR là cơ hội đầu tư hiếm hoi và hấp dẫn với vị thế doanh nghiệp khai thác và chế biến vonfram chiến lược ngoài Trung Quốc

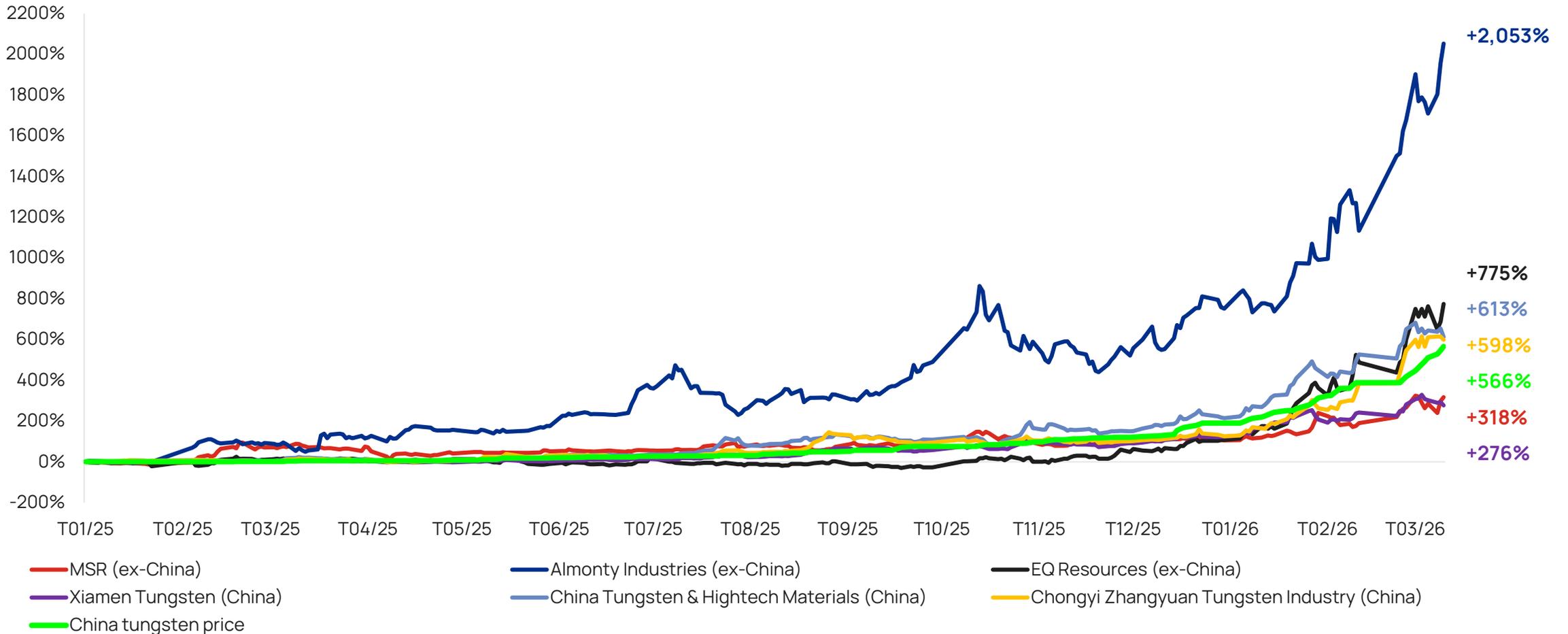
**2** MSR là một trong số ít các doanh nghiệp niêm yết sở hữu nền tảng sản xuất vonfram có quy mô ngoài Trung Quốc trên toàn cầu, trở thành một lựa chọn khan hiếm để tiếp cận loại khoáng sản thiết yếu có tính chiến lược ngày càng cao. Với vị thế là một trong những nhà cung cấp vonfram lớn nhất thế giới ngoài Trung Quốc cùng mô hình tích hợp từ khai thác đến tinh luyện, MSR mang lại cả lợi thế về quy mô và khả năng thu giữ giá trị tốt hơn so với các công ty cùng ngành chỉ hoạt động ở thượng nguồn. Với dự án Giai đoạn 1B và NPMC mở rộng giúp đảm bảo sự tăng trưởng nguồn nguyên liệu đầu vào và kéo dài tuổi thọ mỏ trong trung hạn, chúng tôi tin rằng MSR đại diện cho một cơ hội đầu tư khác biệt và khó tái lập trong lĩnh vực vật liệu thiết yếu toàn cầu.

## Nợ vay được dự báo không còn là gánh nặng trong tương lai

**3** Trong lịch sử, đòn bẩy tài chính cao, giá vonfram thấp, KQKD kém khả quan tại H.C.Stark (đã thoái vốn vào cuối năm 2024) cùng một vài vấn đề ngắn hạn trong vận hành khác đã khiến lợi nhuận bị ảnh hưởng tiêu cực, khi chi phí lãi vay bào mòn hầu hết lợi nhuận từ HĐKD (EBIT). Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng trưởng đáng kể – được thúc đẩy bởi chu kỳ tăng giá vonfram và nguồn cung tinh quặng nội bộ cao hơn từ NPMC Giai đoạn 1B và NPMC mở rộng – từ đó giúp cải thiện dòng tiền, tăng cường khả năng trả nợ và giảm thiểu đáng kể rủi ro trên bảng cân đối kế toán.

# Đà tăng giá vonfram đã và đang thúc đẩy giá cổ phiếu của các doanh nghiệp khai thác vonfram toàn cầu tăng mạnh

Biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp khai thác vonfram toàn cầu và giá vonfram so với ngày 2/1/2025



## Tổng quan Công ty

---

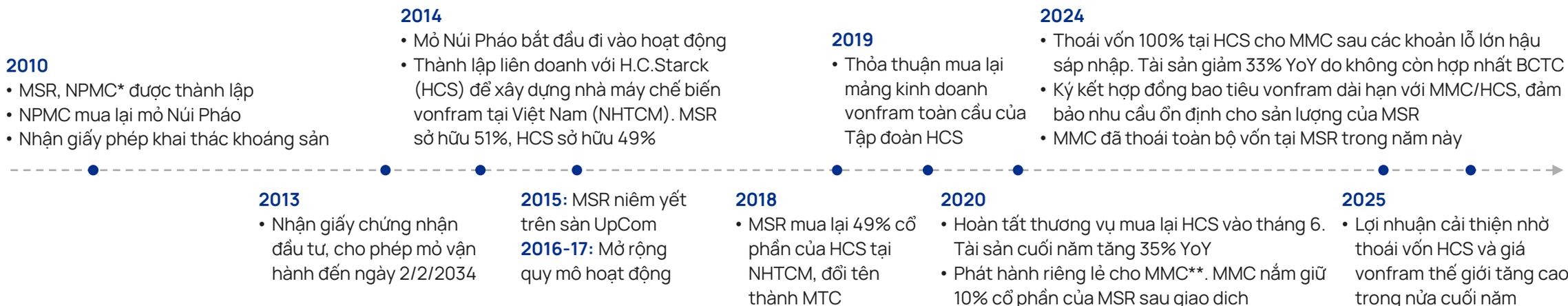
# Lịch sử và hồ sơ công ty

Masan High-Tech Materials (UpCom: MSR) là công ty sản xuất vật liệu tiên tiến, thuộc hệ sinh thái Masan. MSR được thành lập vào năm 2010 và mua lại mỏ Núi Pháo trong cùng năm đó. Các tài sản cốt lõi của MSR được đặt tại Thái Nguyên, Việt Nam, bao gồm (1) mỏ đa kim Núi Pháo (NPMC) và (2) nhà máy chế biến vonfram (MTC). Núi Pháo là nguồn tài nguyên vonfram quan trọng về mặt chiến lược, thường xuyên được ghi nhận là một trong những mỏ vonfram lớn nhất bên ngoài Trung Quốc.

**Thân phận tại đây hỗ trợ các sản phẩm chính của MSR: (1) vonfram, (2) fluorspar, (3) bitmut và (4) đồng** - đây là những kim loại chiến lược làm nền tảng cho quốc phòng, sản xuất công nghiệp, điện khí hóa, cùng các ngành công nghiệp thiết yếu khác vốn là xương sống của xã hội hiện đại. **Vonfram là động lực dẫn dắt doanh thu và lợi nhuận quan trọng nhất.**

Chi tiết về lịch sử hình thành và phát triển của công ty được trình bày trong hình dưới đây.

## Quy mô vốn điều lệ, tài sản và các cột mốc quan trọng của MSR

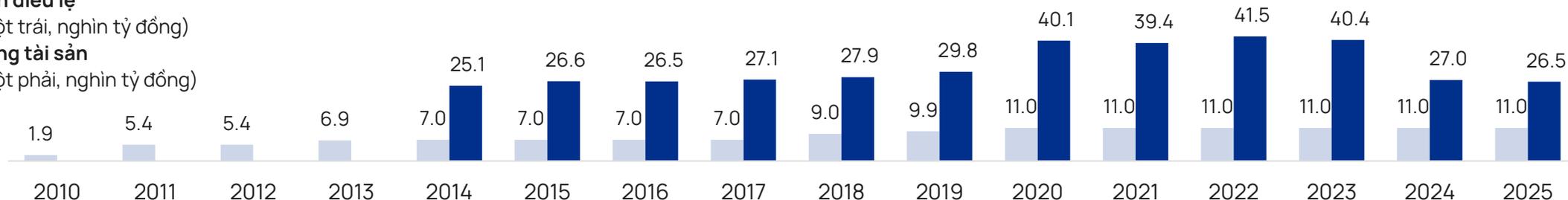


### Vốn điều lệ

(Cột trái, nghìn tỷ đồng)

### Tổng tài sản

(Cột phải, nghìn tỷ đồng)

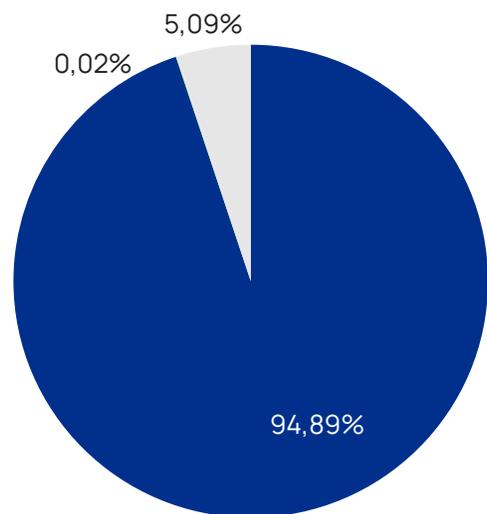


# Cơ cấu sở hữu và cấu trúc công ty

**Cơ cấu sở hữu:** MSR là cổ phiếu có tỷ lệ free-float thấp. Tập đoàn Masan (HOSE: MSN) nắm giữ 94,89% cổ phần MSR thông qua công ty con do Masan sở hữu 100% vốn là Masan Horizon. Tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo ở mức nhỏ là 0,02%, phần cổ phần còn lại do các nhà đầu tư bên ngoài nắm giữ.

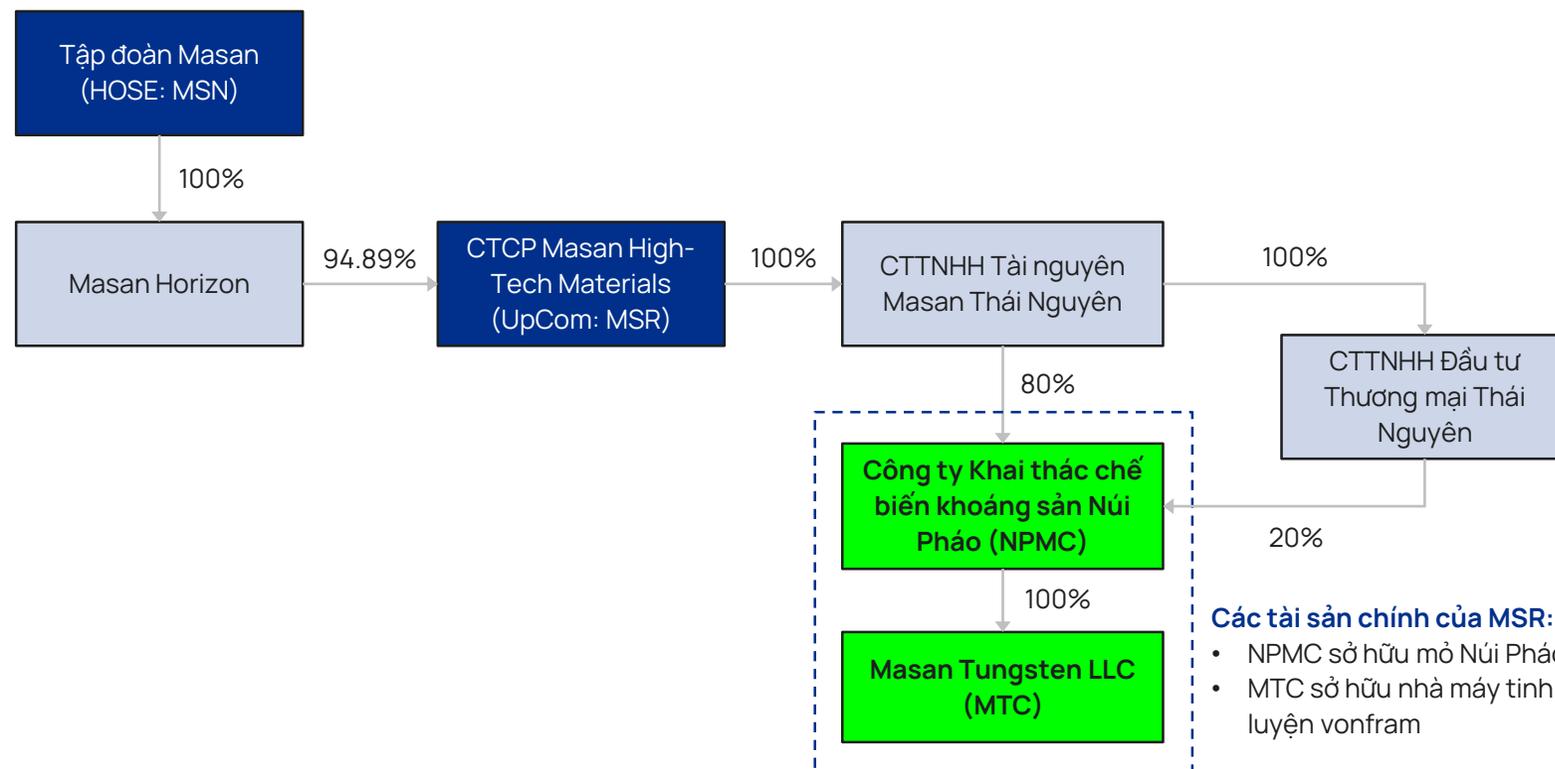
**Cấu trúc công ty:** MSR có hai tài sản chính: (1) mỏ đa kim Núi Pháo – được nắm giữ thông qua công ty con sở hữu 100% vốn là Công ty Khai thác Chế biến Khoáng sản Núi Pháo (NPMC), và (2) nhà máy tinh luyện vonfram – được vận hành bởi công ty con sở hữu 100% vốn là Công ty TNHH Vonfram Masan (MTC) - thực hiện chế biến tinh quặng vonfram thô (từ NPMC và nguồn mua ngoài) thành các sản phẩm trung gian có giá trị cao hơn. Tất cả các công ty con đang hoạt động đều do MSR sở hữu toàn bộ; không có lợi ích cổ đông thiểu số tại cấp độ công ty con.

Cơ cấu sở hữu của MSR



- Masan Horizon (100% do MSN sở hữu)
- Ban lãnh đạo
- Cổ đông khác

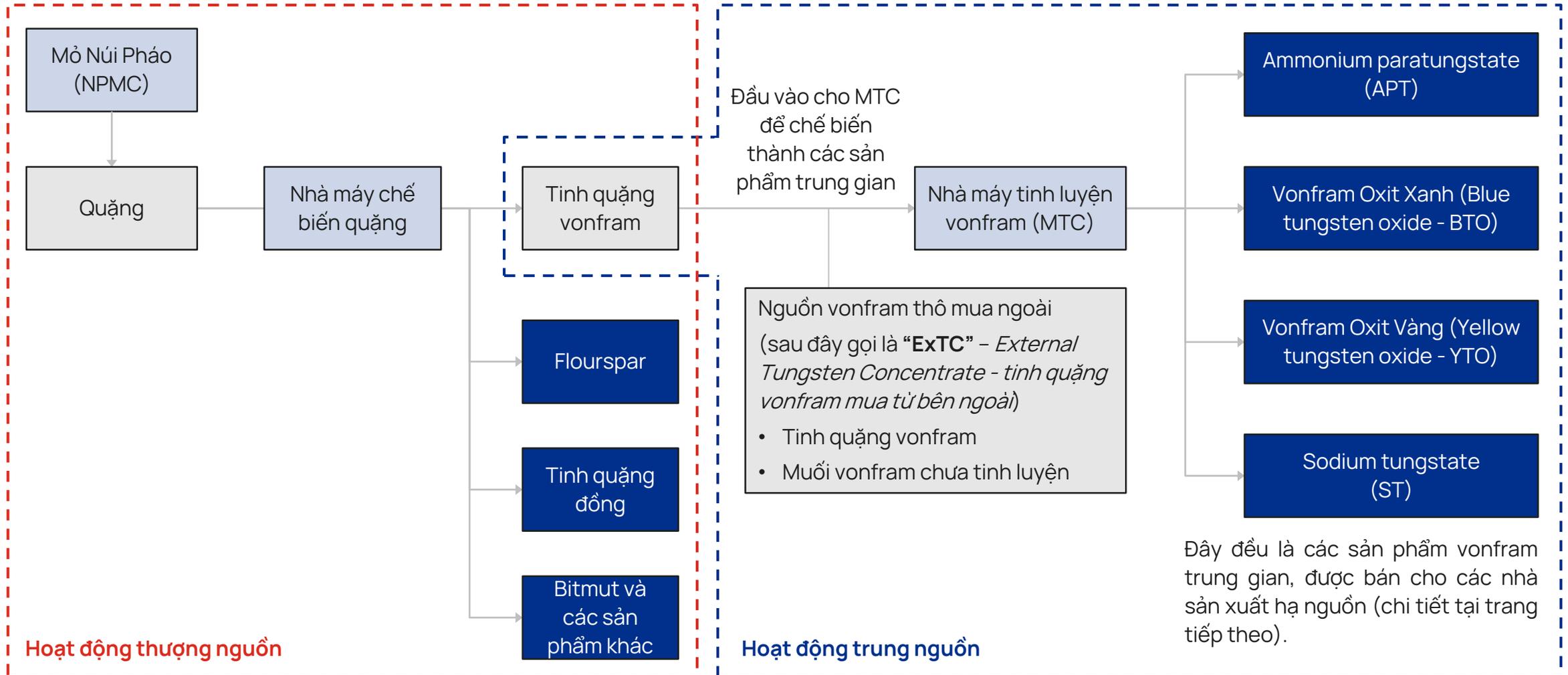
Cấu trúc công ty của MSR



**Các tài sản chính của MSR:**

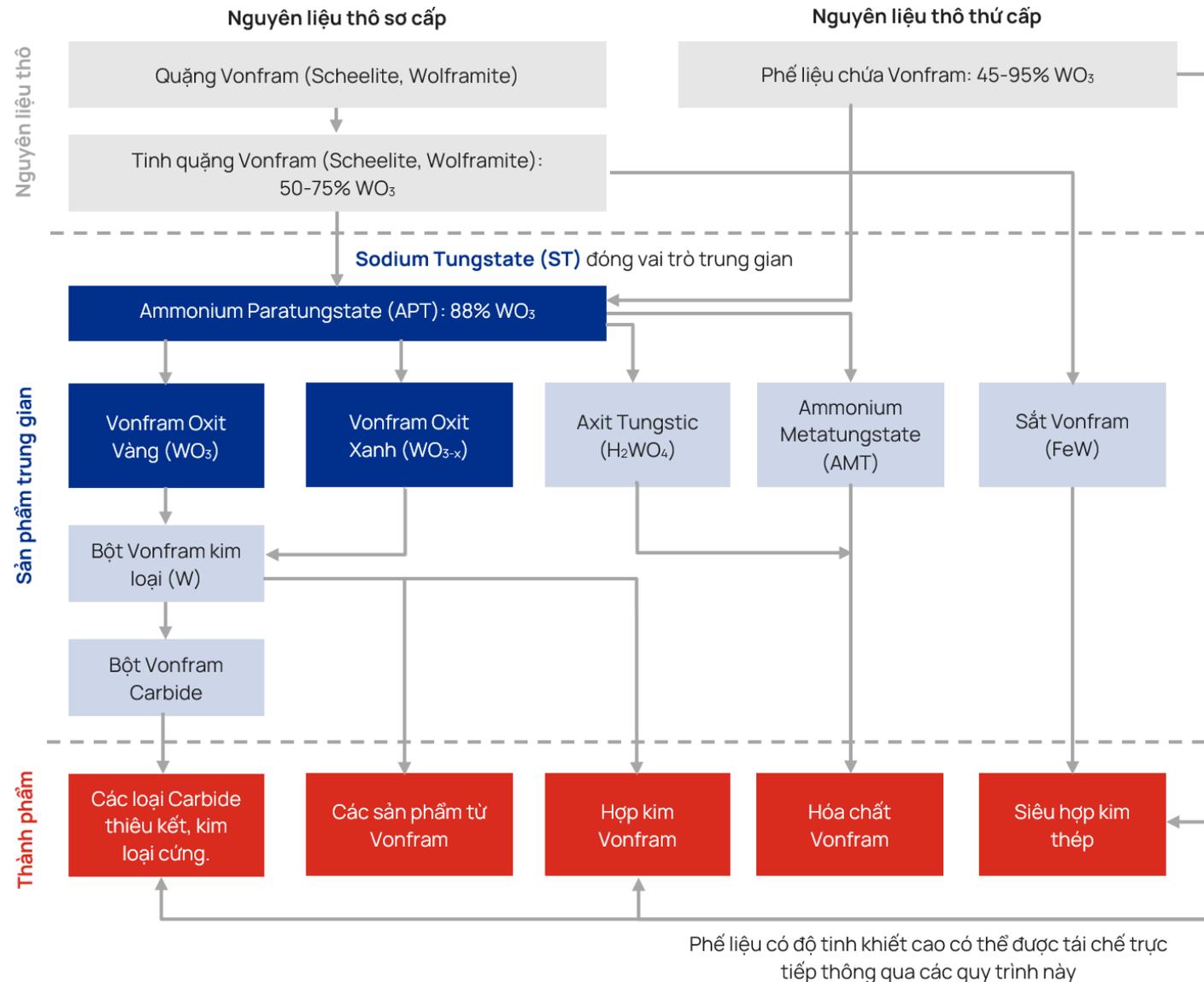
- NPMC sở hữu mỏ Núi Pháo
- MTC sở hữu nhà máy tinh luyện vonfram

# Mô hình kinh doanh và chuỗi giá trị



# Chuỗi giá trị sản xuất Vonfram và vị trí của MSR trong chuỗi giá trị

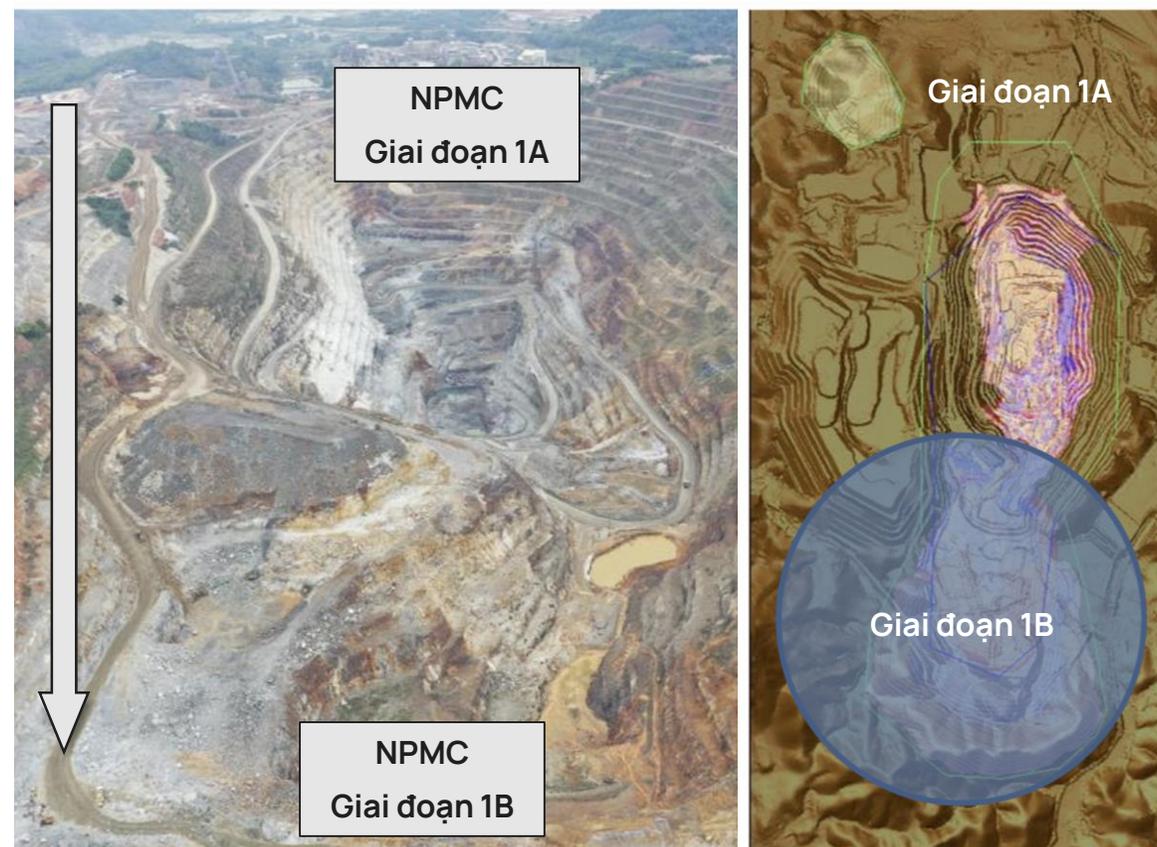
Các ô màu xanh đậm và nội dung văn bản thể hiện các sản phẩm vonfram của MSR và vị trí của chúng trong toàn bộ chuỗi giá trị.



# Tài sản cốt lõi – NPMC (1): Hoạt động khai thác hiện tại tại mỏ NPMC 1A và 1B với tuổi đời mỏ dự kiến đến 2029

Mục	Chi tiết
Tổng quan	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Vị trí:</b> Thái Nguyên, Việt Nam.</li> <li><b>Trữ lượng:</b> 83,2 triệu tấn quặng, bao gồm Giai đoạn 1A và 1B, giúp NPMC trở thành một trong những mỏ vonfram có trữ lượng lớn nhất ngoài Trung Quốc.</li> <li><b>Sản phẩm chính:</b> Vonfram, Fluorspar, Đồng, Bitmut.</li> <li><b>Bắt đầu khai thác thương mại:</b> Ngày 1/3/2014.</li> </ul>
Giai đoạn 1A	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trữ lượng 55,2 triệu tấn.</li> <li>Hiện đang được khai thác bằng phương pháp lộ thiên.</li> </ul>
Giai đoạn 1B	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trữ lượng quặng 28 triệu tấn. Dự kiến bắt đầu khai thác trong nửa đầu năm 2026.</li> <li>Phương pháp khai thác kết hợp lộ thiên và hầm lò đã được phê duyệt trong bản sửa đổi giấy phép khai thác gần nhất.</li> </ul>
Giấy phép	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giấy chứng nhận đầu tư số 17121000026, ban đầu có hiệu lực đến ngày 2/2/2034, sau đó được gia hạn đến 2/2/2044.</li> <li>Giấy phép khai thác: Số 1710/GP-BTNMT ngày 21/9/2010 và các bản sửa đổi.</li> </ul>
Công suất tối đa	<ul style="list-style-type: none"> <li>3,5 triệu tấn quặng mỗi năm.</li> </ul>
Tình trạng hiện tại & triển vọng	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giai đoạn 1A đã dần cạn kiệt; hoạt động khai thác đang chuyển dần sang Giai đoạn 1B.</li> <li>Sản lượng Vonfram nội bộ từ mỏ NPMC dự kiến sẽ tăng mạnh từ năm 2027 khi việc khai thác tiến sâu vào các khu vực có hàm lượng quặng cao hơn sau quá trình chuyển đổi.</li> </ul>

NPMC đang chuyển hoạt động khai thác từ Giai đoạn 1A sang Giai đoạn 1B



# Tài sản cốt lõi – NPMC (2): Tiềm năng kéo dài tuổi thọ mỏ đến 2036 từ mỏ Núi Pháo mở rộng

- Vào ngày 24/11/2025, Việt Nam đã ban hành Quyết định 2581/QĐ-TTg về việc sửa đổi quy hoạch khoáng sản quốc gia (giai đoạn 2021–2030, tầm nhìn đến năm 2050), trong đó bao gồm khu vực mỏ NPMC của MSR.
- Bản sửa đổi này giúp đồng bộ ranh giới mỏ, trữ lượng và kế hoạch phát triển của NPMC với quy hoạch của Chính phủ, tạo điều kiện cho việc cập nhật các giấy phép khai thác cần thiết.
- Quy hoạch cũng bao gồm hai dự án mới liền kề: Mỏ Núi Pháo mở rộng (diện tích 42,9 ha, khoảng 55 triệu tấn quặng) và khu vực Núi Chiếm.

## Trữ lượng mỏ tại khu vực Thái Nguyên theo quy hoạch của Chính phủ

Mỏ	Diện tích (ha)	Trữ lượng	
		Trữ lượng quặng (nghìn tấn)	tWO <sub>3</sub> * (tấn WO <sub>3</sub> )
<b>Dự án hiện hữu</b>			
Mỏ Núi Pháo (mỏ của NPMC)	151,8	83.220	124.830
<b>Các dự án mới</b>			
Núi Pháo mở rộng (nằm ngay cạnh mỏ hiện tại của NPMC)	42,9	55.192	94.830
Khu vực Núi Chiếm	984,3	60.000	13.500

### MSR tự tin có thể được giao triển khai dự án Núi Pháo Mở rộng vì:

Theo Luật Địa chất và Khoáng sản Việt Nam (có hiệu lực từ tháng 7/2025): (1) các đơn vị đang khai thác có quyền ưu tiên thăm dò và mở rộng đối với các thân quặng liền kề mà không cần đấu giá quyền khai thác, và (2) đơn vị khai thác phải áp dụng công nghệ tiên tiến phù hợp với đặc điểm của mỏ.

Với vị thế là đơn vị hiện đang vận hành Núi Pháo, MSR/NPMC có lợi thế lớn để phát triển khu vực mở rộng này.

**Nếu được phê duyệt, việc mở rộng có thể giúp kéo dài tuổi thọ mỏ đến năm 2036, theo ước tính của ban lãnh đạo.**

Do khả năng cao MSR sẽ được giao triển khai mỏ Núi Pháo mở rộng, chúng tôi đã đưa phần mỏ này vào dự báo kịch bản cơ sở của chúng tôi.

# Tài sản cốt lõi – MTC: Nhà máy tinh luyện Vonfram

Mục	Chi tiết
Tổng quan	Nhà máy tinh luyện vonfram MTC, nằm liền kề mỏ Núi Pháo, là một cơ sở chế biến vonfram tiên tiến và là mắt xích quan trọng trong chuỗi giá trị tích hợp dọc của MSR, giúp chuyển đổi tinh quặng vonfram thành các sản phẩm trung gian có độ tinh khiết và giá trị cao hơn.
Thành lập và sở hữu	<ul style="list-style-type: none"><li>Được thành lập năm 2014 dưới hình thức liên doanh với H.C. Starck (MSR nắm 51%, HCS nắm 49%).</li><li>Vào tháng 8/2018, MSR đã mua lại 49% cổ phần của HCS để trở thành chủ sở hữu 100%.</li></ul>
Vị thế toàn cầu	<ul style="list-style-type: none"><li>Là một trong số ít các cơ sở chế biến vonfram quy mô lớn ngoài Trung Quốc, có khả năng sản xuất các sản phẩm vonfram trung gian công nghệ cao trực tiếp tại nguồn mỏ.</li><li>Là nhà cung cấp chiến lược trong chuỗi cung ứng vonfram toàn cầu.</li></ul>
Công suất sản xuất	<ul style="list-style-type: none"><li>9.345 tấn WO<sub>3</sub> mỗi năm</li></ul>
Nguồn nguyên liệu đầu vào	<p>Có hai nguồn đầu vào chính:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>100% tinh quặng vonfram từ NPMC.</li><li><b>Tinh quặng vonfram mua ngoài (ExTC)</b> được mua từ các nước khác (không bao gồm Trung Quốc và Nga), với hơn 1.000 tấn đã được đảm bảo thông qua các hợp đồng dài hạn.</li></ul> <p><b>Khả năng tiếp cận ExTC của MSR được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:</b> (1) số lượng các cơ sở chế biến vonfram quy mô lớn ngoài Trung Quốc còn hạn chế; và (2) rào cản gia nhập đối với công suất mới ở mức cao (theo thông tin từ công ty), do yêu cầu công nghệ phức tạp và thời gian thẩm định từ khách hàng khá dài.</p>

Nhà máy tinh luyện vonfram (MTC) của MSR

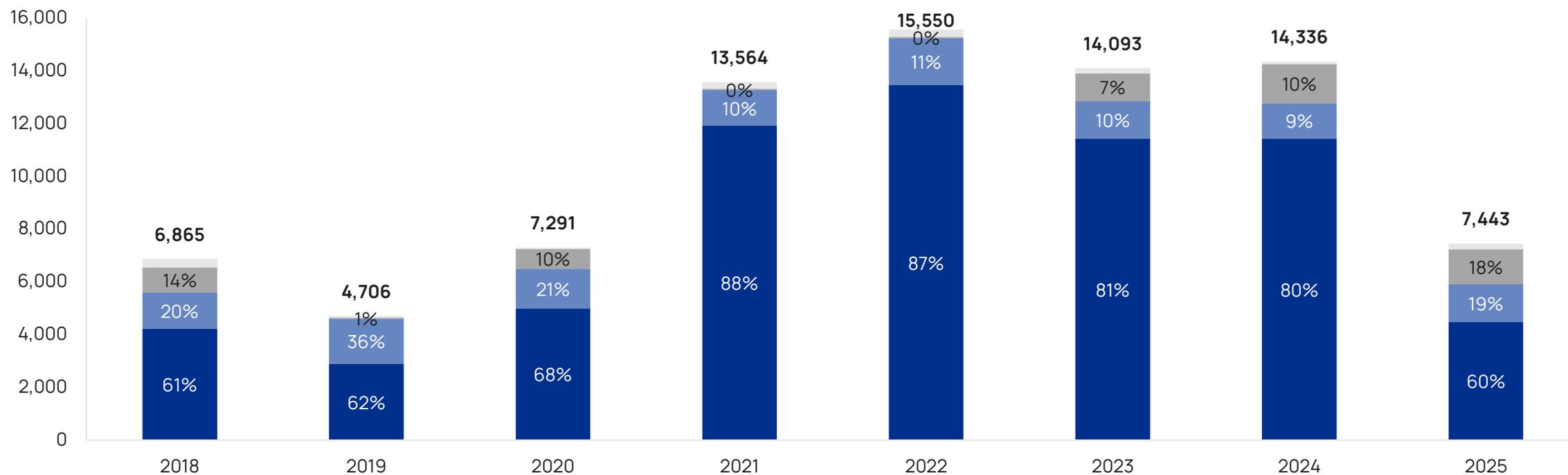


# Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp (1)

Xét về doanh thu, vonfram là mảng kinh doanh cốt lõi của MSR. Trong năm 2025, mảng này đóng góp khoảng 60% doanh thu, tiếp theo là fluorspar (~19%) và đồng (~18%); bitmut và các sản phẩm khác chiếm phần còn lại.

**Hợp nhất KQKD với HCS (2020) và ngừng hợp nhất (2024):** Trong giai đoạn 2020–2024, doanh thu đã tăng vọt sau khi MSR hợp nhất KQKD với H.C. Starck (HCS) vào giữa năm 2020 – một doanh nghiệp vonfram hạ nguồn lớn trên thế giới với các trung tâm sản xuất tại Đức, Canada, Trung Quốc và mạng lưới khách hàng quốc tế. Việc mua lại này nhằm thúc đẩy tích hợp dọc, mở rộng thị trường và năng lực tái chế vonfram. Tuy nhiên, khi việc giảm đòn bẩy tài chính trở thành ưu tiên hàng đầu và HCS phải đối mặt với sự suy yếu về nhu cầu cũng như áp lực chi phí trong giai đoạn 2023–2024, MSR đã thoái vốn 100% HCS cho Mitsubishi Materials với giá 134,5 triệu USD, hoàn tất vào ngày 18/12/2024. Sau khi thoái vốn, MSR ký hợp đồng bao tiêu với HCS và sử dụng số tiền thu được để trả nợ. Theo đó, doanh thu năm 2025 giảm so với cùng kỳ do không còn hợp nhất HCS, nhưng lợi nhuận được cải thiện đáng kể.

Cơ cấu doanh thu thuần của MSR theo mảng kinh doanh (tỷ đồng)

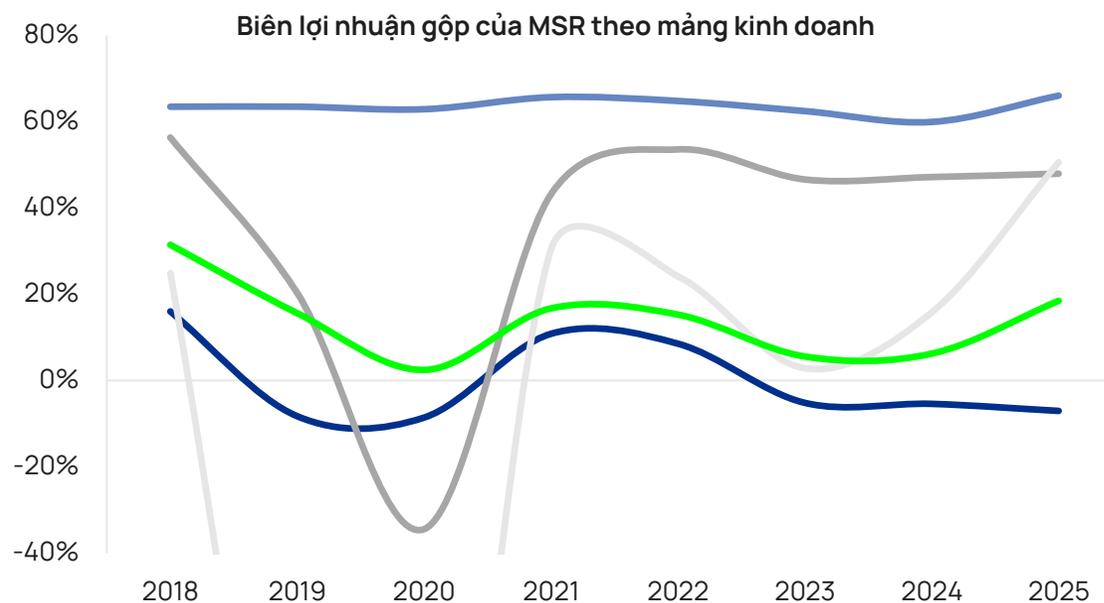
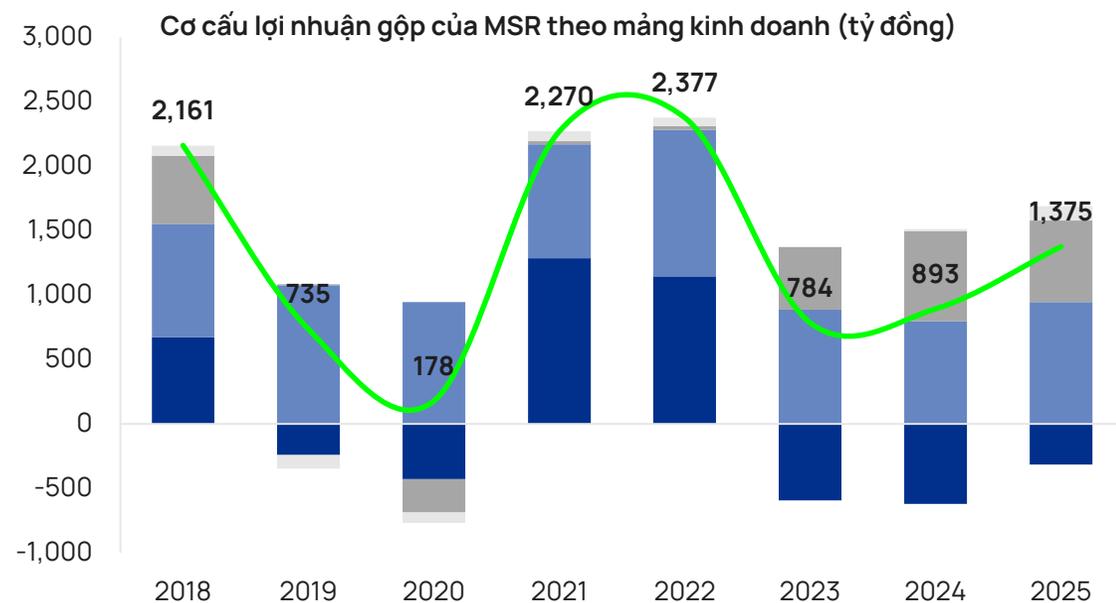


## Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp (2)

Trong nhiều năm qua, flourspar luôn là mảng đóng góp vào lợi nhuận gộp ổn định nhất, với biên LN gộp duy trì ở mức 60-65%, trong khi vonfram và đồng là những nhân tố biến động chính.

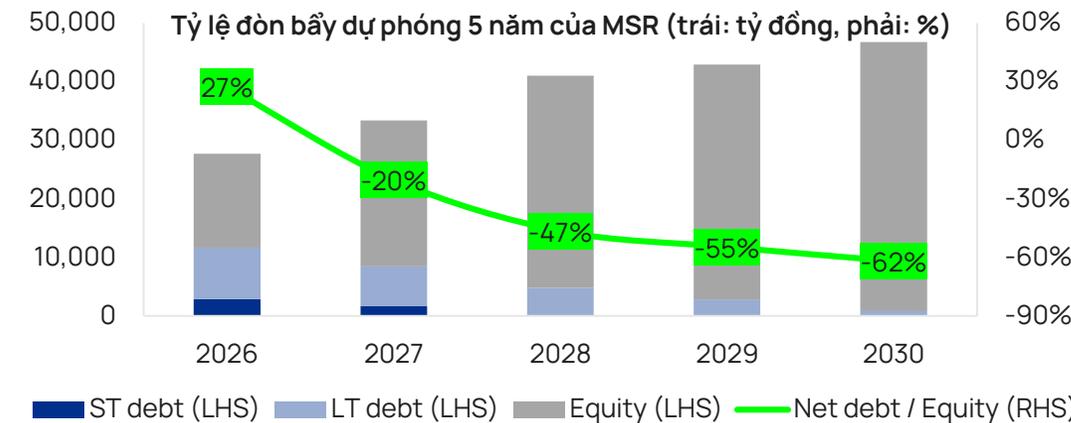
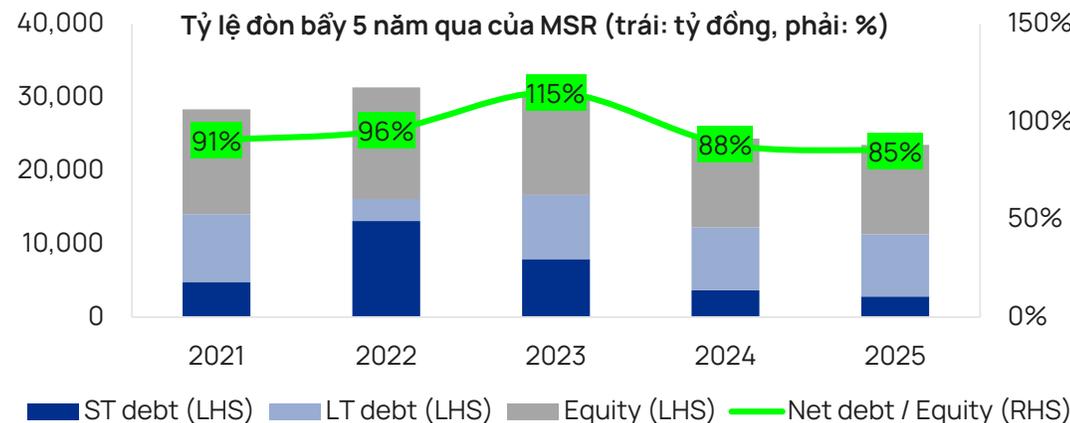
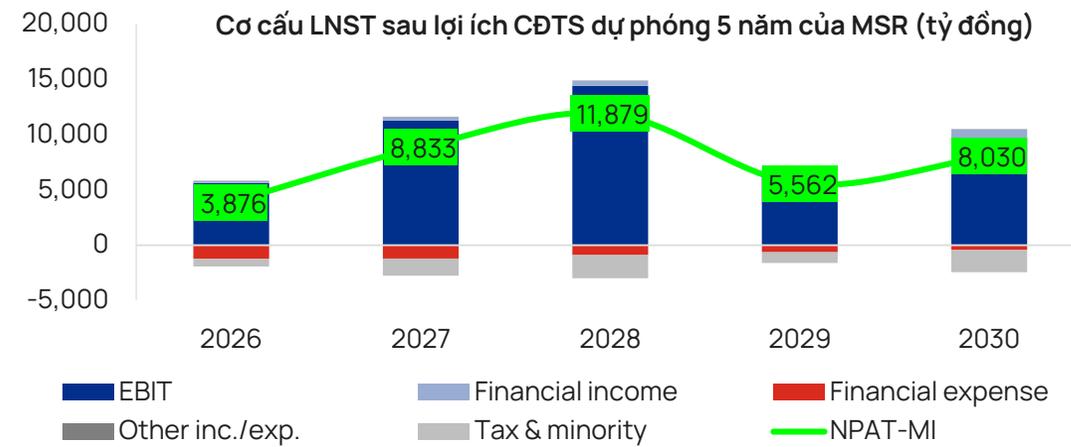
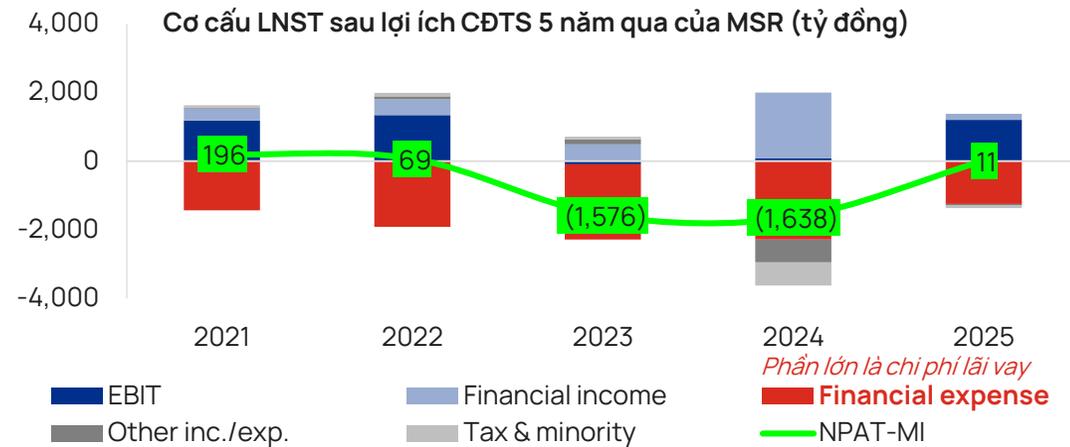
**Vonfram:** Mảng vonfram đã chuyển biến từ mức lỗ gộp 594 tỷ đồng và 620 tỷ đồng trong năm 2023 và 2024 sang phục hồi mạnh vào năm 2025, với mức lỗ giảm một nửa so với cùng kỳ năm trước. Giai đoạn sụt giảm bắt nguồn từ việc tạm dừng hoạt động nổ mìn từ tháng 4/2023 đến tháng 3/2024, buộc Núi Pháo phải xử lý các kho quặng tồn kho cấp thấp, bị oxy hóa với tỷ lệ thu hồi thấp và chi phí đơn vị cao. HCS cũng đối mặt với nhu cầu yếu và chi phí cao, gây thêm áp lực lên biên lợi nhuận. Việc thoái vốn HCS vào cuối năm 2024 đã loại bỏ một mảng kinh doanh thâm dụng vốn và có biên lợi nhuận thấp ra khỏi báo cáo hợp nhất. Khi hoạt động nổ mìn được khôi phục và nguồn quặng tươi được đưa vào sản xuất, các chỉ số tài chính đã cải thiện, đồng thời giá vonfram tăng vọt - từ 330 USD/MTU vào đầu năm 2025 lên 862 USD/MTU vào cuối năm 2025 (theo Fastmarkets) - đã thúc đẩy sự phục hồi mạnh mẽ của lợi nhuận gộp.

**Đồng:** Mảng đồng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng mạnh trong năm 2020 khi MSR nhận được giấy phép đặc biệt để xuất khẩu, trong khi nhu cầu nội địa khi đó còn yếu do năng lực tinh luyện trong nước hạn chế. Sau lệnh cấm xuất khẩu tinh quặng đồng của Chính phủ, MSR không ghi nhận doanh thu từ đồng trong giai đoạn 2021-2022 dù vẫn duy trì hoạt động khai thác, dẫn đến lượng hàng tồn kho tích lũy đáng kể. Từ năm 2022 trở đi, năng lực tinh luyện trong nước được mở rộng, tạo ra nhu cầu nội địa lớn. Do đó, MSR đã chuyển sang bán hàng trong nước trong giai đoạn 2023-2025, với nhu cầu dự kiến sẽ duy trì ổn định nhờ khả năng hấp thụ tốt của các đơn vị hạ nguồn. Theo công ty, lượng tồn kho đồng đạt 2.047 tấn đồng chứa (contained tonnes) vào cuối năm 2025 và dự kiến sẽ được giải phóng hết vào cuối năm 2026.



# Nợ vay từng là gánh nặng trong quá khứ, nhưng không còn là mối ngại trong tương lai nhờ lợi nhuận tăng trưởng từ chu kỳ tăng giá vonfram và nguồn cung quặng nội bộ cải thiện từ các mỏ mới

Trong lịch sử, lợi nhuận của MSR bị kìm hãm bởi chi phí lãi vay lớn do nợ vay ở mức cao, giá vonfram thấp, KQKD kém khả quan của HCS và một vài vấn đề vận hành ngắn hạn. Hệ quả là chi phí tài chính đã bào mòn hầu hết lợi nhuận từ HĐKD, dẫn đến lợi nhuận và khả năng trả nợ yếu. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng nền tảng lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh và duy trì ở mức cao, nhờ diễn biến giá vonfram thuận lợi (được thảo luận chi tiết tại [trang 22](#)) và nguồn cung tinh quặng vonfram nội bộ được cải thiện từ NPMC Giai đoạn 1B và mỏ NPMC Mở rộng\*.



## Đội ngũ ban lãnh đạo



**Ông Danny Le**  
TGD của MSN



**Ông Michael Hung Nguyen**  
Phó TGD của MSN



**Ông Michael Glover**  
TGD của MSR



**Ông Aditya Aggarwal**  
Phó TGD của MSR



**Ông Phan Chiến Thắng**  
Phó TGD của MSR

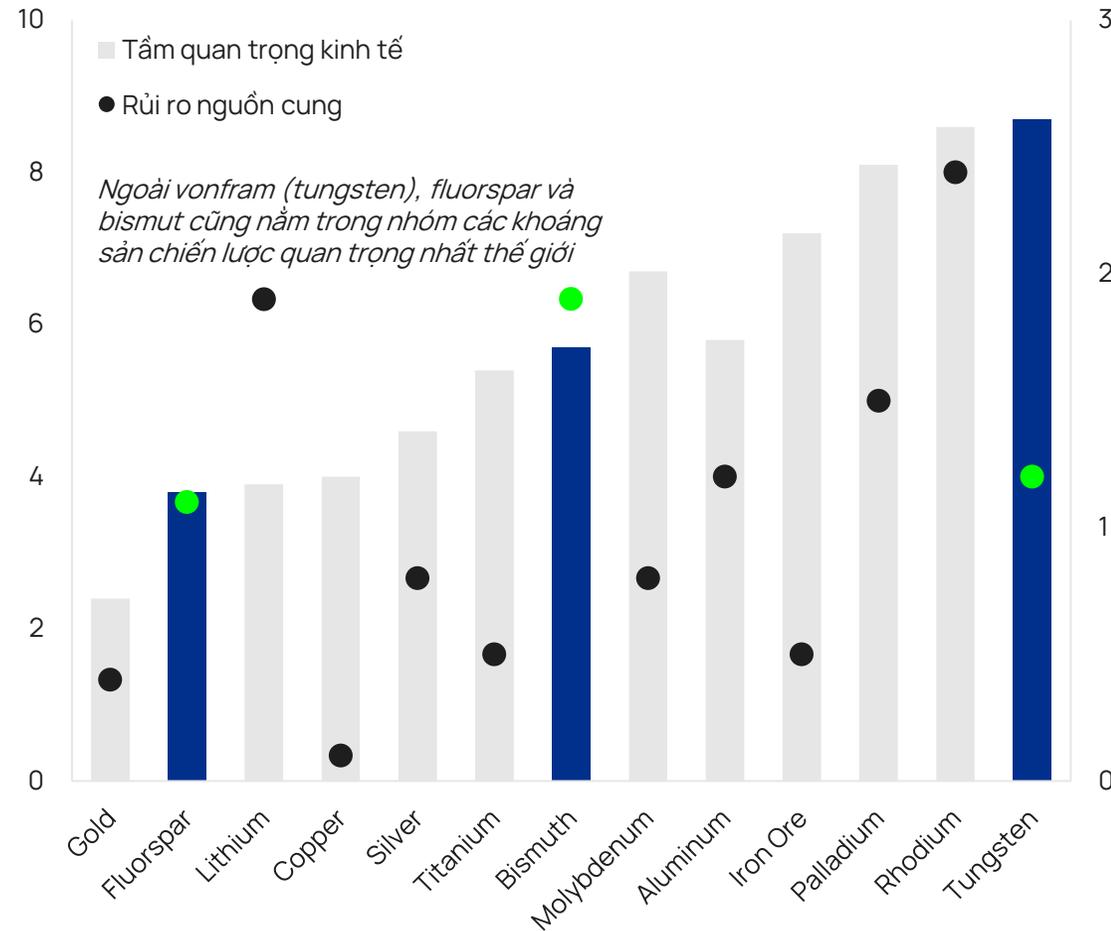
Họ tên	Chức vụ	Tỷ lệ sở hữu MSR	Ghi chú
Ông Danny Le	TGD của MSN, Chủ tịch của MSR	0 cổ phiếu (0%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dẫn dắt chiến lược của Masan, làm việc chặt chẽ với TGD các công ty con, đóng vai trò then chốt trong các sáng kiến chuyển đổi lớn.</li> <li>Từng làm việc trong mảng Ngân hàng Đầu tư tại Morgan Stanley ở New York.</li> </ul>
Ông Michael Hung Nguyen	Phó TGD của MSN, Thành viên HĐQT của MSR, Phó Chủ tịch thứ hai của MSR	0 cổ phiếu (0%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Xây dựng nền tảng giao dịch và thực thi của Masan để hỗ trợ các công ty con và mở rộng sang các lĩnh vực mới.</li> <li>Trước đây từng giúp thành lập đội ngũ thực thi ngân hàng đầu tư của J.P. Morgan tại Việt Nam.</li> </ul>
Ông Michael Glover	TGD của MSR	0 cổ phiếu (0%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kỹ sư hóa học với hơn 30 năm kinh nghiệm quốc tế trong lĩnh vực chế biến khoáng sản, vận hành nhà máy và triển khai dự án.</li> <li>Bằng Cử nhân và Thạc sĩ Kỹ thuật Hóa học tại Đại học Witwatersrand.</li> </ul>
Ông Aditya Aggarwal	Phó TGD của MSR	260.000 cổ phiếu (0,02% số lượng cổ phiếu lưu hành)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hơn 15 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực M&amp;A, huy động vốn, tài chính doanh nghiệp, chiến lược và công nghệ viễn thông.</li> <li>Bằng MBA tại Viện Quản lý Ấn Độ và Cử nhân Công nghệ tại Viện Công nghệ Quốc gia Ấn Độ.</li> </ul>
Ông Phan Chiến Thắng	Phó TGD của MSR	0 cổ phiếu (0%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phụ trách mảng Truyền thông, Cộng đồng và Quan hệ đối ngoại tại Masan High-Tech Materials.</li> <li>Trước đây, ông là Giám đốc Truyền thông, Cộng đồng và Quan hệ đối ngoại của MSR.</li> </ul>

# Tổng quan ngành công nghiệp Vonfram

---

# Vonfram là một trong những khoáng sản chiến lược quan trọng nhất trên thế giới

Tầm quan trọng kinh tế (trục trái) và rủi ro nguồn cung (trục phải) của các kim loại chiến lược quan trọng trên toàn cầu (dựa theo báo cáo của Ủy ban Châu Âu)

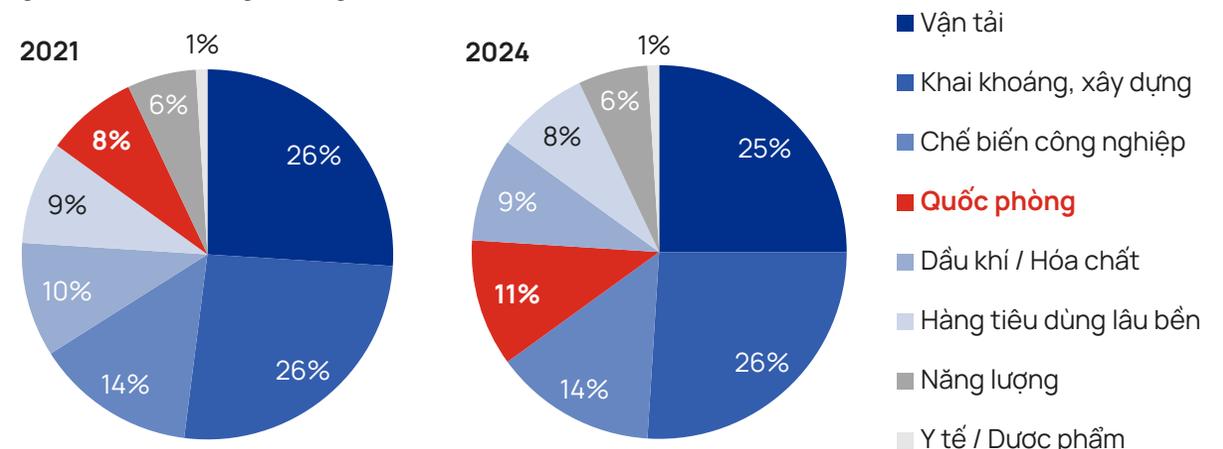


Vonfram là vật liệu chiến lược, đóng vai trò nền tảng cho các ngành công nghiệp trọng yếu, quốc phòng và phát triển các ngành công nghệ cao trong tương lai.

- **Quốc phòng:** Nhờ độ cứng vượt trội, mật độ lớn và nhiệt độ nóng chảy cực kỳ cao, vonfram được sử dụng rộng rãi trong các ứng dụng quân sự như đạn xuyên giáp và các hệ thống bọc thép. Trong lĩnh vực quốc phòng, hầu như không có vật liệu nào có thể thay thế được vonfram.
- **Ô tô:** Được sử dụng để sản xuất pin (chủ yếu là pin lithium-ion) cho xe điện (EV) và xe hybrid.
- **Bán dẫn:** Quá trình sản xuất cần sử dụng vonfram hexafluoride (WF<sub>6</sub>).
- **Các ngành công nghiệp truyền thống:** Vonfram được dùng phổ biến để chế tạo các công cụ cắt gọt, khoan và gia công cơ khí, đặc biệt là dưới dạng Vonfram Cacbua. Những đặc tính ưu việt của vật liệu này khiến nó trở thành vật liệu không thể thay thế trong các ngành công nghiệp nặng.

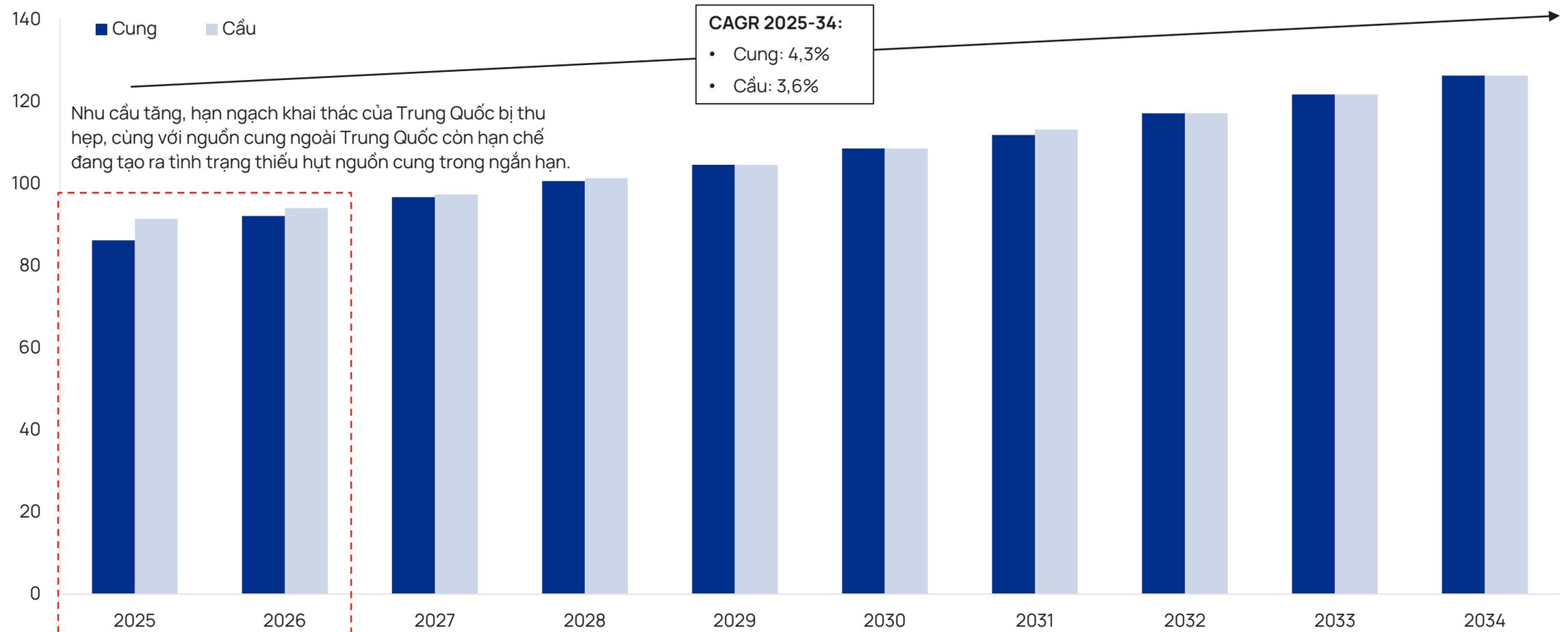
**Rủi ro bị thay thế bởi kim loại khác:** Trong phần lớn các ứng dụng, vonfram rất khó bị thay thế, do không có vật liệu hội tụ được đầy đủ các đặc tính vật lý và hóa học độc nhất của nó.

Phân bổ nhu cầu tiêu thụ vonfram thế giới theo lĩnh vực, trong đó ngành quốc phòng ghi nhận mức tăng trưởng đặc biệt mạnh mẽ



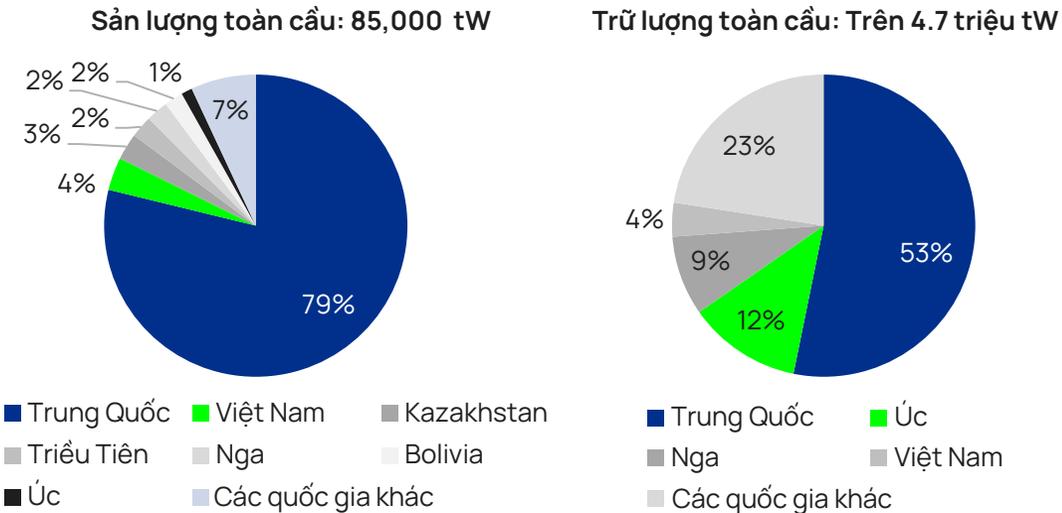
# Thị trường vonfram toàn cầu dự kiến sẽ ở trạng thái cân bằng trong dài hạn, nhưng sẽ đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong ngắn hạn...

Nhu cầu và nguồn cung vonfram toàn cầu (nghìn tấn WO<sub>3</sub>), bao gồm Trung Quốc

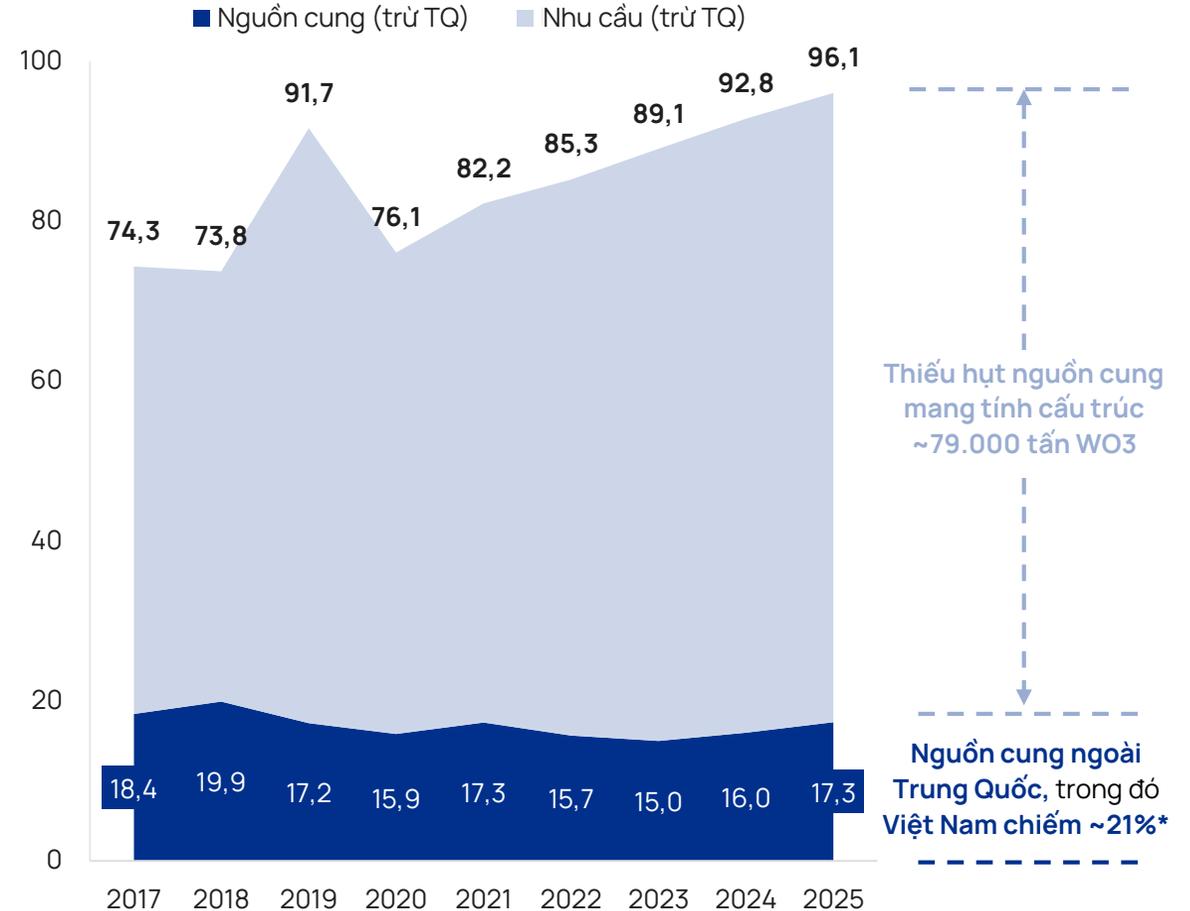


# ...Tuy nhiên, Trung Quốc nắm vai trò chi phối cả về nguồn cung, nhu cầu tiêu thụ lẫn trữ lượng. Các thị trường ngoài Trung Quốc vẫn rơi vào tình trạng thiếu hụt nguồn cung mang tính cấu trúc, khiến các nguồn cung ngoài Trung Quốc trở nên đặc biệt quan trọng

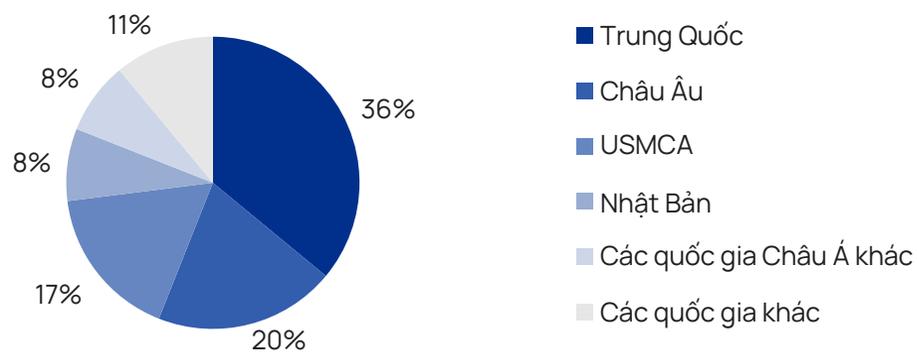
Nguồn cung và trữ lượng vonfram toàn cầu tập trung chủ yếu tại Trung Quốc (2025)



Loại trừ Trung Quốc, thế giới đang đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung vonfram nghiêm trọng (nghìn tấn WO3)



Trung Quốc cũng là quốc gia tiêu thụ vonfram lớn nhất thế giới (2021)



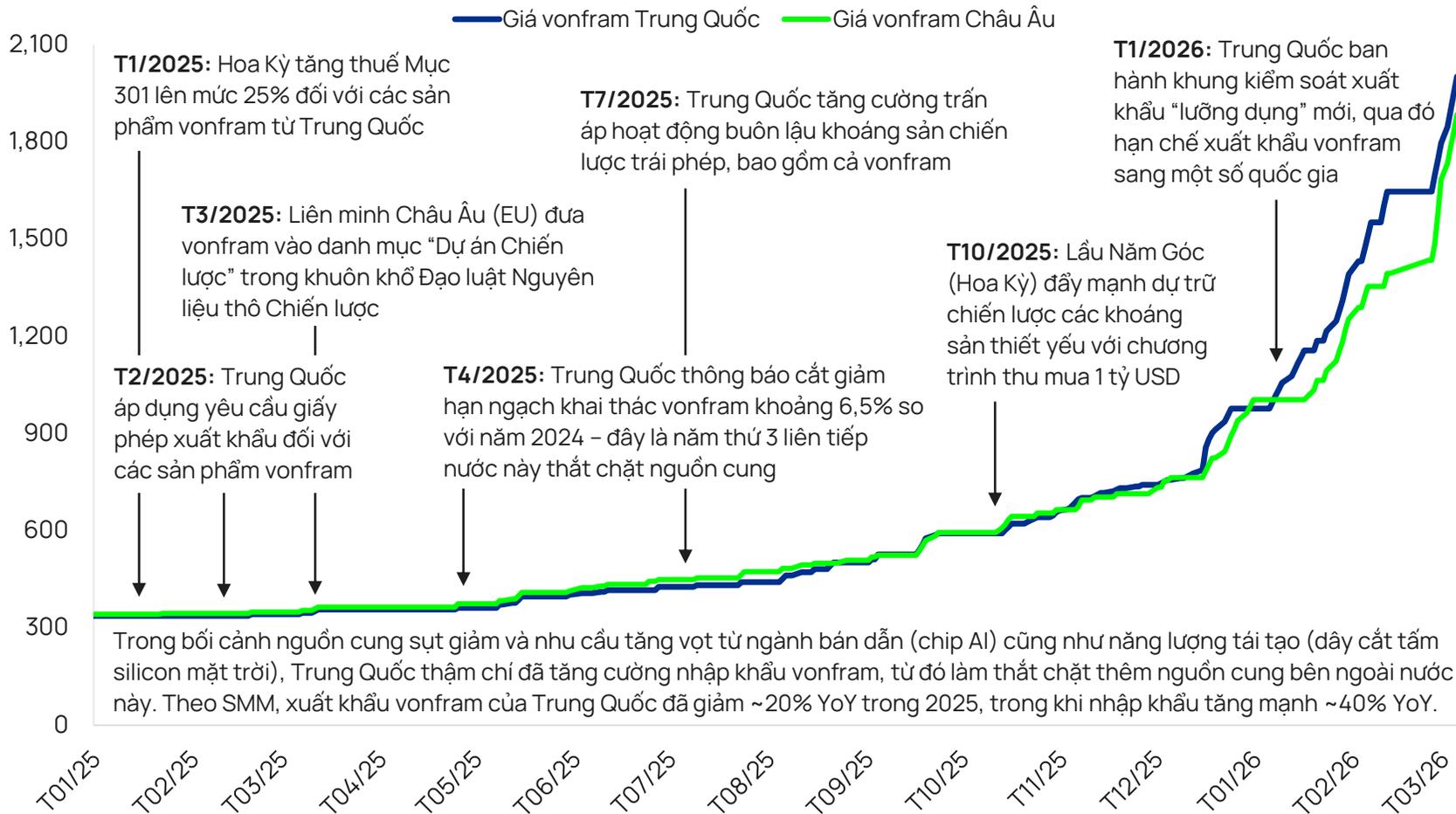
# Trung Quốc nắm giữ tầm ảnh hưởng lớn lên giá vonfram toàn cầu. Hầu hết các biến động giá lớn trên thị trường chủ yếu do quốc gia này dẫn dắt (1)

Biểu đồ giá Vonfram (USD/MTU)



# Trung Quốc nắm giữ tầm ảnh hưởng lớn lên giá vonfram toàn cầu. Hầu hết các biến động giá lớn trên thị trường chủ yếu do quốc gia này dẫn dắt (2)

Biểu đồ giá Vonfram (USD/MTU)



Chúng tôi tin rằng giá vonfram sẽ duy trì ở mức cao về mặt cơ cấu trong tương lai (so với trung bình 10 năm qua), được thúc đẩy bởi:

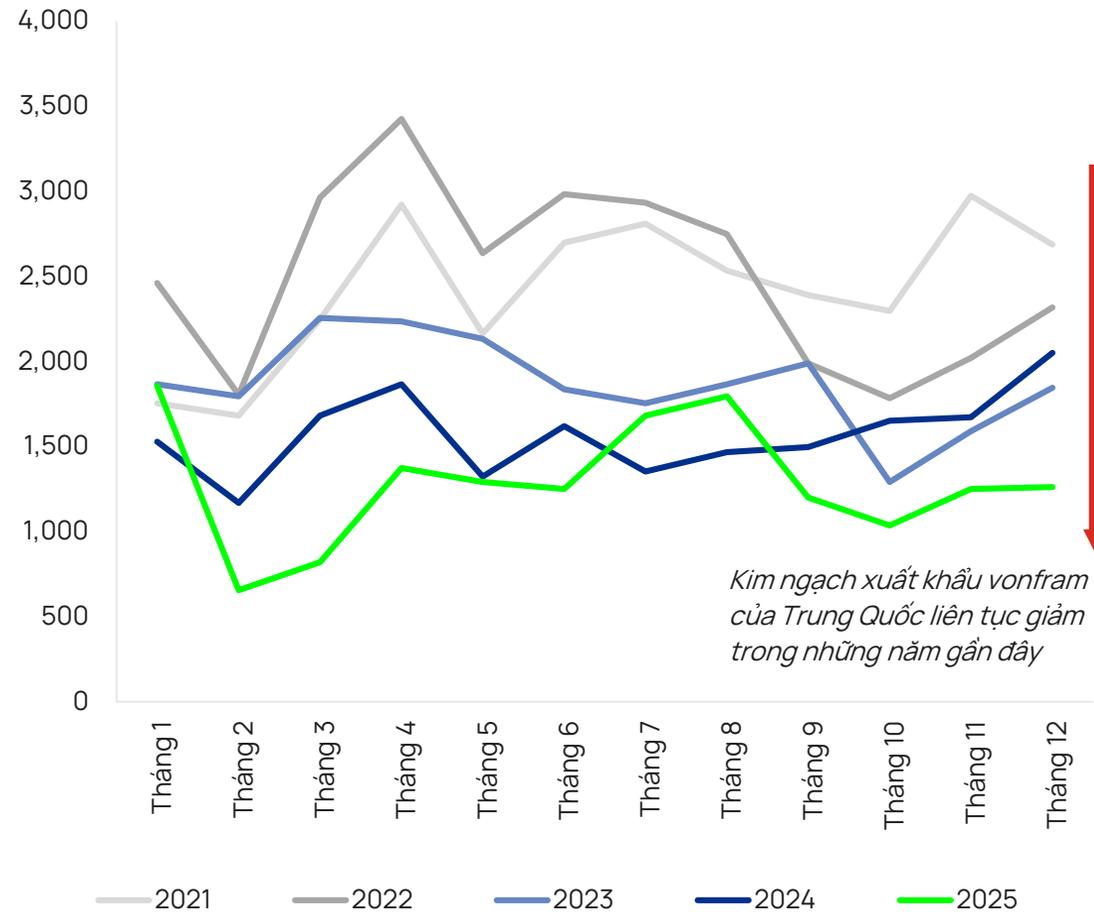
**Trung Quốc có xu hướng trở thành nước nhập siêu vonfram, với xuất khẩu giảm và nhập khẩu tăng.** Điều này làm giảm nguồn cung nội địa, đồng thời làm trầm trọng thêm tình trạng thiếu hụt nguồn cung ngoài Trung Quốc. Điều này thậm chí khiến giá vonfram tại Trung Quốc nhiều lúc cao hơn giá quốc tế.

**Nhu cầu mạnh mẽ và ít co giãn (inelastic).** Nhu cầu vẫn mạnh và ít bị ảnh hưởng bởi biến động giá nhờ các ứng dụng thiết yếu như quốc phòng, bán dẫn và pin xe điện. Bên cạnh đó, theo MSR, vonfram chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong chi phí sản phẩm hạ nguồn và hầu như không có vật liệu nào có thể thay thế cho vonfram, khiến người mua có khả năng chấp nhận mức giá cao.

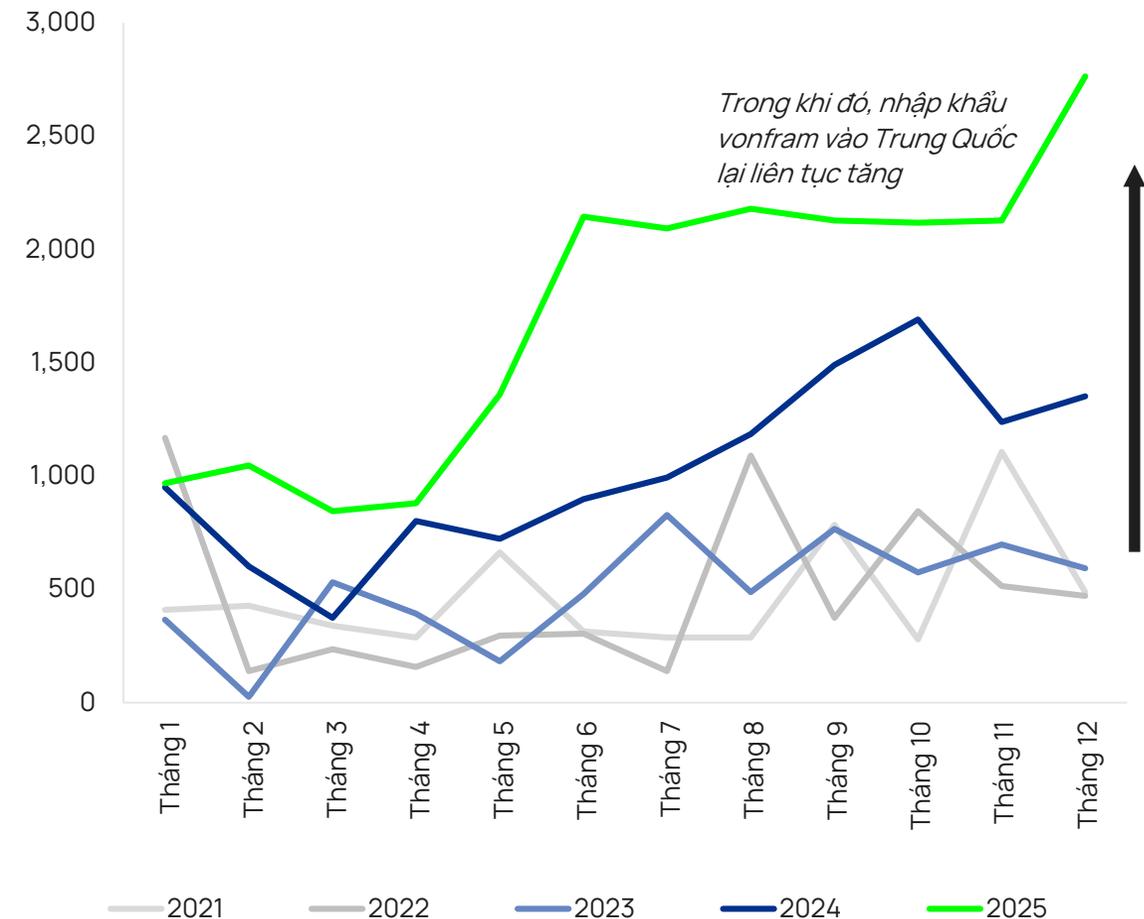
**Nguồn cung từ mỏ vonfram ngoài Trung Quốc đã và sẽ còn hạn chế.** Các mỏ vonfram mới ngoài Trung Quốc đối mặt với thời gian phát triển dài do các rào cản về quy định pháp lý, tài chính, xây dựng, v.v. (theo mining.com). Đối với các dự án đang triển khai, theo ước tính của chúng tôi, sẽ khó có khả năng bù đắp được mức thâm hụt nguồn cung ngoài Trung Quốc khi đi vào vận hành.

# Cán cân thương mại vonfram của Trung Quốc đang chuyển dần theo hướng nhập siêu, khiến nguồn cung ngoài Trung Quốc càng hạn chế, và do đó các mỏ vonfram ngoài Trung Quốc càng có tầm quan trọng mang tính chiến lược

Sản lượng xuất khẩu các sản phẩm vonfram của Trung Quốc (tấn WO3)



Sản lượng nhập khẩu tinh quặng vonfram của Trung Quốc (tấn WO3)

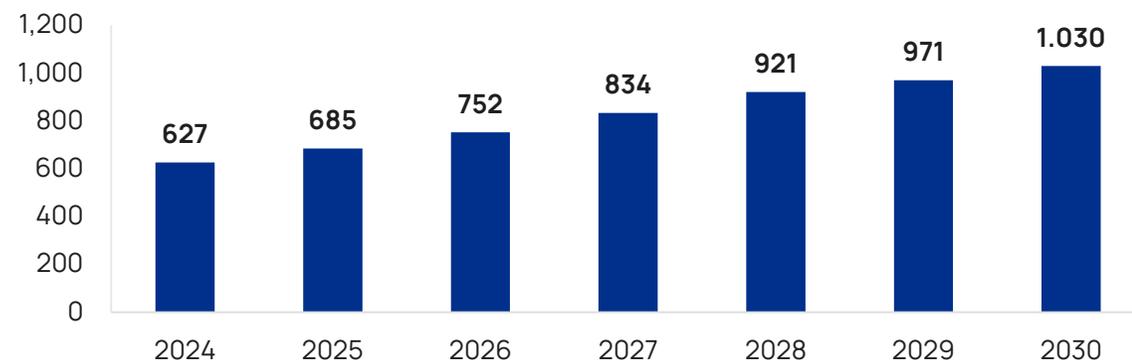


# Nhu cầu hạ nguồn đối với vonfram đang rất lớn, đặc biệt là từ các ngành công nghiệp trọng yếu như quốc phòng, bán dẫn và pin xe điện

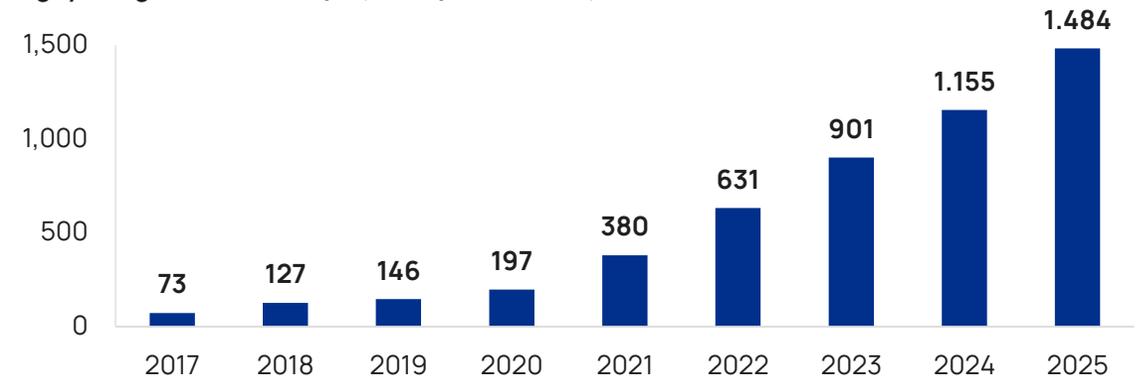
Cam kết tăng mạnh chi tiêu quân sự từ các cường quốc toàn cầu trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị gia tăng

Quốc gia	Chi tiêu quân sự
	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Tăng trưởng ngân sách:</b> Chi tiêu quốc phòng tăng từ 817 tỷ USD (2023) lên mức đề xuất 850 tỷ USD cho năm 2025.</li> <li><b>Mục tiêu tương lai:</b> Mục tiêu mới là ngân sách hàng năm 1.000 tỷ USD, được củng cố bởi mức tăng 150 tỷ USD đã được Ủy ban Quân vụ Hạ viện thông qua vào T4/2025.</li> <li><b>Trọng tâm chính:</b> Các ưu tiên bao gồm khả năng sẵn sàng chiến đấu, hiện đại hóa và sẵn sàng toàn cầu.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ngân sách chi tiêu cho quốc phòng đã tăng từ 67 tỷ USD (2023) lên 86 tỷ USD (2024); dự kiến sẽ chiếm 3,5% GDP vào năm 2029, (tăng lên từ mức 2,1%).</li> <li>Một quỹ đặc biệt 100 tỷ EUR đã được trích ra để hiện đại hóa quân đội, được lên kế hoạch đến năm 2027.</li> <li>Sửa đổi hiến pháp trong tháng 3 cho phép vay nợ quốc phòng vượt trần hiến pháp.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Mức chi tiêu:</b> Chi tiêu quốc phòng đạt 64 tỷ USD (2024) với mục tiêu dài hạn là 3-3,5% GDP.</li> <li><b>LPM 2024-2030:</b> 413 tỷ EUR đã được phân bổ để hiện đại hóa lực lượng, đồng thời tăng cường an ninh mạng và khả năng sẵn sàng chiến đấu.</li> <li><b>Nguồn vốn bổ sung:</b> Dự kiến huy động thêm 5 tỷ EUR từ các nguồn hợp tác công tư.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Lộ trình ngân sách:</b> Tăng từ 54 tỷ GBP (Năm tài chính 2023/24) lên 60 tỷ GBP (Năm tài chính 2025/26).</li> <li><b>Chi tiêu quốc phòng hiện ở mức 2,3%, với mục tiêu đạt 2,5% vào năm 2027 và 3% trong dài hạn.</b></li> <li>Ngân sách quốc phòng hiện tại có mức tăng trưởng hàng năm là khoảng 2,3%.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Tăng trưởng mạnh mẽ:</b> Ngân sách đã tăng mạnh từ mức 6,6 nghìn tỷ JPY (45 tỷ USD, 2023) lên 8,5 nghìn tỷ JPY (58 tỷ USD, 2025).</li> <li><b>Mục tiêu 2027:</b> Hướng tới 8,9 nghìn tỷ JPY (61 tỷ USD) để tăng cường năng lực cốt lõi trong bối cảnh "môi trường an ninh nghiêm trọng và phức tạp".</li> </ul>

PwC dự báo nhu cầu bán dẫn toàn cầu sẽ tăng trưởng với 2024-30 CAGR là 8,6% (đơn vị: triệu sản phẩm)



Nhu cầu pin Lithium ghi nhận mức tăng trưởng nhanh chóng hàng năm nhờ sự phổ biến ngày càng cao của xe điện (đơn vị: GWh/năm)



# Các dự án mỏ vonfram mới ngoài Trung Quốc sẽ rất khó có thể bù đắp được cho tình trạng thiếu hụt nguồn cung

Theo MSR, hầu hết các dự án được đề xuất là "mỏ vonfram mới" cuối cùng đều không thể đi vào sản xuất thực tế. Trong thập kỷ qua, Mặc dù có khoảng 10 dự án triển vọng trên lý thuyết, nhưng chỉ có một số ít thực sự bắt đầu hoặc chuẩn bị được đưa vào hoạt động, và vài dự án trong số đó đã bị đình trệ hoặc đóng cửa. Dưới đây là danh sách các dự án vonfram được đưa vào vận hành gần đây hoặc đang trong quá trình phát triển trên toàn cầu và có khả năng cao nhất để tiến tới giai đoạn sản xuất.

Mỏ vonfram	Vị trí	Chủ sở hữu chính	Trữ lượng vonfram	Trạng thái	Công suất vonfram (tWO <sub>3</sub> )*		
					2026	2027	2028
Boguty	Kazakhstan	Jiaxin International (công ty mẹ là Jiangxi Copper Group, một DNNN của Trung Quốc)	~140.800 tWO <sub>3</sub> trữ lượng (68,4 Mt quặng với hàm lượng 0,206% WO <sub>3</sub> )	Đã bắt đầu sản xuất từ năm 2025; dự kiến tăng công suất vào đầu năm 2027	~7.100	~8.900	~8.900
Sangdong	Hàn Quốc	Almonty Industries	~37.000 tWO <sub>3</sub> (7,9 Mt quặng với hàm lượng 0,47% WO <sub>3</sub> )	Bắt đầu vận hành vào cuối năm 2025; dự kiến gấp đôi công suất vào năm 2027	~2.300	~4.600	~4.600
Dolphin	Úc	Group 6 Metals	~40.800 tWO <sub>3</sub> (4,43 Mt quặng với hàm lượng 0,92% WO <sub>3</sub> )	Đang vận hành; tăng công suất từ năm 2023. Hiện đang khai thác lộ thiên, dự kiến chuyển sang khai thác hầm lò từ giữa năm 2026	~2.000	~2.000	~2.000
Hemerdon	Vương quốc Anh	Tungsten West	~69.500 tWO <sub>3</sub> trữ lượng (38 Mt quặng với hàm lượng 0,183% WO <sub>3</sub> )	Dự kiến bắt đầu vào quý 4/2026, sau đó tăng công suất trong 1-2 năm tiếp theo	Giai đoạn khởi động	~3.300	~3.300
El Moto	Tây Ban Nha	Abenojar Tungsten	~400.000 tWO <sub>3</sub> trữ lượng (91 Mt quặng với hàm lượng 0,44% WO <sub>3</sub> )	Dự kiến bắt đầu vào nửa cuối năm 2027, sau đó tăng công suất trong 1-2 năm tiếp theo	Đang xây dựng	Giai đoạn khởi động	~3.100

Giả định rằng các mỏ này (ngoại trừ dự án Boguty do có liên kết với Trung Quốc) hoạt động hết công suất, nguồn cung mới ngoài Trung Quốc cũng chỉ tăng thêm ~13.000 tấn WO<sub>3</sub>/năm vào năm 2028. Con số này vẫn thấp hơn rất nhiều so với mức thâm hụt nguồn cung ngoài Trung Quốc cho năm 2025 là ~79.000 tấn WO<sub>3</sub> (như đã đề cập tại [trang 20](#)).

## Phân tích giá trị

---

# Kịch bản cơ sở: Kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh tương đối

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho MSR là **53.600 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp kết hợp với tỷ trọng 50:50 giữa chiết khấu dòng tiền FCFF và định giá tương đối bằng bội số EV/EBITDA, nhằm phản ánh đồng thời giá trị nội tại dài hạn của nền tảng tài sản và động lực định giá theo thị trường vốn thường thấy ở các doanh nghiệp hàng hóa.

**CKDT (FCFF):** Chúng tôi dự phóng dòng tiền trong khoảng thời gian còn lại trong vòng đời mỏ Núi Pháo đến năm 2036, đưa vào mô hình dự báo cả mỏ Núi Pháo 1B và mỏ Núi Pháo mở rộng, qua đó kéo dài thời gian vận hành của tài sản. Sau năm 2036, chúng tôi giả định hoạt động khai thác sẽ không còn khi trữ lượng đã hết, trong khi nhà máy chế biến vonfram MTC vẫn tiếp tục vận hành bằng cách sử dụng tinh quặng vonfram mua từ bên ngoài. Trong giai đoạn này, MSR chuyển sang mô hình hoạt động ổn định hơn, chủ yếu dựa vào MTC. Chúng tôi đưa các dòng tiền này vào mô hình dự báo và áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 0%, tương đương với giả định hoạt động sẽ bước vào trạng thái ổn định sau đó.

**So sánh tương đối bằng bội số EV/EBITDA:** Chúng tôi áp dụng bội số EV/EBITDA dựa trên nhóm doanh nghiệp sản xuất vonfram tại Trung Quốc. Chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp vonfram Trung Quốc do có mô hình kinh doanh tương đồng và có sẵn dữ liệu giao dịch lịch sử về bội số EV/EBITDA.

Chúng tôi phân bổ tỷ trọng ngang nhau (50:50) cho 2 phương pháp nhằm cân bằng giữa giá trị tài sản dài hạn được phản ánh trong mô hình CKDT và định giá theo thị trường, vốn thường được áp dụng cho các cổ phiếu gắn với hàng hóa, khi định giá của nhóm này thường nhạy hơn với chu kỳ giá hàng hóa và tâm lý nhà đầu tư.

Phương pháp	Tỷ trọng	VND / CP	Giá theo tỷ trọng
CKDT - FCFF	50%	37.500	18.800
EV/EBITDA trung vị 5 năm @ 12,1 lần	50%	69.500	34.800
<b>Giá trị hợp lý – Tổng hợp 2 phương pháp (VND / CP)</b>			<b>53.600</b>
Giá hiện tại (VND / CP)			<b>50.800</b>
Cao / (Thấp) hơn giá hiện tại			5,5%
Lợi suất cổ tức			0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>			<b>5,5%</b>
P/E dự phóng năm 2026 tại <b>giá trị hợp lý</b> / (giá thị trường)			<b>15,2x / (14,4x)</b>
P/E dự phóng năm 2027 tại <b>giá trị hợp lý</b> / (giá thị trường)			<b>6,7x / (6,3x)</b>
P/E dự phóng năm 2028 tại <b>giá trị hợp lý</b> / (giá thị trường)			<b>5,0x / (4,7x)</b>
EV/EBITDA dự phóng năm 2026 tại <b>giá trị hợp lý</b> / (giá thị trường)			<b>9,7x / (9,1x)</b>
EV/EBITDA dự phóng năm 2027 tại <b>giá trị hợp lý</b> / (giá thị trường)			<b>5,4x / (5,1x)</b>
EV/EBITDA dự phóng năm 2028 tại <b>giá trị hợp lý</b> / (giá thị trường)			<b>4,3x / (4,1x)</b>

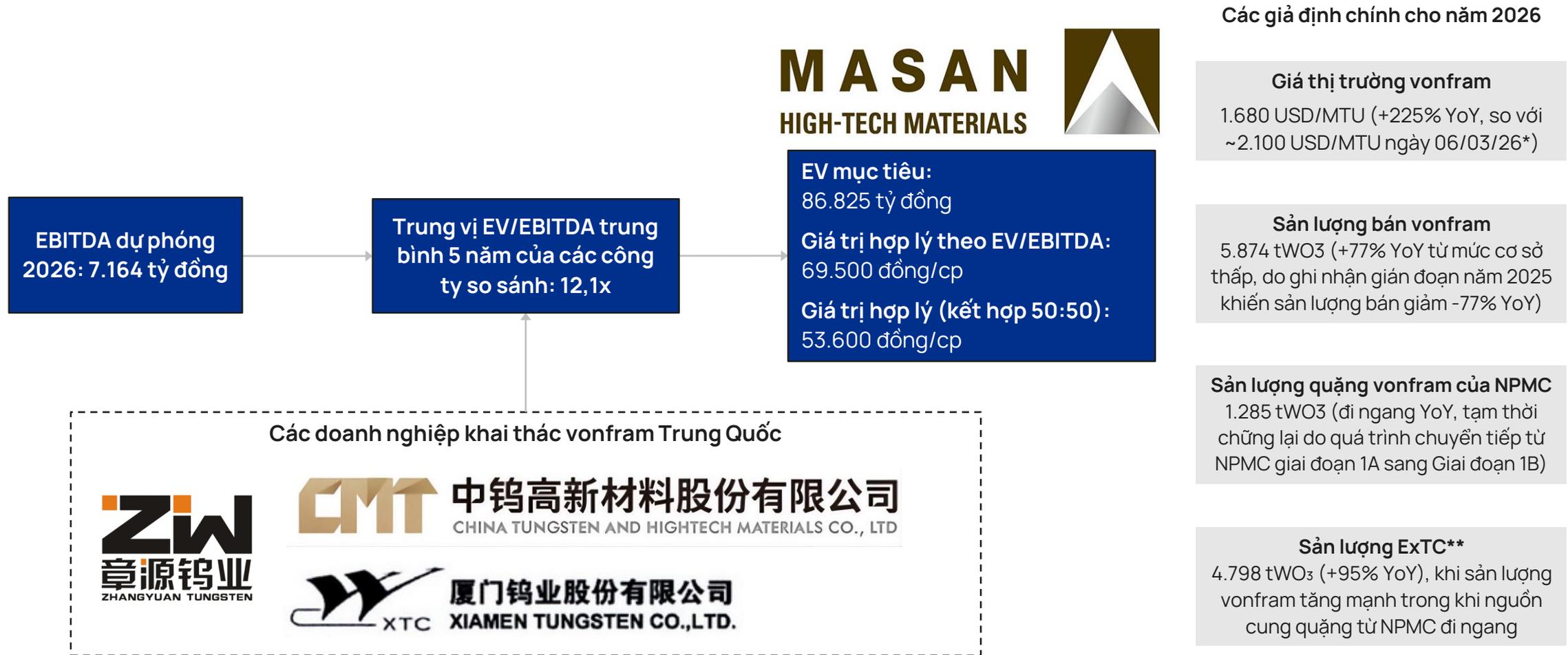
## Kịch bản cơ sở: Chiết khấu dòng tiền

WACC	13,8%	Ghi chú
Rf	6,0%	
ERP	8,0%	
Beta	1,1	Beta điều chỉnh 2 năm - Bloomberg
<b>Chi phí vốn</b>	<b>14,8%</b>	
Chi phí nợ vay trước thuế	11,3%	Trung bình lãi suất vay ngắn hạn và dài hạn bình quân
Thuế suất	18,6%	Một số công ty con chủ chốt của MSR được hưởng ưu đãi thuế TNDN
<b>Chi phí nợ vay sau thuế</b>	<b>9,2%</b>	
Nợ vay/Vốn	17%	
Vốn CSH/Vốn	83%	
<b>Tăng trưởng dài hạn</b>	<b>0%</b>	

FCFF	Tỷ đồng	Triệu USD
GTTH của giai đoạn dự phóng	51.889	1.967
GTTH của giai đoạn cuối	856	32
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>52.745</b>	<b>1.999</b>
Cộng: Tiền mặt	255	10
Trừ: Nợ vay	-11.732	-445
Trừ: Lợi ích CĐTS	0	0
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>41.268</b>	<b>1.564</b>
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	1.100	
<b>Giá trị/CP (đồng)</b>	<b>37.500</b>	

FCFF (tỷ đồng)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>5.610</b>	<b>11.269</b>	<b>14.393</b>	<b>6.494</b>	<b>9.681</b>	<b>9.357</b>	<b>10.116</b>	<b>11.039</b>	<b>11.991</b>	<b>12.968</b>	<b>7.020</b>	<b>864</b>	<b>911</b>	<b>959</b>
Trừ: Thuế	-842	-1.690	-2.159	-974	-1.936	-1.871	-2.023	-2.208	-2.398	-2.594	-1.404	-173	-182	-192
Cộng: Khấu hao	1.554	1.591	1.660	1.760	1.869	1.959	2.011	2.034	2.047	2.056	2.025	0	0	0
Trừ: Vốn XD/CB	-713	-672	-885	-1.122	-1.106	-854	-424	-363	-88	-227	-57	0	0	0
(Tăng) / giảm vốn lưu động	1.275	-326	-289	567	-64	-70	-51	-33	-31	-31	-181	1.398	68	-42
<b>Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF)</b>	<b>6.885</b>	<b>10.172</b>	<b>12.719</b>	<b>6.725</b>	<b>8.445</b>	<b>8.522</b>	<b>9.629</b>	<b>10.470</b>	<b>11.520</b>	<b>12.171</b>	<b>7.403</b>	<b>2.090</b>	<b>797</b>	<b>725</b>
Hệ số chiết khấu	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>6.049</b>	<b>7.851</b>	<b>8.624</b>	<b>4.006</b>	<b>4.420</b>	<b>3.918</b>	<b>3.890</b>	<b>3.716</b>	<b>3.592</b>	<b>3.334</b>	<b>1.781</b>	<b>442</b>	<b>148</b>	<b>118</b>

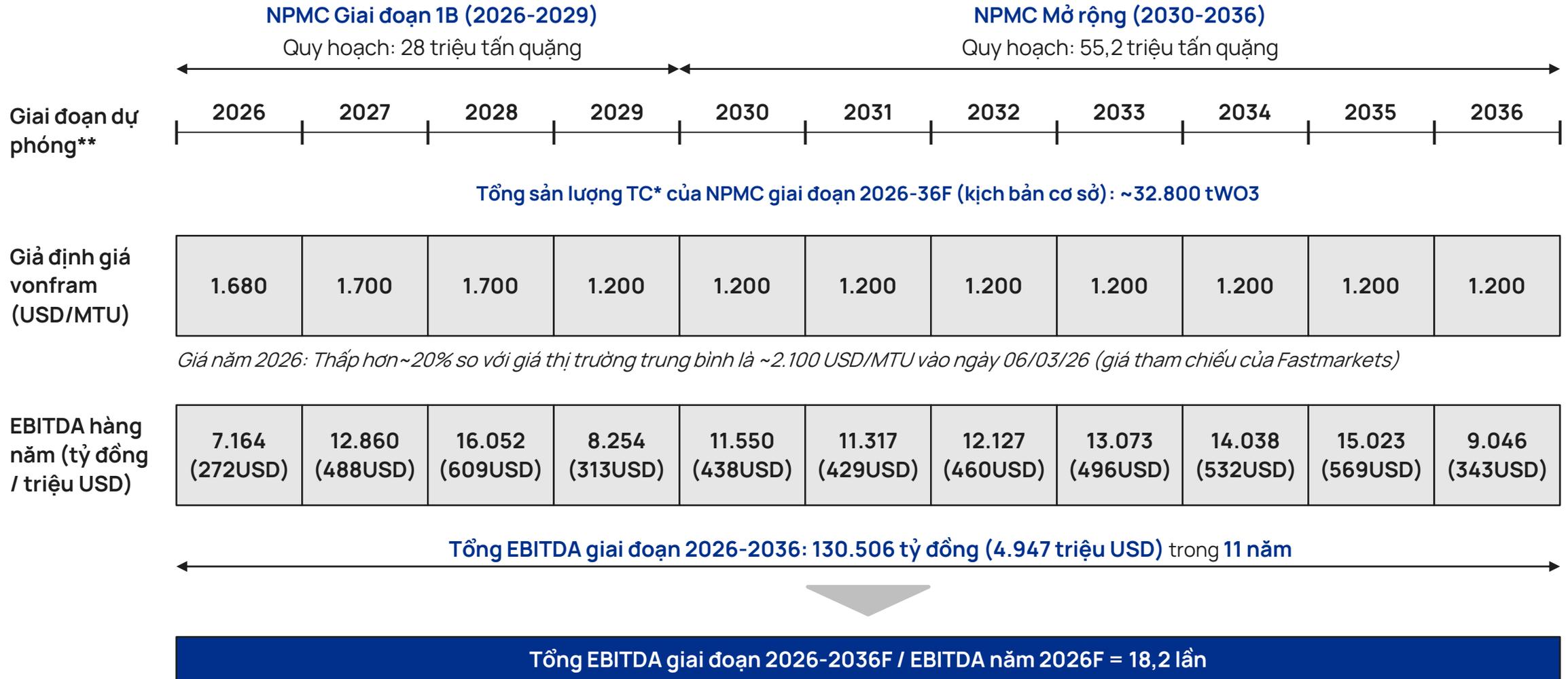
# Kịch bản cơ sở: So sánh tương đối (1)



## Kịch bản cơ sở: So sánh tương đối (2)

Mã	Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	LNST trượt 12T (triệu USD)	P/E trượt	P/B quý gần nhất	EV/EBITDA TB 5 năm	EV/EBITDA T12M
600549 CH	Xiamen Tungsten Co Ltd-A	Trung Quốc	16.821	5.659	292	54,1x	6,9x	12,1x	25,5x
000657 CH	China Tungsten & Hightech-A	Trung Quốc	22.587	2.394	219	74,9x	15,7x	11,9x	60,9x
002378 CH	Chongyi Zhangyuan Tungsten-A	Trung Quốc	7.472	655	30	232,1x	22,9x	18,6x	100,0x
<b>Trung vị</b>			<b>16.821</b>	<b>2.394</b>	<b>219</b>	<b>74,9x</b>	<b>15,7x</b>	<b>12,1x</b>	<b>60,9x</b>
<b>MSR</b>	<b>Masan High-Tech Materials</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>2.149</b>	<b>286</b>	<b>0</b>	<b>4.947,4x</b>	<b>4,6x</b>	<b>22,2x</b>	<b>35,1x</b>

## Kịch bản cơ sở: So sánh tương đối (3)



## Kịch bản cơ sở: Phân tích độ nhạy theo giá định giá vonfram

Phân tích độ nhạy đối với giá định giá vonfram trung bình năm 2026 (đồng thời cũng ảnh hưởng dự báo giá trong các năm sau, do giá được dự phóng dựa trên tăng trưởng YoY), các yếu tố khác giữ nguyên

Dự phóng giá vonfram thị trường 2026	USD/MTU	500	700	900	1.100	1.300	1.500	1.680	1.900	2.100	2.300	2.500	2.700
Doanh thu dự phóng năm 2026	Tỷ đồng	10.015	13.168	16.320	19.473	22.625	25.777	<b>28.615</b>	32.082	35.235	38.387	41.540	44.692
EBITDA dự phóng năm 2026	Tỷ đồng	1.321	2.311	3.302	4.292	5.282	6.273	<b>7.164</b>	8.253	9.243	10.234	11.224	12.214
Biên EBITDA dự phóng năm 2026	%	13,2%	17,6%	20,2%	22,0%	23,3%	24,3%	<b>25,0%</b>	25,7%	26,2%	26,7%	27,0%	27,3%
Giá trị hợp lý tương ứng - EV/EBITDA	VND / CP	5.100	16.000	27.000	37.900	48.800	59.700	<b>69.500</b>	81.500	92.400	103.300	114.300	125.200
Giá trị hợp lý tương ứng - CKDT	VND / CP	33.600	34.200	34.900	35.600	36.200	36.900	<b>37.500</b>	38.300	38.900	39.600	40.300	41.000
Giá trị hợp lý tương ứng - kết hợp 50:50	VND / CP	19.400	25.100	31.000	36.800	42.500	48.400	<b>53.600</b>	60.000	65.700	71.500	77.400	83.100
Caol/(Thấp) hơn so với kịch bản cơ sở	%	-63,8%	-53,2%	-42,2%	-31,3%	-20,7%	-9,7%	<b>0,0%</b>	11,9%	22,6%	33,4%	44,4%	55,0%
Caol/(Thấp) hơn so với giá hiện tại	%	-61,8%	-50,6%	-39,0%	-27,6%	-16,3%	-4,7%	<b>5,5%</b>	18,1%	29,3%	40,7%	52,4%	63,6%

Ghi chú: Dự phóng giá vonfram năm 2026 phù hợp với bảng trên. Giai đoạn 2027-28, chúng tôi giả định giá cao hơn 5% so với 2026 nhằm phản ánh đà tăng mạnh trong Q1/2026. Sang 2029, chúng tôi giả định giá giảm 30% YoY so với 2028 và đi ngang các năm sau, khi bối cảnh hậu chính quyền Trump có thể giúp hạ nhiệt căng thẳng địa chính trị và làm giảm nhu cầu tích trữ tungsten cho quốc phòng.

Phân tích độ nhạy đối với giá định giá vonfram từ năm 2029 trở đi (chúng tôi giả định giá vonfram từ năm 2029 trở đi duy trì không đổi), các yếu tố khác giữ nguyên

Giá thị trường vonfram năm 2029 trở đi	USD/MTU	500	600	700	800	900	1.000	1.100	1.200	1.300	1.400	1.500	1.600
Tổng doanh thu dự phóng 2029-2036	Tỷ đồng	120.049	139.937	159.825	179.712	199.600	219.487	239.375	<b>259.262</b>	279.150	299.038	318.925	338.813
Tổng EBITDA dự phóng 2029-2036	Tỷ đồng	28.335	37.777	47.219	56.661	66.103	75.545	84.987	<b>94.429</b>	103.871	113.313	122.755	132.197
Biên EBITDA trung bình 2029-2036	%	23,6%	27,0%	29,5%	31,5%	33,1%	34,4%	35,5%	<b>36,4%</b>	37,2%	37,9%	38,5%	39,0%
Giá trị hợp lý tương ứng - EV/EBITDA	VND / CP	69.500	69.500	69.500	69.500	69.500	69.500	69.500	<b>69.500</b>	69.500	69.500	69.500	69.500
Giá trị hợp lý tương ứng - CKDT	VND / CP	18.800	21.500	24.100	26.800	29.500	32.200	34.800	<b>37.500</b>	40.200	42.900	45.500	48.200
Giá trị hợp lý tương ứng - kết hợp 50:50	VND / CP	44.200	45.600	46.900	48.200	49.600	50.900	52.200	<b>53.600</b>	54.900	56.300	57.600	58.900
Caol/(Thấp) hơn so với kịch bản cơ sở	%	-17,5%	-14,9%	-12,5%	-10,1%	-7,5%	-5,0%	-2,6%	<b>0,0%</b>	2,4%	5,0%	7,5%	9,9%
Caol/(Thấp) hơn so với giá hiện tại	%	-13,0%	-10,2%	-7,7%	-5,1%	-2,4%	0,2%	2,8%	<b>5,5%</b>	8,1%	10,8%	13,4%	15,9%

Ghi chú: Trong bảng này, chúng tôi giữ nguyên dự phóng giá tungsten giai đoạn 2026-28 ở mức USD1.680-1.700/MTU (tương đương kịch bản cơ sở).

# Phân tích Kịch bản

	Kịch bản Tiêu cực	Kịch bản Cơ sở	Kịch bản Tích cực 1	Kịch bản Tích cực 2	
Giá trị VCSH - CKDT (tỷ đồng)	26.511	41.268	58.713 (Tốt hơn kịch bản cơ sở)	41.268 (Giống kịch bản cơ sở)	
Giá trị VCSH - EV/EBITDA các công ty cùng ngành (tỷ đồng)	50.014	76.456	93.393	122.520	
EBITDA dự phóng 2026 (Tỷ đồng)	4.982	7.164	8.561 (Tốt hơn kịch bản cơ sở)	7.164 (Giống kịch bản cơ sở)	
EV/EBITDA các công ty cùng ngành	12,1x (Giống kịch bản cơ sở)	12,1x	12,1x (Giống kịch bản cơ sở)	18,6x (Tốt hơn kịch bản cơ sở)	
Giá trị VCSH kết hợp - 50:50 (Tỷ đồng)	38.262	58.862	76.053	81.894	
Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	34.900	53.600	69,200	74.500	
Tiềm năng tăng/(giảm) so với giá hiện tại 50.800 đồng/CP	-31,3%	+5,5%	+36,2%	+46,7%	
Các giá định chính	Tổng sản lượng bán vonfram giai đoạn 2026-36 (tWO3)	~83.960	~83.960	~83.960	~83.960
	Tổng sản lượng TC* của NPMC giai đoạn 2026-36 (tWO3)	~29.500 (Thấp hơn 10% so với Kịch bản cơ sở)	~32.800	~41.200 (Theo kế hoạch sản xuất của MSR)	~32.800 (Giống kịch bản cơ sở)
	Tổng sản lượng ExTC** giai đoạn 2026-36 (tWO3)	~57.900	~54.600	~46.200	~54.600
	Giá vonfram giai đoạn 2026-28 (USD/MTU) (Mức chiết khấu so với giá hiện tại)	1.340 đến 1.400 (Thấp hơn ~33%-36%)	1.680 đến 1.700 (Thấp hơn ~19%-20%)	2,000 đến 2,020 (Thấp hơn ~4%-5%)	1.680 đến 1.700 (Giống kịch bản cơ sở)
	Giá vonfram từ năm 2029 trở đi (USD/MTU) (Mức chiết khấu so với giá hiện tại)	1.000 (Thấp hơn ~52%)	1.200 (Thấp hơn ~43%)	1.400 (Thấp hơn ~33%)	1.200 (Giống kịch bản cơ sở)

# Kịch bản Tích cực 2: Mở rộng danh sách các doanh nghiệp để so sánh bội số (1)

Các doanh nghiệp khai thác vonfram Trung Quốc



Kịch bản Tích cực 2 giữ nguyên các giả định về mặt vận hành như kịch bản cơ sở, nhưng áp dụng bội số EV/EBITDA cao hơn

Các giả định chính cho năm 2026 (giống kịch bản cơ sở)

Giá thị trường vonfram

1.680 USD/MTU (+225% YoY, so với ~2.100 USD/MTU ngày 06/03/26\*)

Sản lượng bán vonfram

5.874 tWO<sub>3</sub> (+77% YoY từ mức cơ sở thấp, do ghi nhận gián đoạn năm 2025 khiến sản lượng bán giảm -77% YoY)

Sản lượng quặng vonfram của NPMC

1.285 tWO<sub>3</sub> (đi ngang YoY, tạm thời chững lại do quá trình chuyển tiếp từ NPMC giai đoạn 1A sang Giai đoạn 1B)

Sản lượng ExTC\*\*

4.798 tWO<sub>3</sub> (+95% YoY), khi sản lượng vonfram tăng mạnh trong khi nguồn cung quặng từ NPMC đi ngang



EV mục tiêu:  
132.889 tỷ đồng  
Giá trị hợp lý theo EV/EBITDA:  
111.400 đồng/cp  
Giá trị hợp lý (kết hợp 50:50):  
74.500 đồng/cp

EBITDA dự phóng 2026: 7.164 tỷ đồng

EV/EBITDA trung vị của các công ty so sánh : 18,6x



Các doanh nghiệp khai thác vonfram ngoài Trung Quốc\*\*

## Kịch bản Tích cực 2: Mở rộng danh sách các doanh nghiệp để so sánh bội số (2)

Đối với các doanh nghiệp khai thác tungsten ngoài Trung Quốc, chúng tôi áp dụng bội số EV/EBITDA dự phóng 2026 theo đồng thuận Bloomberg, do dữ liệu bội số EV/EBITDA lịch sử không tồn tại vì EBITDA ghi nhận lỗ trong 5 năm qua. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp này, tương tự MSR, đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới nhờ giá tungsten tăng mạnh, qua đó có thể ghi nhận lãi từ 2026 trở đi.

Mã	Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	LNST trượt 12T (triệu USD)	P/E trượt	P/B quý gần nhất	EV/EBITDA TB 5 năm	EV/EBITDA trượt 12T
<b>Các doanh nghiệp khai thác vonfram Trung Quốc</b>									
600549 CH	Xiamen Tungsten	Trung Quốc	16.821	5.659	292	54,1x	6,9x	12,1x	25,5x
000657 CH	China Tungsten & Hightech	Trung Quốc	22.587	2.394	219	74,9x	15,7x	11,9x	60,9x
002378 CH	Chongyi Zhangyuan Tungsten	Trung Quốc	7.472	655	30	232,1x	22,9x	18,6x	100,0x
<b>Các doanh nghiệp khai thác vonfram ngoài Trung Quốc</b>									
ALM US	Almonty Industries	Canada	5.123	22	(47)	N/A	N/A	38,0x	N/A
EQR AU	Eq Resources	Úc	1.218	43	(25)	N/A	14,2x	23,6x	N/A
<b>Trung vị - Trung Quốc</b>			<b>16.821</b>	<b>2.394</b>	<b>219</b>	<b>74,9x</b>	<b>15,7x</b>	<b>12,1x</b>	<b>60,9x</b>
<b>Trung vị - ngoài Trung Quốc</b>			<b>3.171</b>	<b>32</b>	<b>(36)</b>	<b>N/A</b>	<b>14,2x</b>	<b>30,8x</b>	<b>N/A</b>
<b>Trung vị - Tất cả</b>			<b>7.472</b>	<b>655</b>	<b>30</b>	<b>74,9x</b>	<b>15,0x</b>	<b>18,6x</b>	<b>60,9x</b>
<b>MSR</b>	<b>Masan High-Tech Materials</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>2.149</b>	<b>286</b>	<b>0</b>	<b>4.947,4x</b>	<b>4,6x</b>	<b>22,2x</b>	<b>35,1x</b>

# Khuyến cáo

---

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.