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

Company Report: CTCP Tập đoàn Ma San (MSN)

Nguyễn Ngọc Hiệp
Mail: hiepnn@gtht.com
06/11/2026

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3/2026

NỘI DUNG CHÍNH

Trong 9T2026, Tập đoàn Masan (MSN) ghi nhận kết quả kinh doanh bứt phá với doanh thu thuần đạt 89,118 tỷ đồng (+52.7% YoY), EBITDA đạt 19,451 tỷ đồng (+59.4%) và NPAT Pre-MI đạt 10,325 tỷ đồng (+131.1%), vượt kế hoạch cơ sở cả năm. Đáng chú ý, tỷ lệ nợ vay ròng/EBITDA giảm từ 2.7x cuối năm 2025 xuống 2.0x tại cuối Q3/2026, cho thấy sự cải thiện đáng kể về sức khỏe tài chính.

Ở các mảng kinh doanh, WinCommerce duy trì tăng trưởng mạnh với doanh thu 9T tăng 25.7% và EBITDA tăng 40.9%, nhờ mở rộng mạng lưới và cải thiện hiệu quả vận hành. Masan Consumer phục hồi tích cực với doanh thu Q3 tăng 16.3%, trong khi Masan MEATLife ghi nhận lợi nhuận 9T vượt kế hoạch cao nhất năm nhờ tăng trưởng thịt chế biến. Đặc biệt, Masan High-Tech Materials bứt phá lợi nhuận nhờ giá vonfram tăng mạnh, sản lượng cải thiện và tối ưu chi phí.

KHUYẾN NGHỊ

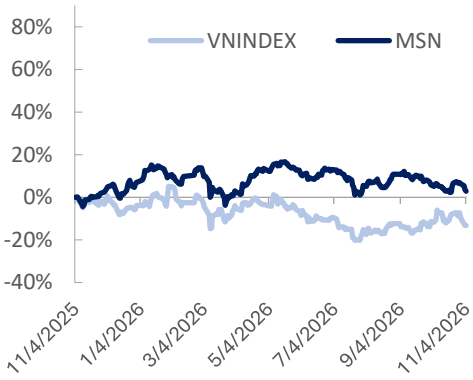
Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng MSN trong năm 2026–2027. WinCommerce được kỳ vọng tiếp tục mở rộng hiệu quả, Masan Consumer duy trì đà phục hồi nhờ cao cấp hóa sản phẩm, trong khi Masan MEATLife hưởng lợi từ tăng trưởng thịt chế biến. Masan High-Tech Materials có triển vọng thuận lợi nhờ giá vonfram neo cao và chiến lược chế biến sâu, mở rộng quy mô toàn cầu. Tuy nhiên, biến động giá hàng hóa, chi phí nguyên liệu và giá heo hơi vẫn là những rủi ro cần theo dõi.

Trên cơ sở kết quả kinh doanh vượt kỳ vọng trong 9T2026, chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu thuần năm 2026 của MSN lên 134,822 tỷ đồng.

Chúng tôi khuyến nghị "**Tích lũy**" cổ phiếu MSN với mức giá mục tiêu **75,600 VND/cp,** tương ứng mức tỷ suất sinh lời **5.64%** so với giá đóng của ngày 05/11/2026.

Khuyến nghị:	**Tích lũy**
6-18m TP:	**75,600** *(+5.64%)*
Giá cp hiện tại:	71,600

Diễn biến lợi suất cổ phiếu 1Y



Thay đổi giá cp	1 M	3 M	1Y
Thay đổi giá %	1.4%	8.7%	-8.2%
SS với VN index	0.3%	6.9%	-2.7%
Giá tb (VND)	72,443	69,965	74,029

Nguồn: Bloomberg, Guotai Haitong (VN)

SL cp lưu hành (triệu)	1,460.37	Cổ đông lớn (%)	Masan Corp. 29.35%
Vốn hóa TT. (VND b)	105,585.08	Free float (%)	60%
KL giao dịch trung bình 3 tháng ('000)	4,690.63	EPS TTM (VND)	6,516
Giá cao/thấp nhất 52w (VND)	84100/ 63900	NPM 2025 (%)	8.29%

Nguồn: the Company, Guotai Haitong (VN).

Cập nhật kết quả kinh doanh 3Q2026 & 9M2026

Tỷ đồng	3Q2026	3Q2025	Tăng	9M2026	9M2025	Tăng/giảm (%)
Doanh thu thuần	**36,981**	**21,164**	**74.7%**	**89,118**	**58,376**	***52.7%***
MCH	8,743	7,517	16.3%	24,380	21,281	*14.6%*
WCM	12,775	10,544	21.2%	35,767	28,459	*25.7%*
MML	2,646	2,384	11.0%	7,808	6,794	*14.9%*
PLH	589	516	14.2%	1,708	1,373	*24.3%*
MSR	14,557	2,041	613.2%	25,687	5,048	*408.9%*
EBITDA	**7,461**	**4,453**	**67.5%**	**19,451**	**12,205**	**59.4%**
MCH	2,280	2,021	12.8%	6,222	5,545	12.2%
WCM	678	506	34.1%	1,665	1,182	40.9%
MML	209	260	-19.4%	848	660	28.5%
PLH	107	94	14,7%	335	255	31.7%
MSR	3,074	489	529.0%	6,616	1,465	351.6%
LNST	**4,552**	**1,866**	**144.0%**	**10,325**	**4,468**	***131.1%***
NPATMI	**3,671**	**1,209**	**203.7%**	**8,042**	**2,634**	***205.3%***

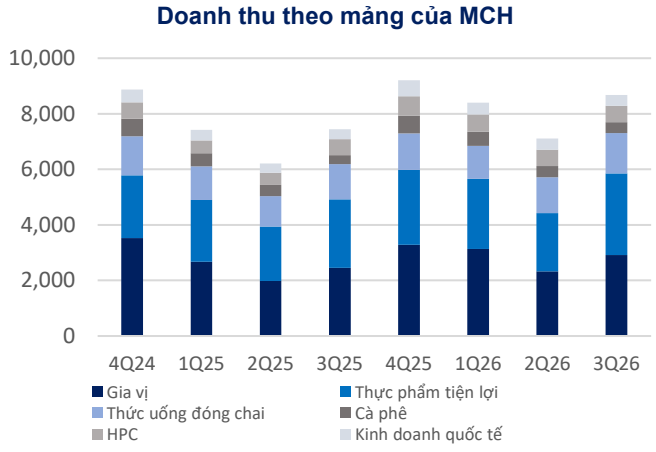
Nguồn: MSN, GTHTSVN tổng hợp

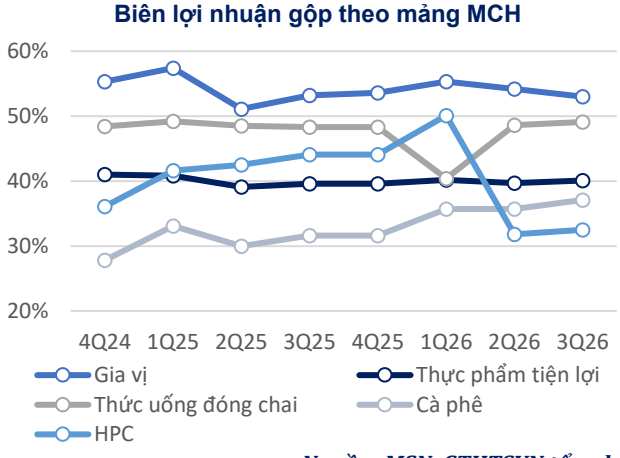
Bức tranh tài chính quý 3 và lũy kế 9 tháng đầu năm 2026 của Tập đoàn Masan (MSN) tiếp tục cho thấy sự cải thiện tích cực trong cả quy mô doanh thu lẫn tốc độ chuyển hóa lợi nhuận. Theo công bố kết quả kinh doanh, trong quý 3/2026, doanh thu thuần hợp nhất đạt 36,981 tỷ đồng (+74.7% YoY), kéo theo EBITDA bứt phá lên 7,461 tỷ đồng (+67.5% YoY). Nhờ đòn bẩy hoạt động phát huy hiệu quả tối đa kết hợp cùng sự hạ nhiệt của chi phí tài chính, lợi nhuận sau thuế trước cổ đông thiểu số trong quý 3 đã tăng gấp 2.4 lần, đạt 4,552 tỷ đồng.

Tính chung lũy kế 9 tháng đầu năm 2026, doanh thu thuần của tập đoàn đạt 89,118 tỷ đồng (+52,7% YoY), trong khi NPAT Pre-MI chạm ngưỡng 10,325 tỷ đồng –vượt mức kế hoạch cơ sở cả năm mà MSN đề ra và cao gấp khoảng 3.1 lần so với cùng kỳ. Tỷ lệ Nợ vay ròng/EBITDA 12 tháng gần nhất giảm xuống 2.0x tại cuối Q3/2026 (so với 2.7x cuối năm 2025) cho thấy sự cải thiện trong sức khỏe tài chính của tập đoàn.

1.1. Masan Consumer (MCH) _ Tăng trưởng hai chữ số và động lực vươn ra biển lớn

Masan Consumer (MCH) tiếp tục đóng vai trò là "mỏ neo" vững chắc cho toàn tập đoàn. Doanh thu quý 3 tăng 16.3% so với cùng kỳ, ghi nhận tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong vòng ba năm qua. Động lực tăng trưởng cốt lõi đến từ chiến lược cao cấp hóa sản phẩm hiệu quả, trong đó ngành hàng Thực phẩm Tiện lợi dẫn dắt với doanh thu tăng 19.3% (riêng danh mục sản phẩm cao cấp tăng trưởng gần 30%), giúp thị phần giá trị của ngành hàng này tăng khoảng 2 điểm phần trăm từ đầu năm. Các thương hiệu chủ lực tiếp tục duy trì đà tăng trưởng hai chữ số vững chắc, ngành hàng gia vị bắt đầu tăng trưởng trở lại sau giai đoạn chững lại với CHIN-SU tăng trưởng khả quan và Nam Ngư ghi nhận sản lượng tiêu thụ tăng trưởng hai chữ số cao, giúp thị phần phục hồi mạnh mẽ về mức 66–67%.

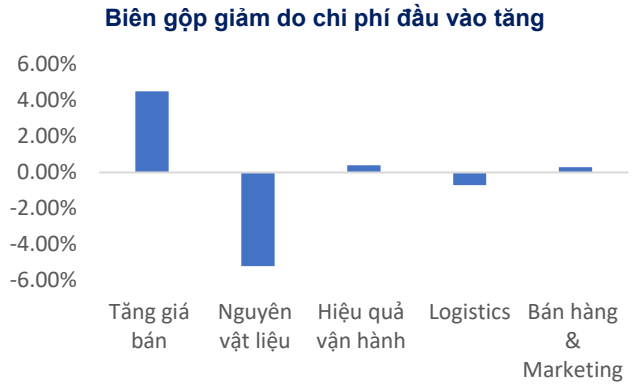


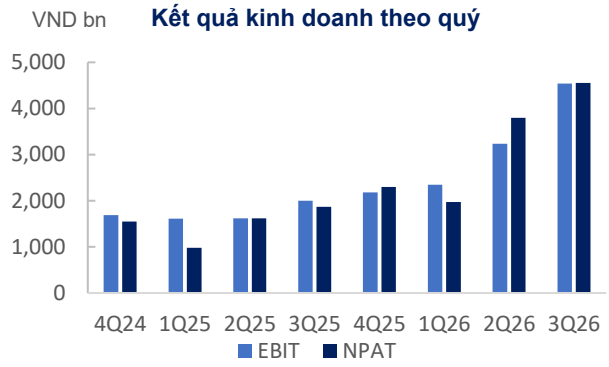


Nguồn: MSN, GTHTSVN tổng hợp

Nov 06, 2026
MSN
Company Report

Bên cạnh đó, ngành hàng Đồ uống đóng chai ghi nhận mức tăng trưởng tích cực 14% trong quý 3, trong khi mảng Chăm sóc Cá nhân & Gia đình (HPC) giảm biên lợi nhuận chủ yếu do chi phí nguyên liệu đầu vào liên quan đến hóa dầu tăng. Trong Q3/2026, MCH chủ động giảm chiết khấu và ưu tiên bảo vệ biên lợi nhuận đối với Chanté thay vì tiếp tục đẩy thị phần. Điều này khiến doanh thu Chanté gần như đi ngang so với cùng kỳ, dù sản lượng tại kênh bán lẻ truyền thống vẫn tăng; tính chung 9 tháng 2026, HPC vẫn tăng trưởng 21.1% so với cùng kỳ.





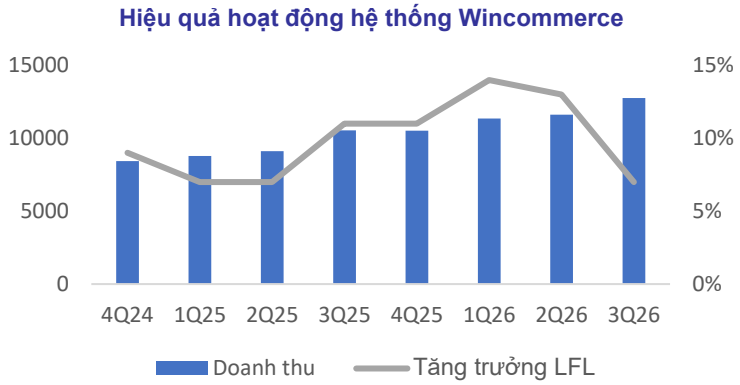
Nguồn: MSN, GTHTSVN tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp của MCH giảm ròng 0.7 điểm phần trăm trong Q3/2026, do tác động tiêu cực từ chi phí nguyên vật liệu và logistics lấn át đóng góp tích cực từ tăng giá bán, hiệu quả vận hành và bán hàng & marketing. Tuy vậy, EBIT quý 3 tăng 13.2% và lợi nhuận sau thuế trước lợi ích cổ đông thiểu số tăng 14.1% so với cùng kỳ. Dù chịu áp lực chi phí logistics nhích nhẹ lên 3.3% tổng doanh thu trong quý 3 (dù đã giảm khoảng 40 điểm cơ bản so với quý 2), MCH đã chủ động thực hiện việc điều chỉnh tăng giá bán có chọn lọc đối với một số sản phẩm vào đầu quý 4. Quyết định này nhằm bù đắp áp lực từ giá nguyên liệu đầu vào neo cao.

Ngày 06/10/2026, Masan Consumer (MCH) chính thức công bố kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ lên tới 80% lợi nhuận sau thuế (tương ứng 5,000 VND/cp). Trước đó, trong tháng 8/2026, MCH đã tạm ứng cổ tức đợt 1 ở mức 2,000 đồng/cổ phiếu, tương ứng tổng số tiền chi trả khoảng 2,600 tỷ đồng.

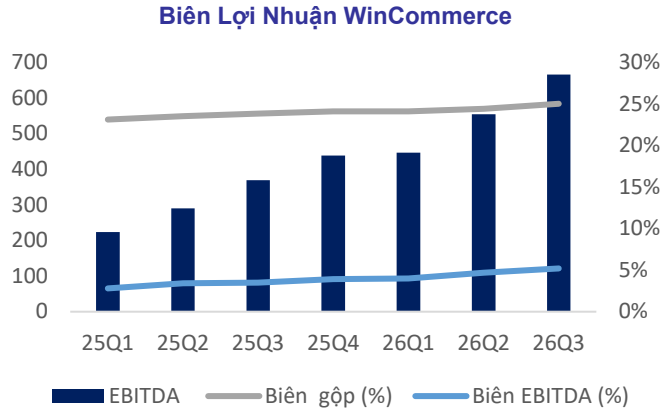
1.2. Wincommerce (WCM)

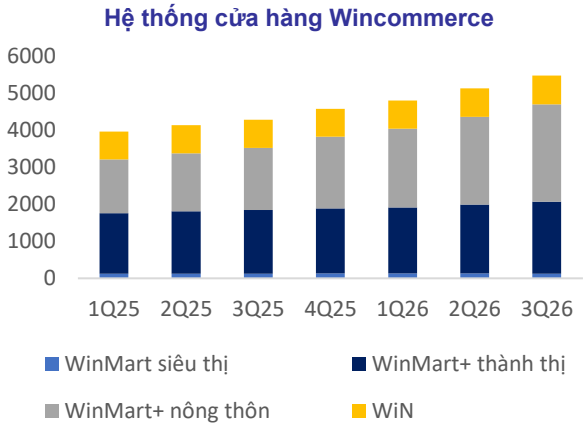
WinCommerce ghi nhận kết quả kinh doanh bứt phá cả về quy mô lẫn hiệu quả sinh lời trong quý 3 và 9 tháng đầu năm 2026. Lũy kế 9 tháng, doanh thu thuần WCM đạt 35,767 tỷ đồng, tăng 25.7% so với cùng kỳ. Riêng quý 3/2026, doanh thu đạt 12,775 tỷ đồng, tăng 21.2% và tiếp tục là mảng đóng góp doanh thu lớn nhất cho tập đoàn.



Nguồn: MSN, GTHTSVN tổng hợp

Điểm nổi bật nhất trong kỳ nằm ở sự cải thiện biên lợi nhuận nhờ phát huy tối đa đòn bẩy hoạt động. EBITDA 9 tháng đạt 1,665 tỷ đồng, tăng 40.9% so với cùng kỳ, mở rộng biên EBITDA lên mức 4.7%. Lợi nhuận ròng (NPAT Pre-MI) quý 3 bứt phá ấn tượng 85.6% YoY, đạt 325 tỷ đồng. Việc tốc độ tăng trưởng EBITDA và lợi nhuận ròng vượt xa tốc độ tăng trưởng doanh thu chứng minh WCM đã hoàn tất giai đoạn đầu tư tái cấu trúc để chuyển sang chu kỳ gặt hái lợi nhuận thực chất, nhờ chi phí vận hành được tối ưu hóa, chuẩn hóa chuỗi cung ứng và điểm hòa vốn tại các cửa hàng mới ngày càng hạ thấp.



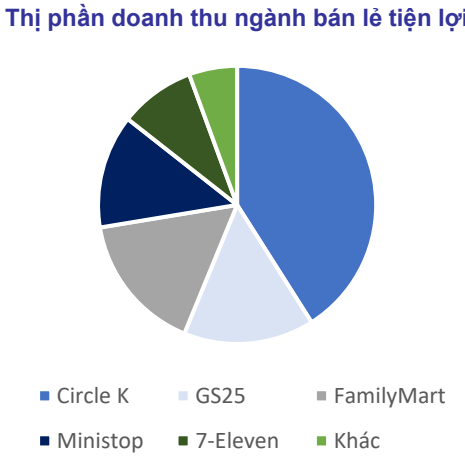


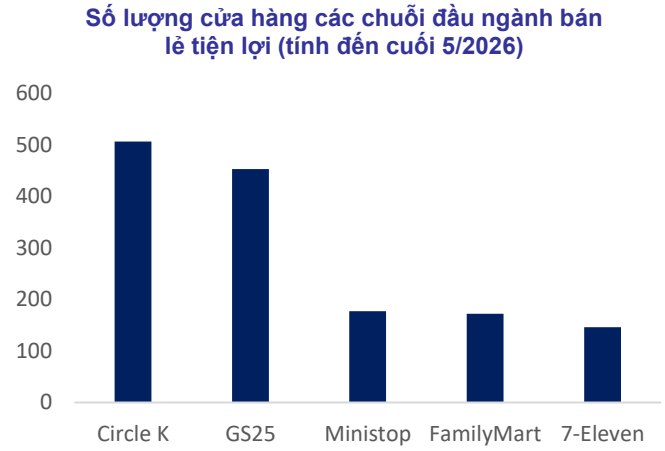
Nguồn: MSN, GTHTSVN tổng hợp

Sức bứt phá này được củng cố vững chắc bởi động lực tăng trưởng doanh thu trên cùng cửa hàng (LFL) duy trì mức tích cực 12–14%, kết hợp cùng chiến lược mở rộng mạng lưới. Tính đến cuối quý 3, tổng số lượng điểm bán của WCM đã đạt 5,486 cửa hàng trên toàn quốc. Trong đó, mô hình WinMart+ Nông thôn trở thành "vũ khí chiến lược" chiếm lĩnh thị phần bán lẻ hiện đại khi ghi nhận hơn 90% cửa hàng mới đạt EBITDA dương ngay trong năm đầu tiên vận hành. Chi phí đầu tư và vận hành thấp tại khu vực nông thôn giúp WCM mở rộng quy mô nhanh chóng mà không gây rủi ro pha loãng biên lợi nhuận toàn chuỗi.

Masan mở rộng sang phân khúc cửa hàng tiện lợi với WiN ON

Theo Euromonitor, doanh thu phân khúc Convenience Retailers tại Việt Nam đạt 11,100 tỷ đồng năm 2025, tăng 5% YoY. Thị trường có mức độ tập trung cao khi Circle K và GS25 lần lượt chiếm 43% và 15% thị phần doanh thu. Theo thống kê của NielsenIQ, năm 2025, năm chuỗi quốc tế lớn gồm Circle K, GS25, Ministop, FamilyMart và 7-Eleven sở hữu tổng cộng khoảng 1,455 cửa hàng, trong đó Circle K và GS25 chiếm khoảng 66% mạng lưới. Bên cạnh cạnh tranh về độ phủ, các chuỗi tập trung phát triển thực phẩm chế biến sẵn, đồ uống và mô hình hoạt động 24/7.

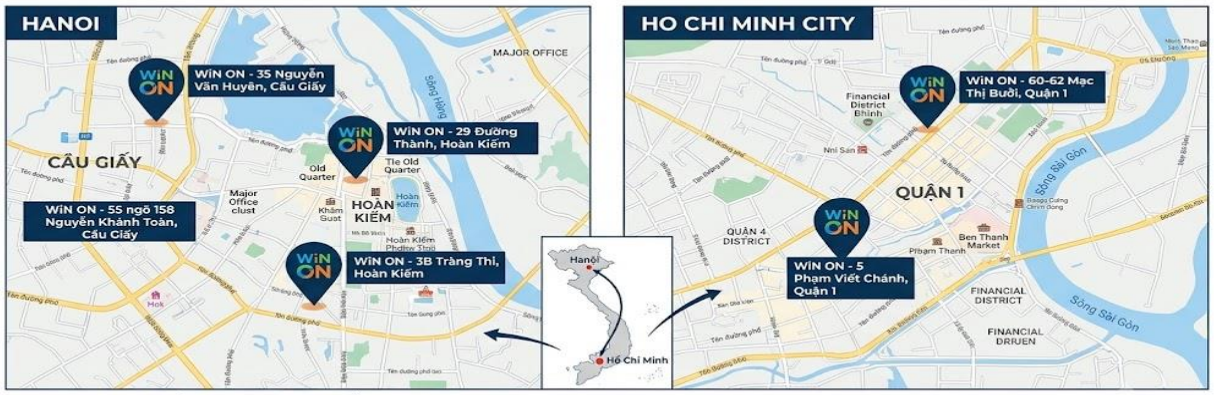




Nguồn: NielsenIQ, Modern Trade Chains Evolution, Euromonitor, GTHTSVN tổng hợp

Trong bối cảnh đó, WinCommerce gia nhập phân khúc CVS thông qua việc thí điểm mô hình WiN ON với 6 cửa hàng đầu tiên tại Hà Nội và TP.HCM từ ngày 22/10/2026, hoạt động theo mô hình 24/7. Khác với WinMart+ vốn tập trung vào nhu cầu mua sắm thực phẩm và hàng tiêu dùng thiết yếu của hộ gia đình, WiN ON hướng đến nhu cầu mua sắm nhanh và tiêu dùng tức thời tại các khu vực đô thị.

TỔNG QUAN VỊ TRÍ 6 CỬA HÀNG THÍ ĐIỂM WiN ON



DANH SÁCH 6 CỬA HÀNG THÍ ĐIỂM WiN ON

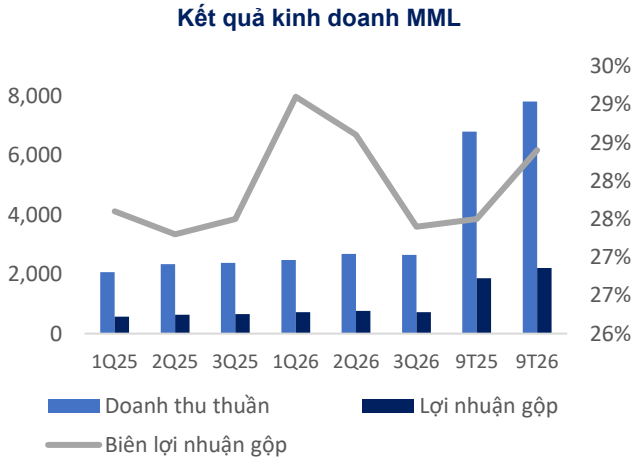
1. WiN ON - 29 Đường Thành, Hoàn Kiếm
2. WiN ON - 3B Tràng Thi, Hoàn Kiếm
3. WiN ON - 35 Nguyễn Văn Huyên, Cầu Giấy
4. WiN ON - 60-62 Mạc Thị Bưởi, Quận 1
5. WiN ON - 55 ngõ 158 Nguyễn Khánh Toàn, Cầu Giấy
6. WiN ON - 5 Phạm Viết Chánh, Quận 1

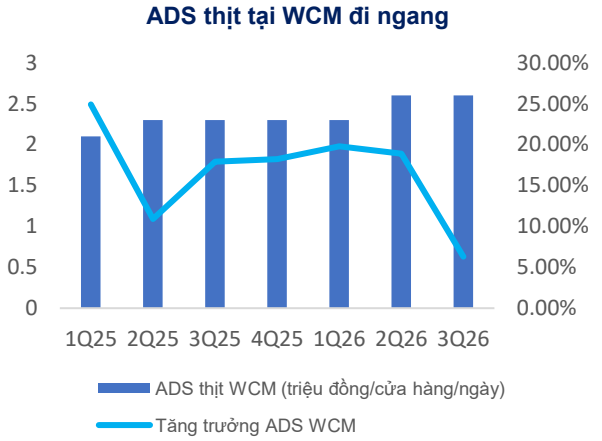
Nguồn: MSN, GTHTSVN tổng hợp

Nhờ khả năng tận dụng hệ sinh thái tiêu dùng – bán lẻ của Masan, bao gồm mạng lưới phân phối của WinCommerce, danh mục FMCG của Masan Consumer và nguồn cung thực phẩm từ Masan MEATLife, WiN ON có tiềm năng khai thác lợi thế cộng hưởng trong hoạt động cung ứng và kinh doanh. Trong tháng 10/2026, WCM đã đưa vào vận hành thử nghiệm 6 cửa hàng WiN ON tại Hà Nội và TP.HCM, đánh dấu bước đi mới vào phân khúc cửa hàng tiện lợi (CVS). Mô hình hướng đến nhu cầu mua sắm nhanh và tiêu dùng tức thời tại khu vực đô thị, kết hợp hàng tiêu dùng thiết yếu với thực phẩm chế biến sẵn (RTE) và đồ uống.

1.3. Masan MEATLife (MML)

Masan MEATLife (MML) ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong 9T2026, với doanh thu thuần đạt 7,808 tỷ đồng (+14.9% YoY) và lợi nhuận sau thuế trước lợi ích cổ đông thiểu số (NPAT Pre-MI) đạt 436 tỷ đồng, vượt 45.3% so với mức mục tiêu cao nhất 300 tỷ đồng trong kế hoạch năm. Đáng chú ý, lợi nhuận gộp đạt 2,214 tỷ đồng (+18.7% YoY), tăng nhanh hơn doanh thu, cho thấy biên lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện. Riêng Q3/2026, doanh thu thuần đạt 2,646 tỷ đồng (+11.0% YoY), lợi nhuận gộp đạt 726 tỷ đồng (+10.6% YoY) và NPAT Pre-MI đạt 98 tỷ đồng.





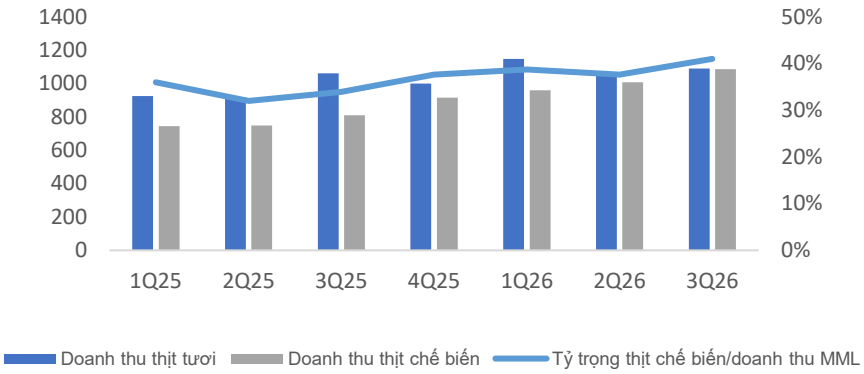
Nguồn: MSN, MML, GTHTSVN tổng hợp

Thịt chế biến tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, nhờ chiến lược mở rộng danh mục sản phẩm có thương hiệu và giá trị gia tăng cao. Trong Q3/2026, doanh thu thịt chế biến tăng 34.1% YoY, đạt 1,086 tỷ đồng, tương đương khoảng 41% doanh thu hợp nhất; trong khi doanh thu thịt tươi tăng khiêm tốn hơn, ở mức 2.6% YoY, đạt 1,090 tỷ đồng. Đáng chú ý, các sản phẩm mới và cải tiến đóng góp khoảng 50% mức tăng trưởng của mảng thịt chế biến, phản ánh hiệu quả đổi mới sản phẩm và khả năng đáp ứng nhu cầu ngày càng cao đối với thực phẩm tiện lợi. Đặc biệt, biên lợi nhuận gộp của thịt chế biến hiện cao khoảng gấp hai lần thịt tươi, qua đó tạo dư địa cải thiện cơ cấu lợi nhuận của MML khi tỷ trọng nhóm hàng này gia tăng.

Ở mảng thịt tươi, bên cạnh mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn trên nền so sánh cao, cơ cấu sản

phẩm đang chuyển dịch theo hướng giá trị gia tăng. Tỷ trọng thịt tẩm ướp trong cơ cấu doanh thu thịt tươi tăng từ 3% trong Q3/2025 lên 8% trong Q3/2026. Tại kênh WinCommerce (WCM), ADS thịt đạt 2.6 triệu đồng/cửa hàng/ngày trong Q3/2026, tăng 6.3% YoY nhưng đi ngang so với quý trước. Diễn biến này cho thấy doanh thu thịt bình quân trên mỗi cửa hàng vẫn tăng so với cùng kỳ, song động lực tăng trưởng gần đây có dấu hiệu chững lại.

Sự Tăng Tốc Của Mảng Thịt Chế Biến



Nguồn: MSN, MML, GTHTSVN tổng hợp

Ở khâu thượng nguồn, MML tiếp tục tối ưu hóa chuỗi cung ứng thông qua việc ưu tiên nguồn heo từ trang trại nội bộ cho hoạt động chế biến và phân phối. Trong Q3/2026, doanh thu trang trại bán ra bên ngoài giảm 5.0% YoY xuống 481 tỷ đồng, trong khi doanh thu nội bộ tăng 28.2% lên 444 tỷ đồng. Việc chuyển dịch nguồn cung từ bán ngoài sang phục vụ chuỗi sản xuất nội bộ giúp MML chủ động nguồn nguyên liệu, ổn định đầu vào và hỗ trợ kiểm soát giá vốn. Đây cũng là nguyên nhân khiến tăng trưởng doanh thu hợp nhất (+11.0%) thấp hơn tăng trưởng doanh thu thịt có thương hiệu (+16.0%) trong quý.

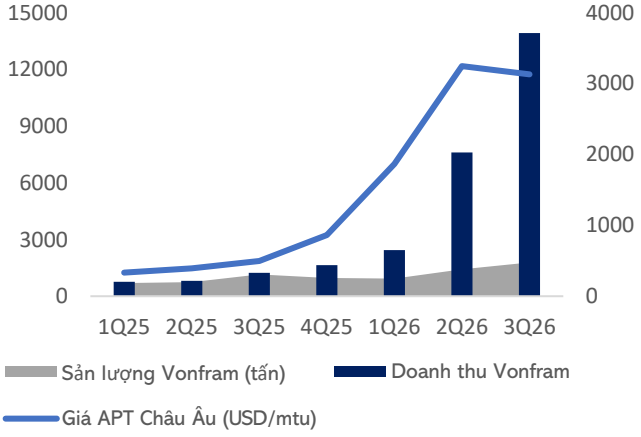
1.4. Masan High-tech Materials (MSR) - Bứt phá xuất phát từ "cú hích kép"

Bước Ngoặt Tài Chính Q3/2026 & Động Lực Tăng Trưởng Bứt Phá

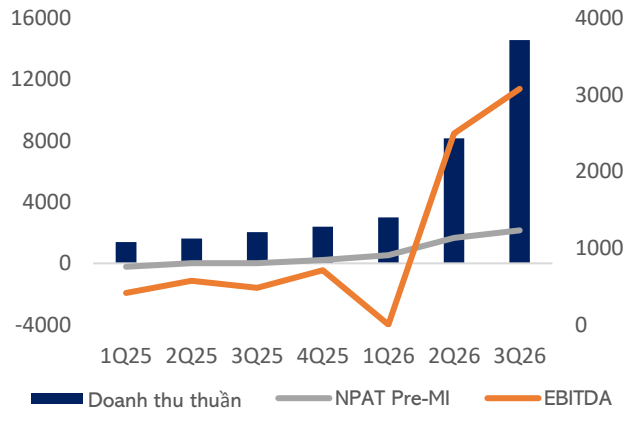
Masan High-Tech Materials (MSR) ghi nhận kết quả kinh doanh quý 3/2026 ngoạn mục với doanh thu đạt 14,557 tỷ đồng (gấp 7.1 lần cùng kỳ), đẩy lợi nhuận sau thuế trước lợi ích cổ đông thiểu số (NPAT Pre-MI) vọt từ mức 5 tỷ đồng tại Q3/2025 lên 2,148 tỷ đồng. Lũy kế 9 tháng đầu năm, MSR đạt 4,350 tỷ đồng LNST, đảo chiều hoàn toàn so với khoản lỗ 211 tỷ đồng cùng kỳ năm trước.

Sự bứt phá kỷ lục này xuất phát từ "cú hích kép": tối ưu hóa vận hành khi sản lượng vonfram trong sản phẩm đầu ra Q3 tăng 55% YoY (đạt 1,786 tấn, trong đó lượng tinh quặng thu mua từ bên ngoài tăng 78%), kết hợp việc tiết giảm 35% chi phí bán hàng và quản lý (SG&A), trong đó chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 45,76%. Theo giải trình của doanh nghiệp, MSR tiết kiệm 43 tỷ đồng chi phí bán hàng và quản lý trong quý nhờ chủ trương tiết giảm và kiểm soát chặt chẽ chi phí. Bên cạnh đó, yếu tố vĩ mô thuận lợi do nguồn cung toàn cầu thắt chặt bởi chính sách hạn chế xuất khẩu đã đẩy giá Ammonium Paratungstate (APT) trung bình Q3 lên mức 3,129 USD/mtu (gấp gần 6 lần cùng kỳ), phản ánh sự khan hiếm nguồn vonfram trung gian ngoài Trung Quốc.

Giá APT neo cao kéo doanh thu



Kết quả kinh doanh tăng trưởng phi mã



Nguồn: MSN, MSR, GTHTSVN tổng hợp

Nov 06, 2026
MSN
Company Report

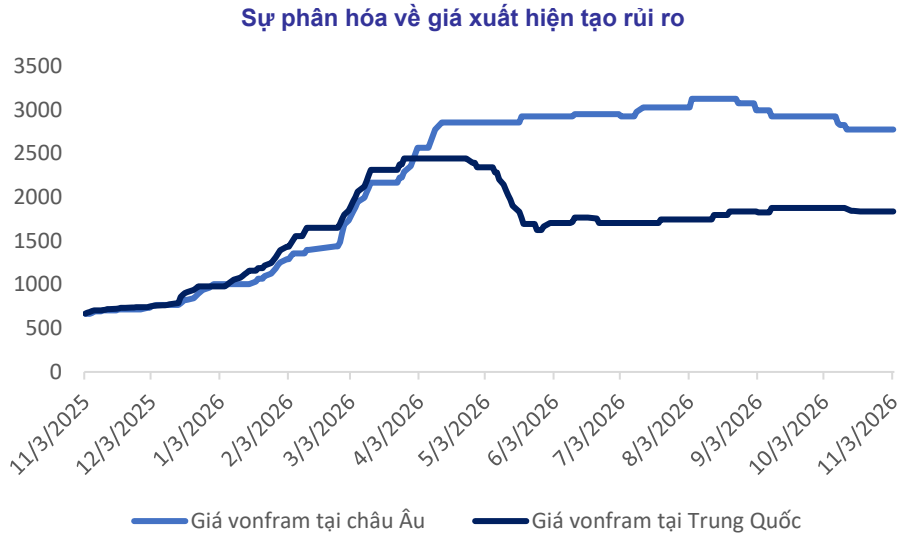
Chiến Lược Mô Hình Chế Biến Sâu & Mở Rộng Quy Mô Toàn Cầu

MSR đang dịch chuyển mạnh mẽ từ việc phụ thuộc vào khai thác mỏ Núi Pháo sang mô hình chế biến sâu quy mô toàn cầu. Về mục tiêu công suất, doanh nghiệp đặt mục tiêu nâng sản lượng tiêu thụ lên 8,000 tấn trong năm 2027 (tăng khoảng 33%) và hướng tới quy mô từ 10,000 đến 12,000 tấn/năm. Với hệ thống tinh luyện hiện hữu khoảng 8,000 tấn cùng kế hoạch mở rộng công suất với chi phí đầu tư thấp chỉ từ 15 đến 20 triệu USD, MSR đảm bảo khả năng duy trì tăng trưởng ngay cả khi giá vonfram có sự điều chỉnh.

Về đơn hàng dài hạn và đối tác chiến lược, các đơn hàng năm 2027 gần như đã lấp đầy công suất, nổi bật là thỏa thuận bao tiêu dài hạn hơn 8 năm với Elmet Technologies (Mỹ) cung ứng 1,250 tấn/năm (tổng doanh thu gộp ước tính 1.5 tỷ USD. Ngoài ra, việc hợp tác với GB Innovation giúp MSR đưa tinh quặng vonfram từ Hàn Quốc về Việt Nam để chế biến thành APT và oxit vonfram, bổ sung nguyên liệu đầu vào và kết nối chuỗi cung ứng quốc tế.

Rủi ro vẫn tồn tại

Mặc dù giá APT tại châu Âu vẫn được hỗ trợ bởi nguồn cung ngoài Trung Quốc thắt chặt, thị trường vonfram nội địa Trung Quốc đã ghi nhận đợt điều chỉnh mạnh sau khi đạt đỉnh vào tháng 3/2026. Theo đó, giá tinh quặng 65% WO_3 tại Trung Quốc giảm gần 70% so với mức đỉnh, phản ánh sự suy yếu của mặt bằng giá tại thị trường nội địa. Tuy nhiên, do cơ chế kiểm soát xuất khẩu tiếp tục hạn chế dòng vonfram từ Trung Quốc ra thị trường quốc tế, diễn biến này chưa tạo áp lực tương ứng lên giá APT tại châu Âu. Dù vậy, mức giá nguyên liệu thấp hơn có thể cải thiện lợi thế chi phí của các nhà sản xuất Trung Quốc, gia tăng áp lực cạnh tranh đối với các nhà sản xuất ngoài Trung Quốc, đặc biệt trong các sản phẩm chế biến sâu.



Nguồn: Bloomberg, GTHTSVN tổng hợp

Sự thắt chặt nguồn cung Trung Quốc hiện là yếu tố hỗ trợ mặt bằng giá APT tại châu Âu, đồng thời tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động xuất khẩu của MSR. Tuy nhiên, lợi thế này có thể suy giảm nếu nguồn cung từ Trung Quốc quay trở lại thị trường quốc tế với quy mô lớn, khiến chênh lệch giá giữa hai khu vực thu hẹp. Trong bối cảnh lợi nhuận của MSR có độ nhạy cao với biến động giá vonfram, diễn biến xuất khẩu của Trung Quốc và mức độ cân bằng cung – cầu tại các thị trường còn lại sẽ là những yếu tố quan trọng quyết định triển vọng giá bán và biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

II. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Trên cơ sở kết quả kinh doanh vượt trội hơn dự kiến, chúng tôi điều chỉnh mức dự phóng doanh thu của MSN MSN trong năm 2026 lên 134,822 tỷ đồng, dưới tác động hội tụ tích cực từ:

- WinCommerce kỳ vọng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ công thức mở rộng cửa hàng ngày càng tối ưu và chi phí được kiểm soát tốt, qua đó cải thiện hiệu quả vận hành trên từng điểm bán.
- Masan High-Tech Materials sẽ có một năm bứt phá về cả lợi nhuận và doanh thu nhờ giá Vonfram liên tục neo cao. Dù vậy, bước sang năm tài chính 2027, chúng tôi điều chỉnh mức giá dự phóng thận trọng hơn do giá đã bắt đầu hạ nhiệt vào giai đoạn cuối năm nay. Những động thái thay đổi chiến lược gần đây của MSR hướng tới tham gia vào mô hình chế biến sâu và mở rộng quy mô toàn cầu dự sẽ mở ra thời kỳ phát triển bền vững hơn, giảm sự phụ thuộc vào giá.
- Ở mảng tiêu dùng, Masan Consumer tiếp tục cho thấy sự cải thiện về biên lợi nhuận nhờ tối ưu chi phí vận hành, quý 3 là thời điểm đánh dấu sự phục hồi và tăng trưởng trở lại của ngành hàng Gia vị, xu hướng này được kỳ vọng sẽ tiếp tục ở các giai đoạn sau.
- Doanh thu Masan MEATLife dự kiến tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu tiêu thụ thịt duy trì ổn định và đóng góp tích cực từ mảng thịt chế biến. Tuy nhiên, biên lợi nhuận vẫn chịu áp lực rủi ro từ nguồn cung heo phục hồi, giá heo hơi có xu hướng suy yếu về cuối năm, trong khi chi phí thức ăn chăn nuôi liên tục tăng. Bước sang năm 2027, chúng tôi kỳ vọng MML duy trì tăng trưởng doanh thu nhờ mở rộng thị phần thịt chế biến, đa dạng hóa sản phẩm và tận dụng hệ thống phân phối WCM.

	Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2025 YoY	2026F YoY
MCH	**Doanh thu**	**30,557**	***33,128***	**35,751**	**1.1%**	**8.41%**
	EBITDA	7,896	*7,570*	8,373	-4%	-4.13%
WCM	**Doanh thu**	**38,979**	***47,846***	**53,635**	**18%**	**22.75%**
	EBITDA	1,793	*2,687*	3,067	38.1%	49.86%
MML	**Doanh thu**	**9,230**	***10,494***	**12,570**	**21%**	**13.69%**
	EBITDA	916	*919*	952	55.3%	0.33%
MSR	**Doanh thu**	**7,443**	***33,819***	**29,861**	**-48.1%**	**354.37%**
	EBITDA	2,171	*7,734*	6,590	21.6%	256.24%
PLH	**Doanh thu**	**1,891**	***2,325***	**2,696**	**16.7%**	**22.95%**
	EBITDA	354	*426*	493	22.1%	20.34%
TCB	Lợi nhuận từ công ty liên kết	5,080	*7,210*	8,455	14%	41.93%
MSN	**Doanh thu**	**81,621**	***134,822***	**142,968**	**-2%**	**56.35%**

Nguồn: GTHTSVN dự phóng

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng **phương pháp định giá SOTP** (tổng giá trị từng phần), trên cơ sở tình hình kinh doanh và diễn biến giá, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của MSN là **75,600 VND/cp**, **tương ứng mức tỷ suất sinh lời 5.64% so với giá đóng cửa ngày 05/11/2026.**

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	75%	104,321
2	Wincommerce	23,107	86.10%	19,895
3	Masan High-tech Materials	2,128	89.90%	1,913
4	Masan Meat Life	53,784	87.46%	47,039
5	Phúc Long Heritage	4,682	85%	3,980
6	Techcombank	N/a	19.70%	42,578
7	**Tổng (Đã khấu trừ nợ ròng)**			**171,267**
8	Điều chỉnh ảnh hưởng tập đoàn			60,804
9	SLCP lưu hành (tỷ cp)			1.460
10	**Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu)**			**75,600**
				(Số đã được làm tròn)

Nguồn: GTHTSVN ước tính và 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 Haitong 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 Haitong 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 Haitong 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 Haitong 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 Haitong 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 Haitong 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 Haitong Securities (Vietnam) Corp. Please cite sources when quoting.

GUOTAI HAITONG VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

Nguyễn Ngọc Hiệp

Research Analyst

hiepnn@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:708

Trần Thị Hồng Nhung

Director

nhungtth@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:703

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

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