

CTCP Tập đoàn Masan (HOSE: MSN)

Khuyến nghị

MUA

Giá hiện tại	73,500
Giá mục tiêu	101,300
% tăng giá	37.8%
Ngày báo cáo	16/03/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	111,720
KLGD TB/ngày	8,854,530
% sở hữu NĐTNN	23.11%
SLCP lưu hành	1,520,491,927
SLCP niêm yết	1,445,915,457
P/E trailing	27.39
P/B (gần nhất)	2.49
ROA	2.97%
ROE	9.57%
EPS	2,702
Book value	29,679

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan (HOSE: MSN) được thành lập năm 1996 bởi doanh nhân Nguyễn Đăng Quang và chính thức được niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2009. Đến nay, MSN là một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân hàng đầu Việt Nam, hoạt động đa ngành từ tiêu dùng, bán lẻ đến công nghệ khai khoáng và dịch vụ tài chính.

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Định giá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Tập đoàn Masan với khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu là **101,300 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng mức sinh lời hợp lý là 37.8%. Về triển vọng đầu tư, Haseco đánh giá có 3 triển vọng chính:

- MCH - Trụ cột lợi nhuận chính giúp Masan tăng trưởng ổn định
- Wincommerce đóng góp lớn hơn vào lợi nhuận chung của tập đoàn
- MML - Hưởng lợi từ đà tăng giá heo hơi trong ngắn hạn

MCH - Trụ cột lợi nhuận chính giúp Masan tăng trưởng ổn định

Về triển vọng 2026, Haseco dự phóng doanh thu và lợi nhuận thuần đạt 33,625 tỷ đồng và 7,753 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 10% YoY và 15% YoY. Chúng tôi cho rằng đây là mức tăng trưởng hợp lý đối với doanh nghiệp kinh doanh hàng tiêu dùng nhanh - ngành hàng thiết yếu, mang tính phòng thủ cao và khó tăng trưởng đột biến. Trong đó động lực chủ yếu đến từ mảng thực phẩm tiện lợi và HPC.

Wincommerce đóng góp lớn hơn vào lợi nhuận chung của tập đoàn

Sau nhiều năm thua lỗ, Wincommerce đã bắt đầu có lãi từ quý 3/2024 và duy trì có lãi 6 quý liên tiếp tới nay, đánh dấu bước ngoặt thay đổi lớn về chất. Wincommerce dự kiến sẽ đóng góp khoảng 1,123 tỷ đồng trong 2026, trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận mới cho tập đoàn khi liên tục gia tăng độ phủ tại khu vực miền Bắc và miền Trung, trong khi đó hiệu quả hoạt động các cửa hàng cũ được cải thiện (90% các cửa hàng mở mới trong 2025 đã đạt mức lợi nhuận EBITDA dương).

MML - Hưởng lợi từ đà tăng giá heo hơi trong ngắn hạn

Trong đầu quý 1/2026, giá heo hơi đã tăng vọt lên mức 80,000-85,000 VND/kg trước khi quay về mức ổn định khoảng 60,000 VND/kg hiện tại. Haseco cho rằng điều này xuất phát từ bối cảnh ngành khi tình hình dịch bệnh ASF căng thẳng trở lại trong thời gian gần đây, điều này khiến đàn nái - chỉ báo nguồn cung heo thịt 6-12 tháng sau đang suy giảm. Đây sẽ là yếu tố hỗ trợ cho kết quả kinh doanh quý 1 của MML, chúng tôi ước tính lợi nhuận quý 1 của doanh nghiệp đạt khoảng 240 tỷ, trên tổng số 800 tỷ lợi nhuận dự phóng cả năm (+30.5% YoY).

Khuyến nghị

Haseco dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2026 đạt 102,035 tỷ đồng (+25% YoY) và 7,038 tỷ đồng (+71% YoY). Về phương pháp định giá, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho 4 mảng chính: MCH, WCM, MML và TCB và đưa ra khuyến nghị **MUA** với mức giá mục tiêu cho năm 2026 là **101,300 VNĐ/cổ phiếu**, tương đương với mức **upside 37.8%** so với giá đóng cửa ngày 16/03/2026.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

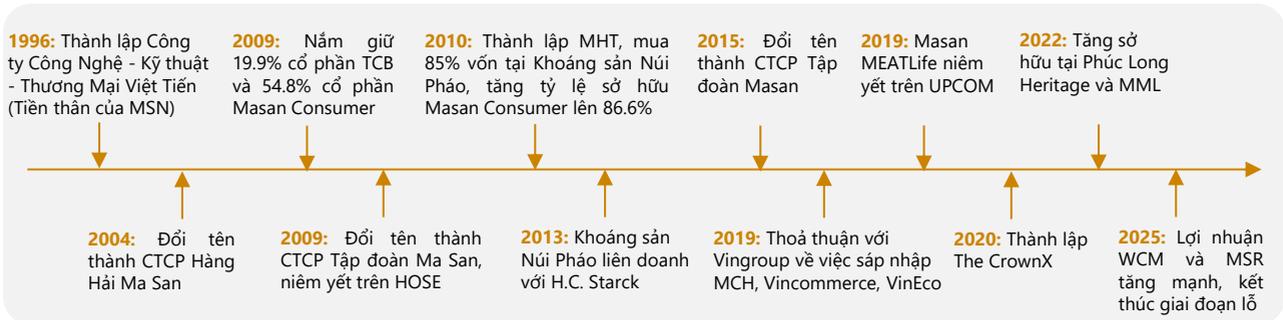
A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành



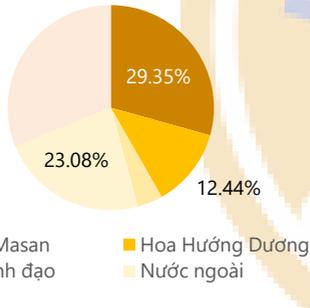
Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan (HOSE: MSN) được thành lập năm 1996 bởi doanh nhân Nguyễn Đăng Quang và chính thức được niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2009. Đến nay, MSN là một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân hàng đầu Việt Nam, hoạt động đa ngành từ tiêu dùng, bán lẻ đến công nghệ khai khoáng và dịch vụ tài chính.

Lịch sử hình thành



Nguồn: MSN

Cơ cấu cổ đông



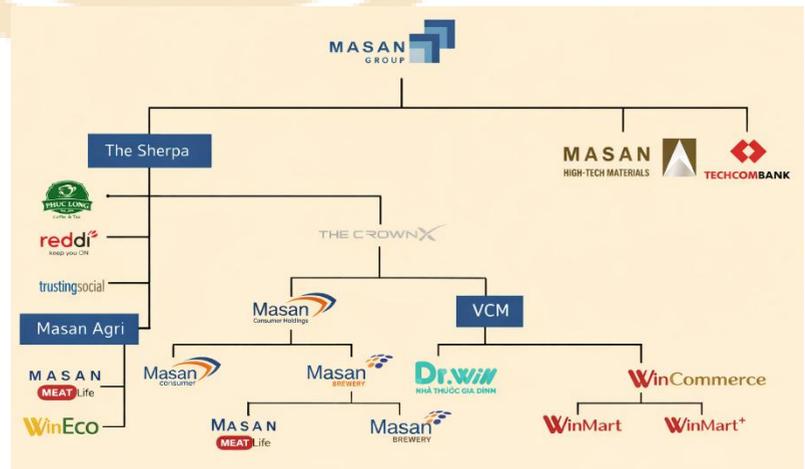
Nguồn: MSN

II. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của MSN khá tập trung khi hai cổ đông lớn trong nước là CTCP Masan và Công ty TNHH MTV Xây dựng Hoa Hường dương chiếm gần 42% cổ phần. Ban lãnh đạo và người có liên quan nắm giữ gần 4% cổ phần, còn lại là khối ngoại (23%) và cá nhân khác (31%). Cơ cấu cổ đông cô đặc này đảm bảo toàn quyền chi phối của tập đoàn tới định hướng phát triển kinh doanh của doanh nghiệp.

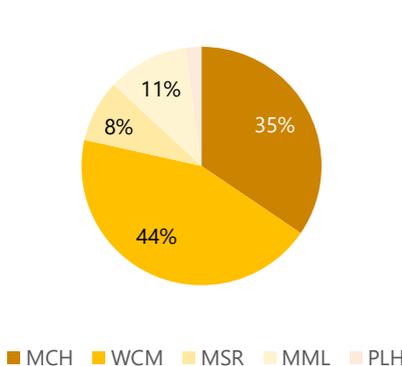
III. Cơ cấu tổ chức

Hệ sinh thái MSN



Nguồn: MSN

Cơ cấu doanh thu MSN 2025



Nguồn: MSN

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

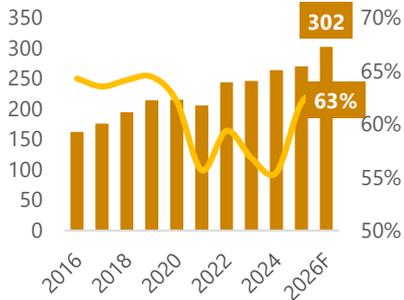
Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Tổng mức bán lẻ

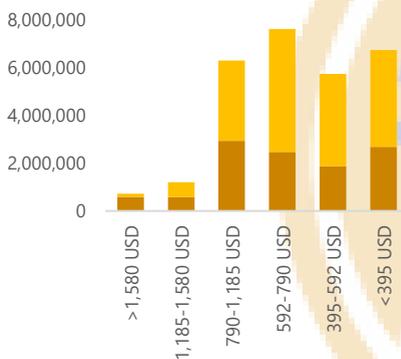
Đơn vị: Tỷ USD



■ Tổng mức bán lẻ HHDV (USDbn)
— Tổng mức bán lẻ/GDP (%)

Nguồn: Tổng cục thống kê

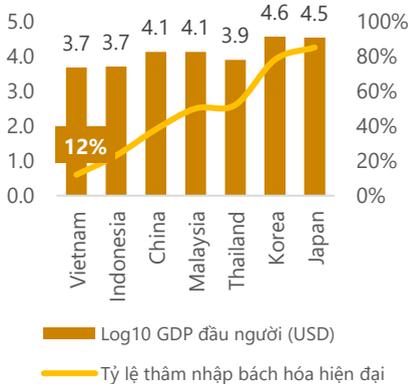
Nhóm thu nhập theo hộ 2025 (USD/tháng)



■ Hộ thành thị
■ Hộ nông thôn

Nguồn: Cimigo

Tỷ lệ thâm nhập bách hoá hiện đại



■ Log10 GDP đầu người (USD)
— Tỷ lệ thâm nhập bách hoá hiện đại

Nguồn: Euromonitor, IMF

B. TỔNG QUAN NGÀNH

I. Ngành bán lẻ - tiêu dùng Việt Nam

Năm 2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 7,008 nghìn tỷ đồng (+9.2% yoy), đóng góp 62% GDP cả nước - trong đó, động lực chính đến từ doanh thu bán lẻ hàng hóa chiếm 76% cơ cấu.

Bước sang 2026, Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 10%. Haseco cho rằng, để nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng bền vững cần dựa trên nội lực - tiêu dùng nội địa, bên cạnh 2 trụ cột quan trọng là đầu tư và xuất khẩu. Do đó, ngành bán lẻ cần đạt tốc độ tăng trưởng hai chữ số (~12%), với các động lực chính sau:

- **Yếu tố nội tại:** Tầng lớp trung lưu mở rộng nhanh chóng. Hiện tại, ước tính 56% hộ gia đình Việt Nam có thu nhập trên 15 triệu/tháng (>592 USD). Theo World Data Lab, trong vòng 10 năm tới, Việt Nam sẽ có thêm 23.2 triệu người gia nhập tầng lớp trung lưu. Bên cạnh đó, Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn "cơ cấu dân số vàng" khi 68% cơ cấu dân số trong độ tuổi lao động (15-64 tuổi). Đây sẽ là những yếu tố thuận lợi giúp thúc đẩy tiêu dùng nội địa.
- **Hỗ trợ từ Chính phủ:** Hiện nay, nền kinh tế đang nhận được sự đồng thuận từ cả Chính sách tài khóa: tiếp tục gia hạn mức thuế VAT ưu đãi 8% đến hết 2026 và Chính sách tiền tệ - vẫn duy trì nới lỏng, tạo điều kiện thuận lợi cho kinh doanh, tiêu dùng. Tuy nhiên, mức nền lãi suất sẽ không thể thấp như 2025.

* Ngành bán lẻ bách hóa

Quy mô thị trường bán lẻ bách hóa hiện khoảng 50 tỷ USD, lớn gấp 7-8 lần so với quy mô thị trường ICT&CE. Thị trường mang tính phân mảnh khi 88% thị phần thuộc về chợ truyền thống và các cửa hàng tạp hóa khi phần lớn dân số Việt Nam duy trì thói quen mua hàng truyền thống.

Tỷ trọng mô hình bán lẻ bách hóa hiện đại (cửa hàng tiện lợi, siêu thị, đại siêu thị) có tỷ lệ thâm nhập thấp (~12%) so với các quốc gia trong khu vực. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy có sự phân hóa khi các mô hình bán lẻ bách hóa hiện đại chủ yếu tập trung ở khu vực thành thị (20%), trong khi đó khu vực nông thôn chiếm tới 62% dân số có tỷ lệ thâm nhập tương đối thấp (~10%).

Trong thời gian tới, Haseco cho rằng bán lẻ bách hóa hiện đại sẽ chiếm lấy thị phần từ kênh truyền thống nhờ:

- Lợi thế về danh mục, chất lượng sản phẩm;
- Xu hướng đô thị hóa tại Việt Nam đang diễn ra nhanh chóng, khả năng chi trả của người tiêu dùng gia tăng, sẵn sàng đánh đổi giữa giá và chất lượng, sự tiện lợi.

Trong mô hình bách hóa hiện đại, siêu thị (minimart) và cửa hàng tiện lợi (convenient store) có lợi thế về quy mô và số lượng cửa hàng hơn hẳn so với đại siêu thị (supermarket) khi chỉ yêu cầu diện tích nhỏ, dễ dàng thâm nhập, đồng thời phù hợp với thói quen mua sắm của người tiêu dùng Việt Nam.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

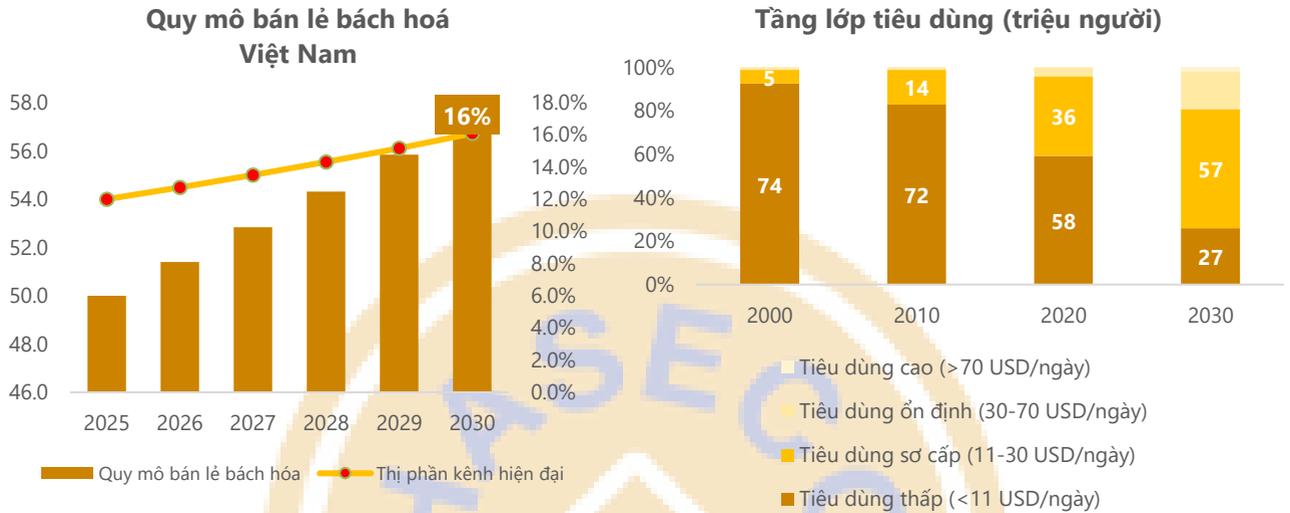
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Vì vậy, dư địa tăng trưởng của mô hình siêu thị trong bách hóa hiện đại nổi riêng và bán lẻ bách hóa nói chung là rất lớn. Euromonitor dự báo ngành bán lẻ bách hóa sẽ tăng trưởng 2.8%, trong khi đó bán lẻ bách hóa hiện đại sẽ tăng trưởng 9% CAGR trong 5 năm tới. Như vậy, Haseco ước tính đến 2030, thị phần kênh bán lẻ hiện đại sẽ chiếm tới 16% thị phần toàn mảng bán lẻ bách hóa.



Nguồn: Euromonitor, Haseco ước tính

Nguồn: McKinsey

* Ngành hàng tiêu dùng thiết yếu

Haseco cho rằng, ngành hàng tiêu dùng thiết yếu mang tính phòng thủ cao (nhu cầu vững chắc, ổn định), ít chịu biến động ngay cả khi sức mua của người tiêu dùng bị ảnh hưởng trong bối cảnh bất ổn kinh tế - chính trị kéo theo rủi ro lạm phát chi phí đẩy.

Về dài hạn, động lực tăng trưởng cho thị trường tiêu dùng Việt Nam sẽ đến từ 2 yếu tố:

- **Sự gia tăng của tầng lớp tiêu dùng:** Theo McKinsey, đến năm 2030, sẽ có thêm 37 triệu người Việt Nam gia nhập tầng lớp tiêu dùng (chi tiêu ít nhất 11 USD mỗi ngày). Như vậy, khoảng 70% dân số Việt Nam vào năm 2030 sẽ là thành viên của tầng lớp tiêu dùng - khi sức mua và tiêu dùng tăng lên trong dài hạn, xu hướng cao cấp hóa và đổi mới sản phẩm sẽ được đẩy mạnh.
- **Sự phân tán tiêu dùng được thu hẹp:** Trong thập kỷ vừa qua, tiêu dùng phần lớn tập trung tại hai trung tâm kinh tế - tài chính lớn là Hà Nội và TP.HCM bởi đây là khu vực đông dân cư và có tỷ lệ đô thị hóa cao nhất cả nước. Tuy nhiên, khi kênh thương mại hiện đại (MT) ngày càng phát triển và chiếm thị phần từ kênh truyền thống (GT), tiêu dùng tại các thành phố nhỏ hơn, khu vực nông thôn đang chứng kiến sự tăng trưởng nhanh chóng. McKinsey ước tính số lượng hộ gia đình trung lưu tại khu vực này đang tăng trưởng với tốc độ CAGR 8% so với 5% ở hai thành phố chính.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

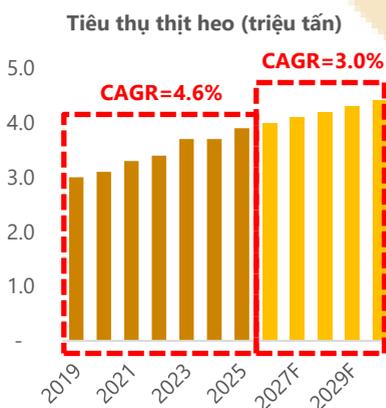
II. Ngành chăn nuôi heo

Cùng với sự gia tăng của dân số, ngành chăn nuôi Việt Nam liên tục mở rộng quy mô để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ thịt của người dân, trong đó heo vẫn là loại thịt được tiêu thụ phổ biến. Hiện nay, ngành chăn nuôi heo tại Việt Nam có 2 mô hình chính: (1) mô hình liên kết hộ chăn nuôi, được vận hành bởi các doanh nghiệp FDI như CP Việt Nam và CJ Vina; (2) mô hình tự chủ chuỗi giá trị, được vận hành bởi các doanh nghiệp chăn nuôi nội địa như MML, DBC, BAF, HPA và HAG.

So sánh 2 mô hình chăn nuôi heo

	Liên kết hộ chăn nuôi	Tự chủ chuỗi giá trị
Doanh nghiệp vận hành	CP Việt Nam, CJ Vina	MML, DBC, BAF, HPA, HAG
Chi phí đầu tư ban đầu	Thấp	Cao
Tốc độ mở rộng	Rất nhanh trong điều kiện bình thường, tuy nhiên thu hẹp mạnh khi dịch bệnh	Trung bình
An toàn sinh học	Rủi ro dịch bệnh cao	Quy trình kiểm soát nghiêm ngặt, rủi ro dịch bệnh thấp
Chất lượng con giống	Không được đảm bảo	Tự chủ cao, chất lượng gen tốt
Chất lượng đầu ra	Không nhất quán, khó kiểm soát	Tính đồng nhất cao, chất lượng thịt tốt, an toàn

Nguồn: Haseco tổng hợp



Nguồn: Haseco ước tính

Quy mô thị trường chăn nuôi heo hiện nay ước đạt khoảng 354,000 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng CAGR 17.7% trong 3 năm qua, tuy nhiên mức tăng trưởng sản lượng lại không tương ứng. Sản lượng heo xuất chuồng năm 2025 ước đạt khoảng 56 triệu con, tăng xấp xỉ 4% CAGR trong cùng khoảng thời gian. Như vậy, tăng trưởng quy mô toàn thị trường chủ yếu đến từ yếu tố "giá". Haseco cho rằng, ngành heo đã bước vào giai đoạn trưởng thành và cầu tiêu thụ heo mang tính ít co giãn theo giá (giá biến động lớn qua các chu kỳ nhưng không kéo theo biến động tương xứng trong cầu bởi đặc thù là hàng hóa thiết yếu). Chúng tôi ước tính nhu cầu tiêu thụ thịt heo sẽ tăng trưởng ổn định với CAGR khoảng 3% trong những năm tới.

Về dài hạn, cấu trúc ngành heo sẽ thay đổi rõ rệt khi Luật chăn nuôi 2018 có hiệu lực đóng vai trò như một cơ chế bắt buộc dịch chuyển thị phần cho những doanh nghiệp chăn nuôi bài bản, có quy mô lớn. Những nông hộ chăn nuôi nhỏ lẻ không đáp ứng được các quy định về quy hoạch khu chăn nuôi, điều kiện môi trường và an toàn sinh học buộc phải rời bỏ ngành, từ đó để lại khoảng trống thị phần cho các doanh nghiệp chăn nuôi lớn chiếm lấy.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Kim loại Vonfram



Nguồn: Haseco tổng hợp

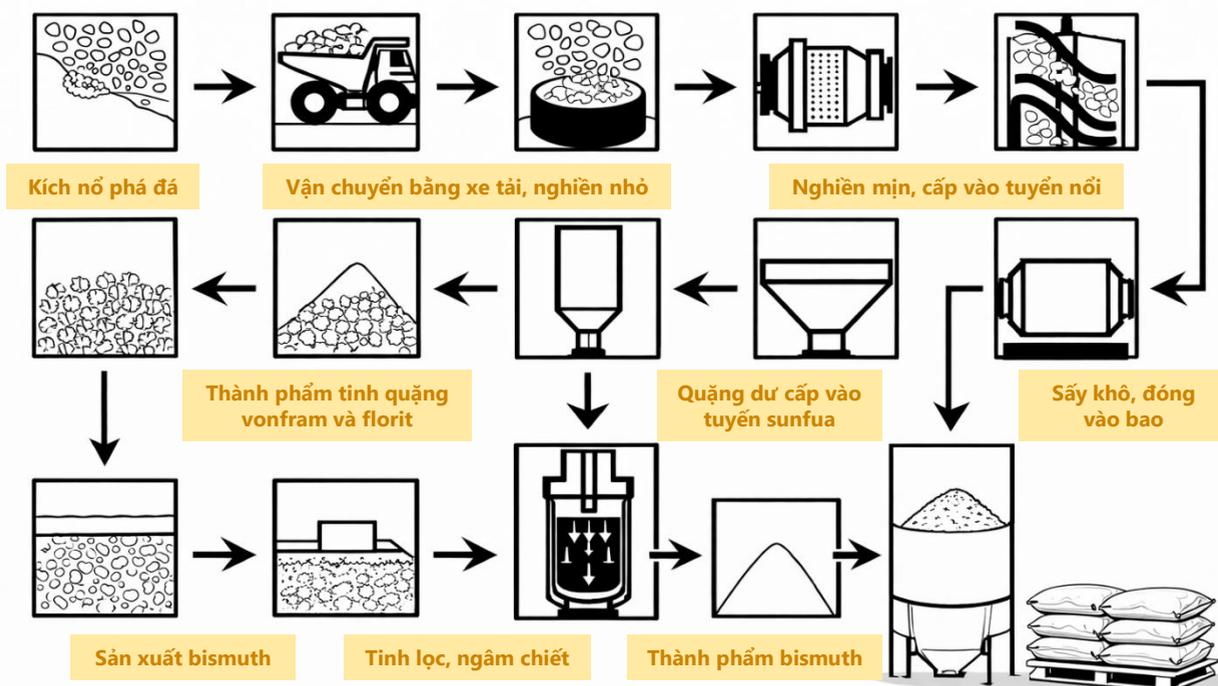
III. Ngành khai khoáng

Tungsten (Vonfram) là kim loại hiếm có điểm nóng chảy cao nhất trong tất cả các kim loại (khoảng 3,422°C), đồng thời có độ cứng, độ bền và khả năng chịu nhiệt rất cao. Trong tự nhiên, vonfram thường tồn tại trong các khoáng vật như Wolframite và Scheelite, được khai thác để sản xuất các hợp chất hoặc kim loại tungsten tinh khiết. Nhờ các đặc tính vật lý vượt trội, vonfram được xem là kim loại chiến lược trong nhiều ngành công nghiệp:

- **Công nghiệp chế tạo, gia công kim loại:** sản xuất tungsten carbide, vật liệu siêu cứng dùng trong dao cắt, mũi khoan.
- **Điện tử, bán dẫn:** được dùng làm dây tóc bóng đèn, điện cực và vật liệu dẫn trong chip điện tử do khả năng chịu nhiệt cao.
- **Hàng không, quốc phòng:** được sử dụng trong hợp kim chịu nhiệt cao, vật liệu chống bức xạ và linh kiện động cơ phản lực.

Việt Nam là một trong những quốc gia có trữ lượng vonfram lớn bên cạnh Trung Quốc, tập trung tại Núi Pháo (Thái Nguyên). Hoạt động khai thác tại đây không chỉ dừng ở khai thác quặng mà còn bao gồm chế biến sâu thành các sản phẩm trung gian như APT, bột tungsten và các hợp chất công nghiệp, giúp Việt Nam tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu của kim loại chiến lược này. Trong bối cảnh Trung Quốc chiếm phần lớn sản lượng vonfram toàn cầu, nguồn cung ngoài Trung Quốc như Việt Nam đóng vai trò quan trọng trong đa dạng hóa chuỗi cung ứng khoáng sản chiến lược.

Quy trình khai thác vonfram



Nguồn: Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

C. Chi tiết hoạt động kinh doanh của MSN

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của Masan tập trung vào việc sản xuất, kinh doanh các mặt hàng tiêu dùng nhanh và phân phối qua kênh bán lẻ. Do sở hữu mạng lưới hệ sinh thái dày đặc công ty con và công ty liên kết, báo cáo tài chính của Masan là báo cáo hợp nhất của các báo cáo đơn lẻ:

MSN = MCH + WCM + MML + MSR + PLH + TCB (Trong đó, TCB là công ty liên kết do MSN nắm giữ 14.8% cổ phần nên sẽ được hạch toán vào lợi nhuận, thay vì doanh thu trong báo cáo tài chính).

I. Hàng tiêu dùng Masan (HOSE: MCH)

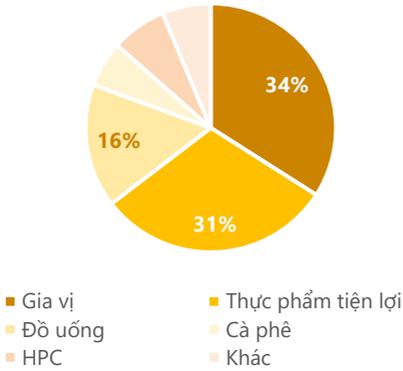
MCH là doanh nghiệp mang lại nguồn thu lớn nhất cho Masan, đóng góp 35% doanh thu và 84% lợi nhuận thuần trong 2025.

Tiền thân là một công ty sản xuất gia vị thuần túy, MCH đã nhanh chóng xây dựng và duy trì vị thế hàng đầu (số 1 về gia vị, số 2 về thực phẩm tiện lợi và cà phê hoà tan, đứng thứ 3 về nước tăng lực). Từ khi thành lập, MCH đã tham gia vào các thương vụ M&A để mở rộng phân khúc, đáng chú ý có thể kể đến thương vụ mua lại Vina Café Biên Hoà (2011-2018), Nước Khoáng Vĩnh Hảo (2013-2016). Trong năm 2022, MCH đã tái cấu trúc và rút lui khỏi phân khúc thị chế biến không có lãi để tập trung dồn lực vào ngành hàng FMCG.

Các mảng kinh doanh chủ lực của MCH bao gồm 5 ngành hàng, trong đó gia vị và thực phẩm tiện lợi là 2 mảng chính đóng góp 65% tổng doanh thu:

- **Gia vị:** MCH đã duy trì vị thế đứng đầu trên nhiều phân khúc như nước mắm, tương ớt với hai thương hiệu dẫn đầu là Chinsu và Nam Ngư. Doanh nghiệp luôn dẫn đầu xu hướng khi liên tục phát triển sản phẩm mới, mở rộng các loại nước sốt để đáp ứng khẩu vị ngày càng đa dạng của người tiêu dùng.
- **Thực phẩm tiện lợi:** gồm mì ăn liền và thực phẩm chế biến sẵn với đủ phân khúc như Omachi (sản phẩm mì ăn liền cao cấp) và Kokomi (người tiêu dùng có thu nhập thấp). Chiến lược này giúp MCH khám phá chiều sâu nhu cầu mì ăn liền tại nhà, trong bối cảnh người tiêu dùng đang tìm kiếm lựa chọn tiện lợi, chất lượng thay thế cho các bữa ăn truyền thống.
- **Đồ uống:** gồm nước đóng chai và nước tăng lực. Trong đó, Wake-Up 247 là sản phẩm thành công nhất - tiên phong trong ngành hàng nước tăng lực chứa caffeine.
- **Cà phê hoà tan:** MCH gia nhập phân khúc cà phê thông qua việc mua lại 98% cổ phần từ Vina Café giai đoạn 2011-2018. Phân khúc này có rào cản gia nhập thấp nên áp lực cạnh tranh trong ngành ngày một lớn.
- **HPC (Chăm sóc nhà cửa và cá nhân):** MCH chính thức thâm nhập thị trường HPC từ 2020 sau khi mua lại 52% cổ phần của Net Detergent. Các sản phẩm HPC thường được bán qua kênh MT, Haseco cho rằng doanh thu mảng này sẽ tăng tốc hơn nữa nhờ độ nhận diện thương hiệu của MCH ngày càng tăng.

Cơ cấu doanh thu MCH 2025



Nguồn: MCH

Sản phẩm tiêu biểu



Nguồn: MCH

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

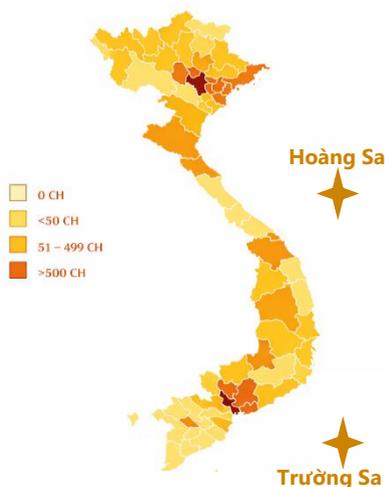
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

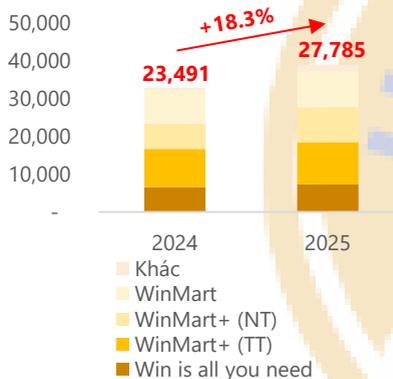
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Phân bố chuỗi Wincommerce



Nguồn: Wincommerce

Cơ cấu doanh thu WCM



Nguồn: Wincommerce



II. Wincommerce (OTC: WCM)

Năm 2019, Masan thực hiện thương vụ chiến lược khi tiếp nhận mảng bán lẻ VinCommerce từ Vingroup, đánh dấu lần đầu tiên Masan bước chân vào thị trường bán lẻ Việt Nam. Cụ thể, để thực hiện thương vụ hoán đổi, Masan đã thành lập Crown X - một sợi dây liên kết nắm giữ vốn của cả MCH và VCM (sở hữu Vincommerce và VinEco thuộc Vingroup), trong đó Masan sở hữu 70% cổ phần thông qua The Sherpa, còn Vingroup giữ 30% cổ phần. Đến 2020, Masan đã nâng tỷ lệ sở hữu tại Crown X lên 84.8% sau khi mua cổ phần từ Vingroup - đánh dấu sự rút lui hoàn toàn của Vingroup (thoái hết cổ phần) khỏi The CrownX và mảng siêu thị bán lẻ này. Sau khi tiếp quản, Masan đã triển khai quá trình tái cấu trúc sâu rộng khi đóng 740 cửa hàng VinMart+ và 12 siêu thị VinMart nhằm tối ưu hiệu quả hoạt động và cải thiện biên lợi nhuận. Đến 2021, Masan đã chính thức đổi thương hiệu từ VinMart/VinMart+ sang WinMart/WinMart+, đồng thời tích hợp với các sản phẩm tiêu dùng của MCH trong chiến lược xây dựng hệ sinh thái tiêu dùng - bán lẻ theo mô hình "Point-of-Life".

Hiện nay, WinCommerce vận hành nhiều mô hình bán lẻ khác nhau nhằm phục vụ đa dạng phân khúc khách hàng. Điển hình là WinMart - mô hình siêu thị quy mô trung bình và lớn tập trung tại các khu đô thị, cung cấp thực phẩm tươi sống, hàng tiêu dùng nhanh và nhu yếu phẩm. Về mô hình WinMart+, đây là chuỗi cửa hàng tiện lợi quy mô nhỏ, phân bố rộng khắp quanh cả thành thị và nông thôn, hướng đến nhu cầu mua sắm nhanh, tiện lợi hàng ngày. Mô hình minimart này mang lại phần lớn doanh thu cho WCM (hơn 50%), đồng thời có tỷ suất lợi nhuận cao so với mô hình siêu thị nhờ tối ưu tỷ suất doanh thu/m² khi giảm tỷ lệ sàn kinh doanh. Cuối cùng, mô hình "Win is all you need" là điểm đến "tất cả trong một" mà ở đó, WCM cung cấp sản phẩm của MCH, thịt lợn MML, cà phê/trà PLH và liên kết ngân hàng TCB với nhiều ưu đãi.

	Win is all you need	WinMart+ (Thành thị)	WinMart+ (Nông thôn)	WinMart
Khu vực	Thành thị	Thành thị	Nông thôn	Thành thị
Diện tích (m²)	150-200	80-120	100	1,000-1,500
Định vị	Điểm đến cho nhu cầu hàng ngày, 80% chỉ tiêu người tiêu dùng	Mini store, thực phẩm hàng ngày, giá cạnh tranh	Hàng tươi sống cơ bản, tập trung FMCG giá trị cao	Không gian mua sắm rộng rãi, đa dạng sản phẩm
Số cửa hàng	758	1,764	1,940	130

Nguồn: Wincommerce

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

III. Masan MEATLife (MML)

Masan MEATLife (MML) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và chế biến thịt heo theo mô hình chuỗi giá trị khép kín từ trang trại đến bàn ăn (Feed-Farm-Food). Được thành lập từ năm 2015 sau khi Masan tái cấu trúc mảng nông nghiệp từ Masan Nutri-Science, MML hướng tới mục tiêu hiện đại hóa ngành thịt tại Việt Nam thông qua mô hình thịt mát theo tiêu chuẩn châu Âu với thương hiệu MEATDeli. Trong giai đoạn tái cấu trúc (2020-2021), MML đã chuyển nhượng mảng thức ăn chăn nuôi cho De Heus, qua đó tập trung nguồn lực vào mảng thịt chế biến và thịt thương hiệu có biên lợi nhuận cao hơn.

Đến 2024, MML đánh dấu bước ngoặt quan trọng khi chính thức có lãi trở lại sau hai năm phát triển theo mô hình mới. Đến nay, MML tập trung vào 3 mảng chính: thịt heo, thịt gà và thịt chế biến - trong đó thịt chế biến là mảng có biên lợi nhuận cao hơn đáng kể. Vì vậy, MML xác định đây là ngành hàng chiến lược cần tập trung phát triển thông qua liên tục nghiên cứu sản phẩm mới.

Haseco cho rằng, MML có 2 lợi thế cạnh tranh lớn so với các doanh nghiệp sản xuất và chăn nuôi heo cùng ngành: (1) Tận dụng hệ thống phân phối từ chuỗi Wincommerce - khi MML chiếm gần 60% thị phần tại hệ thống cửa hàng WinMart/WinMart+, qua đó giúp tăng nhận diện thương hiệu và có thể kiểm soát chất lượng tới người tiêu dùng; (2) MML là một trong số ít doanh nghiệp trong ngành có thể xử lý thịt heo theo công nghệ làm mát tiêu chuẩn châu Âu. Lợi thế của thịt mát là đảm bảo vệ sinh an toàn thực phẩm, đảm bảo đủ dinh dưỡng như thịt ấm, đồng thời không bị cứng như thịt đông lạnh.

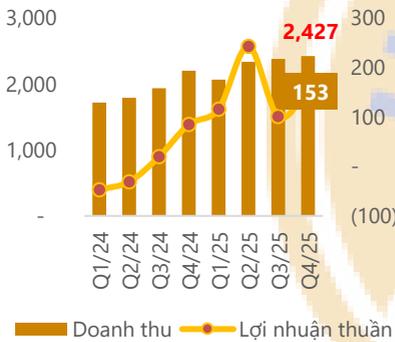
Trong năm 2025, MML ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực: doanh thu đạt 9,221 tỷ đồng (+20.5% YoY), lợi nhuận thuần đạt 619 tỷ đồng (tăng gấp 23 lần so với 2024) nhờ giá bán đầu ra tích cực, đồng thời kiểm soát tốt chi phí chăn nuôi - qua đó đóng góp cao hơn vào lợi nhuận chung của tập đoàn.

Sản phẩm thịt mát MML



Nguồn: MML

Kết quả kinh doanh MML



Nguồn: MML

Quy trình sản xuất thịt mát MML



Nguồn: MML

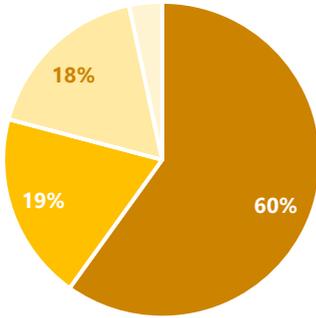
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

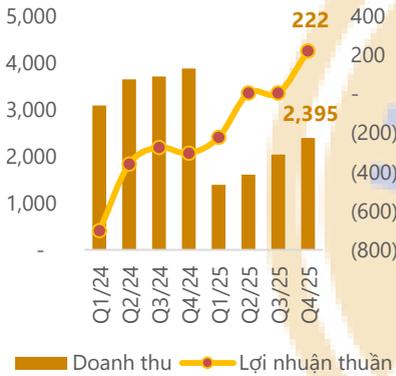
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Cơ cấu doanh thu MSR 2025



■ APT ■ Fluorspar ■ Đồng ■ Bismuth
 Nguồn: MSR

Kết quả kinh doanh MSR



■ Doanh thu ● Lợi nhuận thuần
 Nguồn: MSR

Chuỗi Phúc Long



Nguồn: PLH

IV. Masan High-Tech Materials (UPCOM: MSR)

Masan High-Tech Materials (MSR) hoạt động trong lĩnh vực khai thác và chế biến khoáng sản công nghệ cao, đặc biệt là tungsten, fluorite, bismuth và đồng. Doanh nghiệp được thành lập năm 2010 khi Masan bắt đầu đầu tư vào lĩnh vực tài nguyên với dự án khai thác mỏ Núi Pháo tại Thái Nguyên, một trong những mỏ tungsten lớn nhất ngoài Trung Quốc và chính thức đi vào vận hành thương mại từ 2014.

Bước ngoặt chiến lược diễn ra vào năm 2020, khi MSR mua lại 100% mảng vật liệu tungsten của tập đoàn Đức H.C. Starck Tungsten Powders với giá trị khoảng 134 triệu USD. Thương vụ này giúp Masan không chỉ dừng ở khai thác khoáng sản mà còn mở rộng sang chế biến sâu và sản xuất vật liệu công nghệ cao, phục vụ các ngành công nghiệp như điện tử, ô tô, hàng không và sản xuất công cụ cắt gọt.

Sau thương vụ mua lại, MSR triển khai chiến lược tích hợp chuỗi giá trị từ khai thác - chế biến - sản xuất vật liệu công nghệ cao, qua đó tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu của các ngành công nghiệp công nghệ. Nhờ chiến lược này, MSR đã trở thành một trong những nhà sản xuất vật liệu tungsten tích hợp lớn nhất ngoài Trung Quốc, đóng vai trò quan trọng trong chuỗi cung ứng kim loại chiến lược toàn cầu.

Trong năm 2025, doanh thu của MSR giảm 48% xuống còn 7,443 tỷ đồng do không còn hợp nhất H.C. Starck, nhưng tăng trưởng 18.8% dựa trên cơ sở so sánh tương đương. Lợi nhuận thuần cải thiện đáng kể từ mức lỗ 1,638 tỷ đồng trong 2024 lên 11 tỷ đồng nhờ việc ngừng hợp nhất công ty con từ tháng 12/2024 và giá các mặt hàng chính như vonfram, fluorspar và đồng tăng mạnh do nguồn cung thắt chặt và các yếu tố địa chính trị. Giá APT đạt mức kỷ lục 900 USD/mtu vào cuối năm, với giá APT bình quân năm 2025 đạt 518 USD/mtu, tăng 52% YoY. Giá fluorspar và bismuth tiếp tục duy trì ở mức cao, trong khi giá đồng chốt tháng 12/2025 ở mức 12,502 USD/tấn.

V. Phúc Long Heritage (OTC: PLH)

Phúc Long Heritage hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh trà, cà phê và đồ uống bán lẻ, sở hữu thương hiệu Phúc Long Coffee & Tea. Thương hiệu Phúc Long được thành lập từ năm 1968 tại Bảo Lộc, một trong những vùng trồng trà nổi tiếng của Việt Nam. Ban đầu, doanh nghiệp tập trung vào trồng, chế biến và phân phối trà và cà phê, sau đó mở rộng sang mô hình chuỗi cửa hàng đồ uống hiện đại từ những năm 2010, nhanh chóng trở thành một trong những thương hiệu trà - cà phê nội địa nổi bật tại Việt Nam.

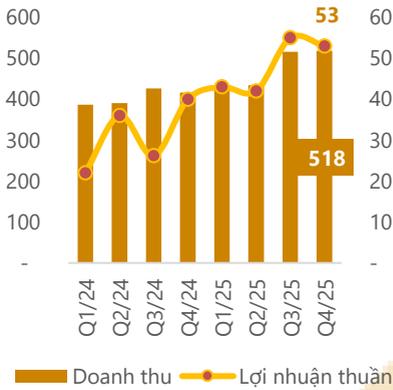
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
 Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
 Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
 Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
 Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

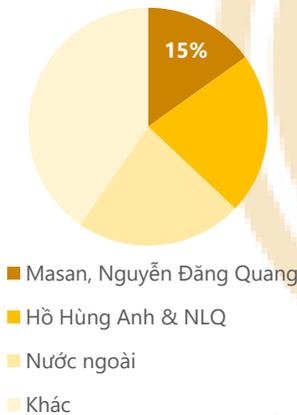
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
 Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
 Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Kết quả kinh doanh PLH



Nguồn: PLH

Cơ cấu cổ đông TCB



Nguồn: TCB

Bước ngoặt xảy ra vào năm 2021, khi Masan thông qua công ty con The Sherpa đầu tư chiến lược vào Phúc Long. Cụ thể, Masan chi khoảng 110 triệu USD để mua 20% cổ phần của Phúc Long Heritage, đồng thời thành lập công ty liên doanh Phúc Long Heritage JSC với mục tiêu phát triển chuỗi bán lẻ đồ uống tích hợp trong hệ sinh thái tiêu dùng của Masan. Sau thương vụ này, Masan tiếp tục nâng tỷ lệ sở hữu lên khoảng 85% vào năm 2022, qua đó nắm quyền kiểm soát thương hiệu Phúc Long.

Về chiến lược phát triển, Masan định vị Phúc Long là nền tảng đồ uống và trà - cà phê trong hệ sinh thái "Point-of-Life", kết hợp với hệ thống bán lẻ của WinCommerce. Một trong những mô hình nổi bật là quầy Phúc Long kiosk đặt bên trong các siêu thị và cửa hàng tiện lợi như WinMart và WinMart+, giúp tận dụng lưu lượng khách sẵn có của hệ thống bán lẻ để mở rộng nhanh điểm bán với chi phí thấp. Song song đó, Phúc Long vẫn duy trì mô hình cửa hàng flagship quy mô lớn tại các khu đô thị lớn.

Năm 2025, Phúc Long Heritage ghi nhận doanh thu và lợi nhuận thuần đạt 1,892 tỷ đồng và 193 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 17% và 55% YoY. Dù kết quả kinh doanh tích cực, nhưng so với các mảng kinh doanh khác cùng tập đoàn thì quy mô của PLH còn tương đối nhỏ.

VI. Lợi ích liên kết với Techcombank (HOSE: TCB)

Techcombank được thành lập từ năm 1993 - một trong những ngân hàng tư nhân lớn nhất Việt Nam hiện nay với vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực tín dụng bất động sản. Techcombank có mối liên hệ chặt chẽ với tập đoàn Masan thông qua mạng lưới cổ đông và ban lãnh đạo - khi ông Nguyễn Đăng Quang (Phó Chủ tịch HĐQT) cùng tập đoàn sở hữu hơn 15% cổ phần tại Techcombank. Vì vậy, ngân hàng này đóng vai trò quan trọng và là mảnh ghép hoàn hảo trong hệ sinh thái tài chính - tiêu dùng - bán lẻ tích hợp. Do chỉ sở hữu dưới 50% cổ phần nên kết quả kinh doanh của TCB sẽ được hạch toán vào báo cáo tài chính của MSN vào lợi nhuận công ty liên doanh, liên kết thay vì doanh thu. Ngoài Techcombank, Masan còn có một số công ty liên kết khác như Cholimex (33% cổ phần) và Vissan (25% cổ phần).

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

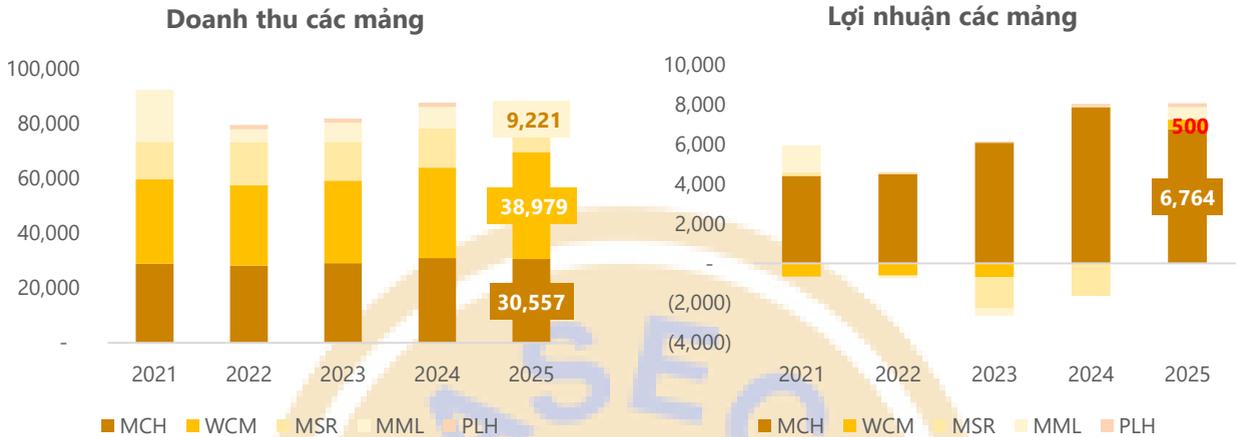
Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

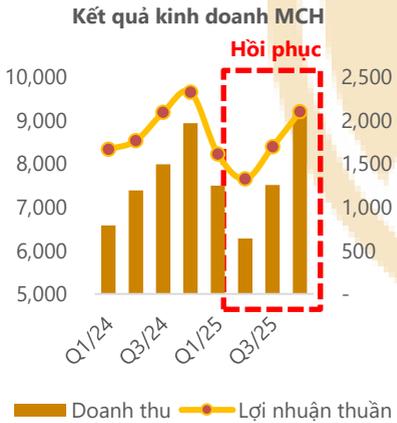
D. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Haseco sẽ tập trung phân tích triển vọng của 3 mảng kinh doanh chính: MCH, Wincommerce và MML (3 mảng này đóng góp 89% doanh thu và 97% lợi nhuận thuần của Masan trong 2025 (không tính tới lợi nhuận liên doanh liên kết từ ngân hàng TCB).



Nguồn: MSN

I. MCH - Trụ cột lợi nhuận chính giúp Masan tăng trưởng ổn định



Nguồn: MCH

Trong năm 2025, MCH ghi nhận doanh thu và lợi nhuận thuần đạt 30,557 tỷ đồng và 6,764 tỷ đồng, giảm 1.1% và 14.2% YoY. Điều này là do kênh bán hàng truyền thống của MCH bị ảnh hưởng nặng nề trong quý 2, quý 3 khi có 2 thay đổi về mặt chính sách tác động tới ngành tiêu dùng: (1) Nghị quyết 198/2025/QH15 quy định các hộ kinh doanh phải chuyển từ phương pháp thuế khoán sang cách tính thuế dựa trên doanh thu thực tế, khoảng 37,000 hộ kinh doanh có doanh thu trên 1 tỷ đồng phải sử dụng hệ thống hóa đơn điện tử kết nối với cơ quan thuế; (2) Chính phủ tăng cường kiểm soát hàng giả, hàng không rõ nguồn gốc theo chỉ thị của Thủ tướng chính phủ Phạm Minh Chính. Hai quy định trên đã làm gia tăng gánh nặng tài chính với các tiểu thương, hộ kinh doanh nhỏ, buộc họ phải tạm thời đóng cửa hoặc thu hẹp quy mô kinh doanh - khiến kênh bán hàng truyền thống (chiếm phần lớn doanh thu của MCH) bị gián đoạn.

Tuy nhiên, trong quý 4/2025 MCH ghi nhận sự cải thiện tích cực trên kênh bán hàng truyền thống nhờ những nỗ lực chuyển đổi kênh phân phối từ bán hàng theo tuyến cố định sang mô hình bán hàng theo khu vực địa lý. Cụ thể, MCH đã xây dựng hệ thống phân phối riêng để phù hợp với văn hóa tiêu dùng 3 miền Bắc - Trung - Nam, đồng thời phân bổ kênh phân phối theo đặc điểm đô thị - nông thôn (tại đô thị lớn, MCH đẩy mạnh kênh bán lẻ hiện đại thông qua hệ thống của WinCommerce. Ngược lại, tại khu vực nông thôn, doanh nghiệp tập trung vào kênh truyền thống (general trade) gồm chợ và cửa hàng tạp hóa, nơi chiếm phần lớn doanh số hàng tiêu dùng nhanh tại Việt Nam). Nhờ đó, độ phủ hệ thống bán hàng tăng 40% YoY, doanh thu

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

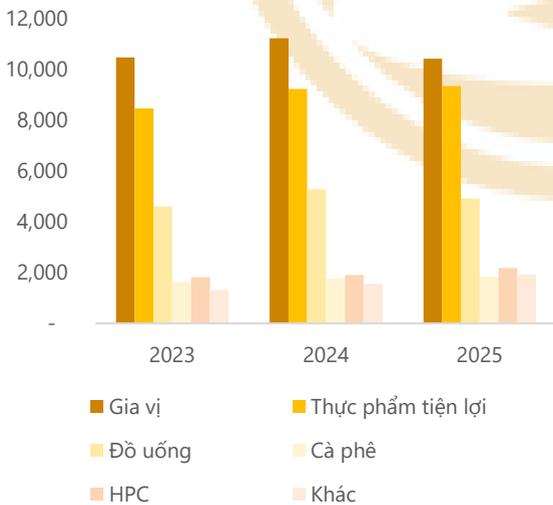


trên kênh truyền thống chỉ giảm 0.5% YoY trong quý 4, cải thiện rõ rệt so với mức giảm 19.3% và 9.9% ghi nhận trong Q2/2025 và Q3/2025.

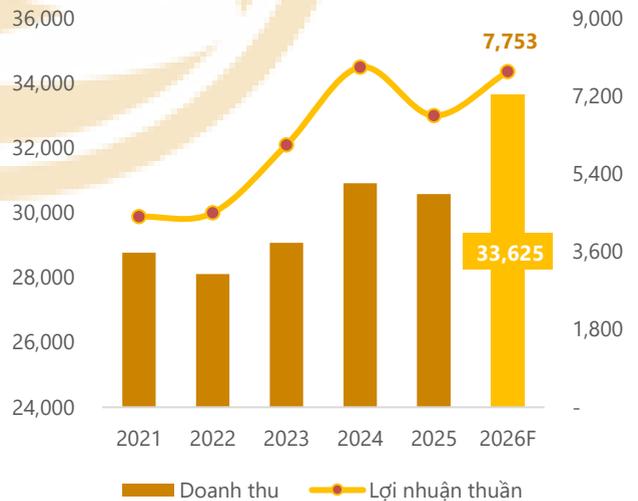
Về triển vọng 2026, Haseco dự phóng doanh thu và lợi nhuận thuần đạt 33,625 tỷ đồng và 7,753 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 10% YoY và 15% YoY - nhìn chung sát với con số mục tiêu ban lãnh đạo đề ra và vẫn là nguồn đóng góp lợi nhuận chính cho tập đoàn. Chúng tôi cho rằng đây là mức tăng trưởng hợp lý đối với doanh nghiệp kinh doanh hàng tiêu dùng nhanh - ngành hàng thiết yếu, mang tính phòng thủ cao và khó tăng trưởng đột biến. Theo đó, triển vọng kinh doanh của MCH 2026 đến từ:

- Thực phẩm tiện lợi và Hàng chăm sóc cá nhân & gia đình (HPC) tiếp tục là động lực tăng trưởng 2 chữ số cho MCH. Đối với ngành thực phẩm tiện lợi, MCH đang tiếp tục đẩy mạnh đa dạng hóa sản phẩm và nâng cao nhãn hiệu Omachi sau thành công trong 2025, đồng thời cải tiến sản phẩm nhãn hiệu Kokomi. Đối với ngành hàng HPC, chiến lược sắp tới vẫn sẽ tập trung vào việc tăng độ nhận diện thương hiệu Chante vào kênh bán hàng truyền thống và ra mắt sản phẩm nhãn hiệu NET.
- Về kênh phân phối, Retail Supreme (Phân phối trực tiếp) dự kiến sẽ mang lại kết quả tích cực hơn trong 2026 khi các chỉ số trọng yếu cải thiện rõ rệt: năng suất lực lượng bán hàng (Điểm bán/mỗi nhân viên bán hàng) tăng 40% YoY, mức độ thâm nhập danh mục (số SKU trên mỗi đơn hàng) tăng 70% YoY.
- Các hộ kinh doanh truyền thống “thích nghi” với mức thuế mới. Sau sự gián đoạn tạm thời khi chịu ảnh hưởng từ Nghị quyết 198/2025/QH15, các hộ kinh doanh truyền thống buộc phải chuyển đổi và tuân thủ theo hình thức thuế mới. Theo đó, từ 2026 cách tính thuế cho hộ kinh doanh cũng được điều chỉnh: (1) Điều chỉnh ngưỡng doanh thu không phải nộp thuế cho cá nhân, hộ kinh doanh từ 200 triệu đồng/năm lên 500 triệu đồng/năm và được trừ mức này trước khi tính thuế theo tỉ lệ doanh thu; (2) Mức doanh thu không chịu thuế GTGT cũng được điều chỉnh lên 500 triệu đồng/năm. Như vậy, việc điều chỉnh từ mức doanh thu chịu thuế từ 200 triệu lên 500 triệu phần nào giải tỏa áp lực thuế cho hộ kinh doanh - qua đó cải thiện triển vọng của MCH qua kênh truyền thống. Bên cạnh đó, ban lãnh đạo cũng đang mở rộng hệ thống phân phối qua kênh HORECA (khách sạn, nhà hàng, căng tin) để giảm bớt sự phụ thuộc vào kênh GT.

Doanh thu các mảng MCH



Dự phóng KQKD MCH



Nguồn: MCH, Haseco ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

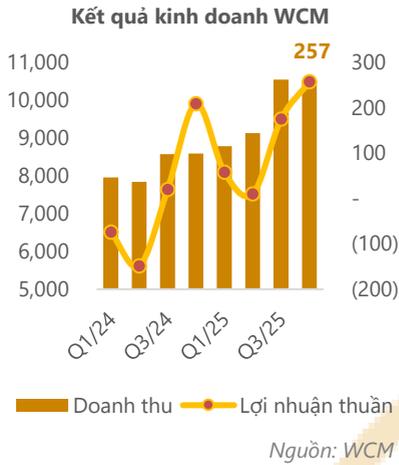
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

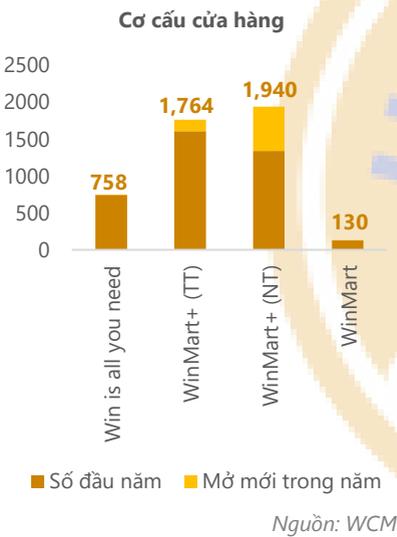
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

II. Wincommerce đóng góp lớn hơn vào lợi nhuận chung của tập đoàn



Wincommerce chính là cầu nối giúp Masan thâm nhập thị trường bán lẻ và chạm tới túi tiền hàng triệu hộ gia đình Việt thông qua hệ thống cửa hàng WinMart/WinMart+. Sau nhiều năm thua lỗ, Wincommerce đã bắt đầu có lãi từ quý 3/2024 và duy trì có lãi 6 quý liên tiếp tới nay, đánh dấu bước ngoặt thay đổi lớn về chất. Cụ thể, trong năm 2025 Wincommerce ghi nhận doanh thu đạt 38,979 tỷ đồng (+18.3% YoY), lợi nhuận thuần đạt 500 tỷ đồng (tăng gấp 83 lần so với con số 6 tỷ đồng năm 2024). Kết quả kinh doanh tích cực này là nhờ:

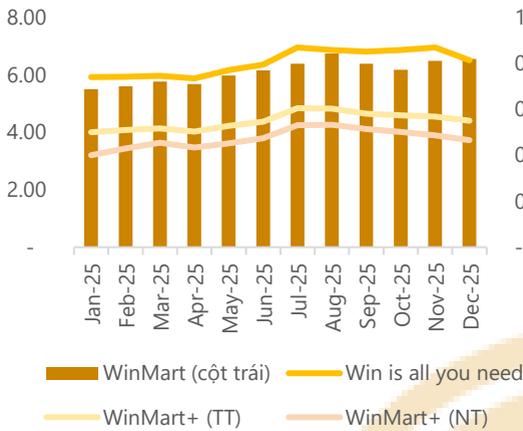
➤ **Đẩy mạnh độ phủ:** Tính tới cuối 2025, Wincommerce là hệ thống bán lẻ có số lượng điểm bán lớn nhất toàn quốc với 4,592 cửa hàng, trong đó: miền Bắc - 2,425 cửa hàng (+409 trong 2025), miền Trung - 1,108 cửa hàng (+341 trong 2025), miền Nam - 1,059 cửa hàng (+14 trong 2025). Như vậy, tính cả năm Wincommerce đã mở mới 764 cửa hàng - đây là số lượng mở mới cao nhất trong lịch sử từ lúc chuỗi vận hành từ 2019. Đáng chú ý, Wincommerce tập trung mở mới tại 2 khu vực miền Bắc và miền Trung - Haseco cho rằng chiến lược của chuỗi là mở nhanh để chiếm lấy thị phần tại những nơi mà Bách Hóa Xanh - đối thủ cạnh tranh lớn nhất của WCM chưa hiện diện nhiều. Xét về cơ cấu cửa hàng, gần 80% số cửa hàng mở mới (602 cửa hàng) là mô hình WinMart+ nông thôn. Điều này cho thấy WinMart+ đang xác định chợ và cửa hàng tạp hóa truyền thống là đối thủ cạnh tranh trực tiếp trong cuộc đua bán lẻ. Đây chính là phân khúc có thị phần toàn ngành (chiếm khoảng 88% quy mô), vì vậy dư địa mở rộng và gia tăng thị phần cho WCM là rất lớn.



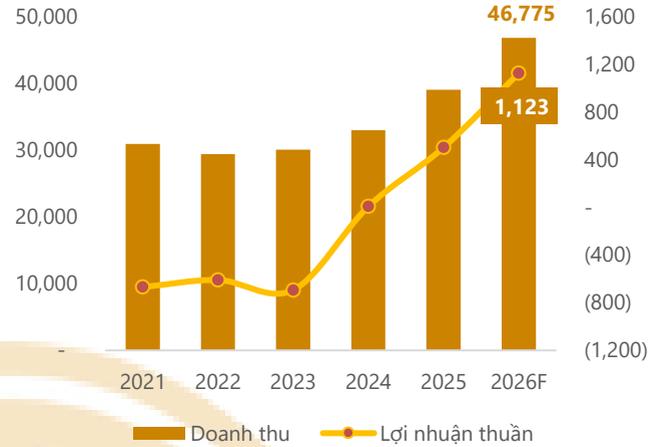
➤ **Hiệu quả hoạt động trên mỗi cửa hàng cải thiện mạnh:** Tăng trưởng LFL của các cửa hàng cũ trong 2025 đạt 9%, với động lực đến từ (1) Tăng trưởng từ số lượt hóa đơn nhờ mức độ thâm nhập của kênh bán lẻ hiện đại (MT) ngày càng tăng; (2) Hiệu quả vận hành cải thiện nhờ kiểm soát chi phí tốt, tỷ lệ SG&A giảm từ 23.8% xuống 21.7% trong 2025. Đối với các cửa hàng mở mới, hơn 90% trong đó đã nhanh chóng đạt điểm hòa vốn ở cấp độ EBITDA (lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao). Haseco ước tính doanh thu/cửa hàng tại thời điểm cuối 2025 đạt 0.77 tỷ đồng/tháng (+8.4% so với thời điểm đầu năm). Trong đó, doanh thu/cửa hàng:

- ❖ **Win is all you need:** 0.81 tỷ đồng/tháng (+8.0% YoY)
- ❖ **WinMart+ thành thị:** 0.55 tỷ đồng/tháng (+5.8% YoY)
- ❖ **WinMart+ nông thôn:** 0.47 tỷ đồng/tháng (+4.4% YoY)
- ❖ **Siêu thị WinMart:** 6.55 tỷ đồng/tháng (+13.7% YoY).

Doanh thu/cửa hàng/tháng (tỷ đồng)



Dự phóng KQKD WCM



Nguồn: WCM, Haseco ước tính

Về kế hoạch 2026, ban lãnh đạo đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu chuỗi từ 15%-21% YoY và biên lợi nhuận thuần đạt từ 1.8%-3%. Như vậy, Haseco ước tính doanh thu 2026 của chuỗi đạt 46,775 tỷ đồng (+18% YoY), lợi nhuận thuần đạt 1,123 tỷ đồng (+124% YoY) dựa trên kế hoạch tiếp tục nhân rộng chuỗi của doanh nghiệp và kết quả kinh doanh vượt kỳ vọng trong 2025.

So sánh với đối thủ chính của Wincommerce trong cuộc đua bán lẻ bách hóa hiện đại, dù Wincommerce có độ phủ cửa hàng gần như gấp đôi nhưng quy mô doanh thu và lợi nhuận vẫn không bằng - Haseco cho rằng điều này là hoàn toàn bình thường, nguyên nhân xuất phát từ khác biệt về mô hình kinh doanh và chiến lược của mỗi doanh nghiệp:

- Bách Hóa Xanh xác định lợi thế cạnh tranh lớn nhất của chuỗi là mô hình “thịt tươi, cá lợi”, họ đẩy mạnh phát triển ngành hàng tươi sống (chiếm 40-45% doanh thu) khi đã giải quyết được bài toán logistics, phân phối và tiêu thụ (ngành hàng này có đặc thù thời gian tồn kho thấp, dễ hư hỏng không giống các mặt hàng FMCGs nên việc giải quyết bài toán tồn kho và tiêu thụ là rất quan trọng). Vì vậy, mỗi cửa hàng mở mới đều có công thức thành công này, họ chọn cách mở chọn lọc để đảm bảo quy mô doanh thu/cửa hàng (trung bình khoảng 1.7-1.8 tỷ đồng/tháng). Điều này lý giải tại sao doanh thu trên mỗi cửa hàng của Bách Hóa Xanh cao hơn nhiều so với WinMart.
- Trong khi đó, Wincommerce có lợi thế từ hệ sinh thái tiêu dùng Masan, họ chọn cách mở nhanh để chiếm lĩnh thị phần. Với 4 mô hình cửa hàng, Wincommerce điều chỉnh các sản phẩm phù hợp với từng khu vực thành thị, nông thôn, vùng ven. Chẳng hạn, với mô hình nông thôn, WCM tập trung vào các mặt hàng FMCGs thay vì đồ tươi sống. Tại khu vực thành thị, chuỗi mở rộng thêm các mặt hàng nhu yếu phẩm để đáp ứng nhu cầu cao hơn của người tiêu dùng.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

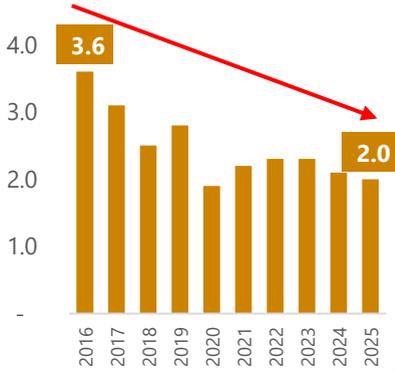
Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

III. MML - Hưởng lợi từ đà tăng giá heo hơi trong ngắn hạn

Quy mô đàn heo nái toàn quốc
Đơn vị: triệu con



Nguồn: Agromonitor

Trong nhiều năm, MML từng là gánh nặng tài chính của Masan, điển hình là ghi nhận lỗ 145 tỷ đồng và 386 tỷ đồng trong 2 năm 2022-2023, trước khi ghi nhận lợi nhuận dương 27 tỷ đồng và 619 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2025. Hiện MML đang là mảng đóng góp lợi nhuận lớn thứ 2 cho tập đoàn, ước tính khoảng gần 8% cơ cấu lợi nhuận.

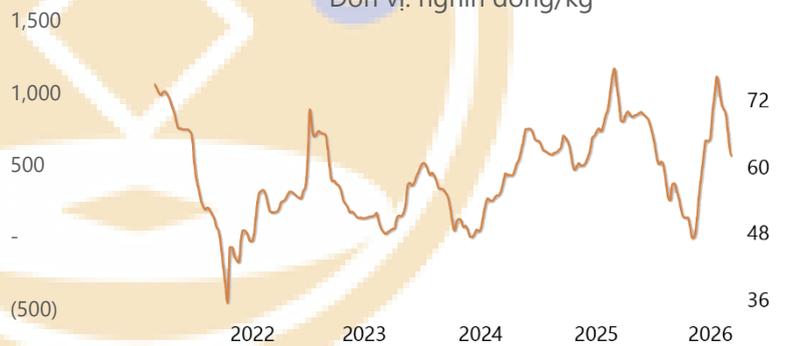
Trong đầu quý 1/2026, giá heo hơi đã tăng vọt lên mức 80,000-85,000 VND/kg trước khi quay về mức ổn định khoảng 60,000 VND/kg hiện tại. Haseco cho rằng điều này xuất phát từ bối cảnh ngành khi tình hình dịch bệnh ASF căng thẳng trở lại trong thời gian gần đây, các hộ nông dân nhỏ lẻ hiện đối mặt với tình trạng bán chạy dịch và phải tiêu hủy một lượng lớn heo chết vì dịch. Số liệu thống kê cho thấy, số heo tiêu hủy toàn quốc năm 2025 lên tới 1.2 triệu con, cao hơn số lượng tiêu hủy của cả 5 năm từ 2020 tới 2024 cộng lại. Điều này khiến đàn nái - chỉ báo nguồn cung heo thịt 6-12 tháng sau đang suy giảm. Đây sẽ là yếu tố hỗ trợ cho kết quả kinh doanh quý 1 của MML, chúng tôi ước tính lợi nhuận quý 1 của doanh nghiệp đạt khoảng 240 tỷ, trên tổng số 800 tỷ lợi nhuận dự phóng cả năm (+30.5% YoY).

Dự phóng KQKD MML



Nguồn: MML, Haseco ước tính

Giá heo hơi trong nước
Đơn vị: nghìn đồng/kg



Nguồn: Thị trường chăn nuôi (Agromonitor)

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

E. ĐỊNH GIÁ VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Haseco dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2026 đạt 102,035 tỷ đồng (+25% YoY) và 7,038 tỷ đồng (+71% YoY) với động lực chính đến từ (1) MCH vẫn là trụ cột đóng góp lợi nhuận chính; (2) Chuỗi WCM đóng góp cao hơn vào lợi nhuận tập đoàn nhờ đẩy mạnh mở mới và hiệu quả hoạt động cửa hàng cũ được cải thiện; (3) MSR thoát lỗ và tăng trưởng từ mức nền thấp giai đoạn 2024-2025.

Về phương pháp định giá, Haseco sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho 4 mảng chính: MCH, WCM, MML và TCB. Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng khi chưa đưa MSR vào mô hình định giá khi doanh nghiệp mới có lãi trở lại trong 2025 và khi so sánh với các mảng khác, quy mô còn khá nhỏ. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với mức giá mục tiêu cho năm 2026 là **101,300 VND/cổ phiếu**, tương đương với mức **upside 37.8%** so với giá đóng cửa ngày 16/03/2026.

Định giá MSN	
MCH	
- Lợi nhuận 2026 (tỷ)	7,753
- P/E (x)	15
- Tỷ lệ sở hữu của MSN	66.20%
Vốn hóa mục tiêu (tỷ) (1)	76,987
WCM	
- Doanh thu 2026 (tỷ)	46,775
- P/S (x)	1.2
- Tỷ lệ sở hữu của MSN	52.60%
Vốn hóa mục tiêu (tỷ) (2)	29,524
MML	
- Lợi nhuận 2026 (tỷ)	800
- P/E (x)	8
- Tỷ lệ sở hữu của MSN	94.30%
Vốn hóa mục tiêu (tỷ) (3)	6,035
TCB	
- Vốn hóa mục tiêu TCB	276,400
- Tỷ lệ sở hữu của MSN	15%
Vốn hóa mục tiêu (tỷ) (4)	41,460
Định giá MSN (tỷ) (5) = (1) + (2) + (3) + (4)	154,006
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	101,300
Upside	37.80%

Nguồn: Haseco ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Phụ lục: Dự phóng kết quả kinh doanh MSN

Khoản mục	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	77,218	88,629	76,189	78,252	83,178	81,621	102,035
Giá vốn hàng bán	-59,329	-66,494	-55,154	-56,131	-58,522	-56,041	-69,384
Lãi gộp	17,889	22,135	21,035	22,121	24,656	25,581	32,651
Thu nhập tài chính	1,431	6,800	2,576	2,405	4,044	2,094	3,061
Chi phí tài chính	-4,557	-5,707	-6,362	-8,130	-7,900	-6,916	-8,163
Lãi/(Lỗ) từ liên doanh	2,640	3,897	4,340	3,896	4,444	5,080	5,612
Chi phí bán hàng	-13,166	-11,786	-12,512	-14,192	-14,565	-14,203	-16,326
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-3,041	-4,065	-3,854	-3,750	-3,917	-3,714	-5,102
Lãi/(Lỗ) từ HĐKD	1,196	11,273	5,223	2,350	6,761	7,922	11,734
Thu nhập khác	1,613	501	280	310	180	446	558
Chi phí khác	-484	-286	-355	-97	-916	-480	-601
Lãi/(Lỗ) ròng trước thuế	2,325	11,489	5,147	2,563	6,025	7,888	11,692
Chi phí thuế TNDN	-930	-1,387	-393	-693	-1,752	-1,125	-1,637
Lãi/(Lỗ) ròng sau thuế	1,395	10,101	4,754	1,870	4,272	6,764	10,055
Lợi ích cổ đông thiểu số	161	1,538	1,187	1,451	2,273	2,655	3,016
Lợi nhuận công ty mẹ	1,234	8,563	3,567	419	1,999	4,108	7,038

*Nguồn: Haseco ước tính***CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG**

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825