CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (HSX: MSN)

Điểm bùng nổ mới từ HĐKD khí hiếm Tungsten

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q4-FY25	Q3-FY25	+/- qoq	Q4-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	23.246	21.164	9,8%	22.702	2,4%
Lợi nhuận sau thuế	1.474	1.209	22,0%	691	113,3%
LNTT & lãi vay	2.542	2.083	22,0%	2.552	-0,4%
LNTT & lãi vay/DT thuần	10,9%	9,8%	109bps	11,2%	-31bps

Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Q4-FY25: Giữ vững đà tăng trưởng ổn định

- Ở Q4-2025, doanh thu thuần đạt 23.246 tỷ đồng (+9,8% QoQ, +2,4%YoY), LNST Cty Mẹ đạt đạt 1.474 tỷ đồng (+22,0% QoQ, +113,3% YoY) vượt kỳ vọng chuyên viên 1.200 tỷ đồng nhờ sự chuyển mình ấn tượng của MSR (giá Tungsten/đồng tăng cao, hỗ trợ lợi nhuận cao kỷ lục trong quý, đạt 222 tỷ đồng sv mức lỗ 206 tỷ đồng năm ngoái), KQKD tốt hơn dự kiến của các CTLKLD với đóng góp lớn từ TCB (+81,2% YoY) và sự tiết giảm chi phí lãi vay (-19,3% YoY) khi thu xếp được mức lãi suất vay (7,4%/năm so với bình quân 9-10%/năm ở các quý trước đó).

Triển vọng FY26: Thuận buồm xuôi gió

- Chúng tôi cũng kỳ vọng các câu chuyện riêng ở từng mảng tiêu dùng MSN tiếp tục phát huy hiệu quả: MCH (tăng trưởng ổn định trở lại sau khi hoàn thành chiến dịch tái cấu trúc kênh GT), MML (đẩy mạnh các mảng biên LN cao và tiếp đà hưởng lợi giá heo cao), WCM (định phí cửa hàng ở mức phù hợp, MSN hướng đến cải thiện biên lợi nhuận thông qua gia tăng doanh thu mỗi cửa hàng song song mở thêm 1.000 cửa hàng toàn quốc).
- Riêng MSR, việc thoái vốn khỏi nền tảng lỗ lớn "H.C. Starck" đi kèm thuận lợi trong hoạt động nổ mìn khai thác hơn và giá các nguyên liệu chủ chốt như Tungsten tăng mạnh (x3 lần trong 6 tháng qua) giúp MSR dự kiến bùng nổ LNST năm 2026, dự kiến đạt 2.961 tỷ đồng (sv 21 tỷ đồng năm 2025) trong kịch bản giá Tungsten duy trì 1.500 đô/MTU cả năm nay.
- Qua đó, chúng tôi dự phóng LNST Cty Mẹ của MSN ở Q1-2026 đạt 2.076 tỷ đồng (+427,1% YoY).
- Tựu chung lại, chúng tôi dự phóng KQKD của MSN năm 2026 với doanh thu thuần đạt 103.525 tỷ đồng (+26,8% YoY). LNST/EPS đạt 8.137 tỷ đồng (+98,0% YoY) và 5.351 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Chúng tôi phản ánh tiềm năng đầu tư với cổ phiếu MSN thông qua hình ảnh "nợ xuôi đuôi lọt", hàm ý hai điều (1) quản trị nợ/nguồn vốn được xem là tiên quyết với mô hình tập đoàn đa ngành như MSN, (2) cả KQKD/tiềm năng giá cổ phiếu MSN bị ảnh hưởng đáng kể bởi gánh nặng nợ gia tăng mạnh từ 2020 sau nhiều thương vụ sáp nhập mô hình mới. Tại thời điểm này, chúng tôi đã nhìn thấy nhiều điểm chuyển trong quản trị nợ vay của MSN khi các mô hình kinh doanh cũ ổn định/mới bùng nổ từ (1) câu chuyện hồi phục trở lại của MCH nhờ chiến dịch retail subpreme, (2) mở rộng mạng lưới cửa hàng dựa trên công thức sinh lời đã hình thành từ 2025 của WCM, PLH, qua đó thúc đẩy mô hình MML.

Đặc biệt hơn cả, MSN đón thêm "thiên thời" nhờ câu chuyện giá Tungsten APT (đại diện Europe Tungsten APT 88.5% In warehouse Rotterdam) ghi nhận đà tăng đột biến qua từng tháng lần lượt 24,9%/34,3%/43,9% MoM ở T1/2/3 năm 2026, đạt mức 2.495 đô/MTU vào ngày 01/04/2026 – mức cao nhất mọi thời đại. Điều này dự kiến kéo dài do sự mất cân đối cung – cầu trên thế giới từ 2025 liên tục gia tăng liên quan đến biến động tại hai quốc gia dẫn đầu trong sản lượng khai thác/tiêu thụ, Mỹ - Trung.

*Chúng tôi thực hiện định giá bằng phương pháp định-giá-từng-phần (SoTP) cho MSN để phản ánh chính xác tiềm năng tăng trưởng/rủi ro của nhiều mảng kinh doanh Công ty lên MSN. Do tăng dự phóng LNST của MSN thêm 33,6%/46,0% năm 2026/27F & thay đổi phương pháp định giá MSR phản ánh chính xác giá trị tài sản doanh nghiệp đi kèm bổ sung chiết khấu tập đoàn trong định giá tổng của MSN để phản ánh rủi ro quản trị tập đoàn, chúng tôi điều chỉnh tăng 3% giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu MSN lên **111.100 đồng/cổ phiếu,** tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 20,7x và 15,0x. Dựa trên giá đóng cửa ngày 13/04/2026, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với MSN với mức sinh lợi kỳ vọng 43% sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 7% trong tháng qua.*

MUA	**+43%**
Giá thị trường (đồng)	77.000
Giá mục tiêu (đồng)	111.100

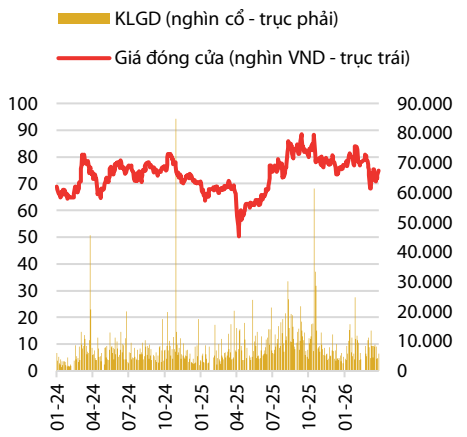
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 0

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Đa ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)	105.986
SLCPDLH (triệu CP)	1.521
KLGD bình quân 20 phiên (nghìn CP)	7.312
Free Float (%)	58,4
Giá cao nhất 52 tuần	88.500
Giá thấp nhất 52 tuần	50.300
Beta	1,2

	FY25	Hiện tại
EPS	2.702	2.707
Tăng trưởng EPS (%)	104,5	23,4
P/E	31,1	29,9
P/B	3,6	3,3
EV/EBITDA	17,2	16,2
ROE (%)	12,5	12,5

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

CTCP Masan	30,86
CT TNHH MTV Xây dựng Hoa Hướng Dương	13,08
SK Invesment Vina I Pte. Ltd.	3,82
Khác	51,98
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	76,1

KQKD Q4-2025 – Giữ vững đà tăng trưởng ổn định

LNST Cty Mẹ đạt 1.474 tỷ đồng (+22,0% QoQ, +113,3% YoY) vượt kỳ vọng chuyên viên 1.200-1.400 tỷ đồng. Tương tự các quý trước của 2025, thành quả này đến từ sự cải thiện biên lợi nhuận tại WCM, MHT, MML, PLH và đóng góp từ TCB:

Masan Consumer (MCH)

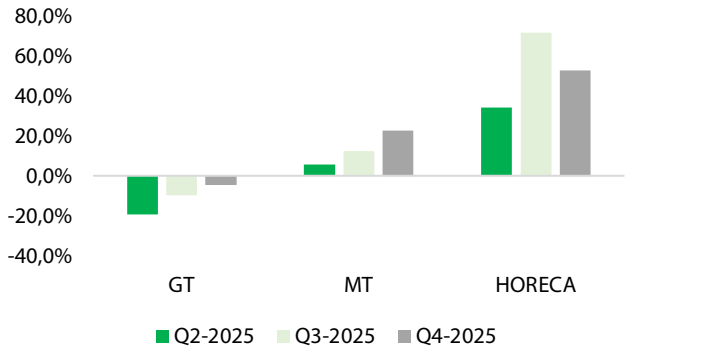
Doanh thu MCH Q4-2025 đạt 9.275 tỷ đồng (+23,4% QoQ, +3,7% YoY), cấu thành từ việc thu hẹp đà giảm YoY ở kênh chủ lực GT (chiếm ~80% tỷ trọng doanh thu) (*) sau tái cấu trúc và mở tốc tăng trưởng YoY (trên 20,0%) ở các kênh xu hướng như MT, HORECA, TMĐT. Kết quả này là đáng chú ý nếu xét theo tính mùa vụ (tết 2026 đến trễ sv 2025) vì doanh thu tết 2026 rơi vào Q1-2026 trong khi doanh thu tết 2025 rơi vào Q4-2024.

- **Xét về ngành hàng,** các ngành hàng còn tồn kho cao ở hệ thống sĩ như gia vị bị ảnh hưởng mạnh hơn từ việc tái cấu trúc này do các kênh sĩ ưu tiên bán xong lượng hàng nhập cao trước đó và không nhập mới thêm theo ý chí của MCH. Ngược lại, các ngành hàng mới như Đồ uống, HPC hưởng lợi tốt hơn.
- **Tuy nhiên, điểm nghẽn trong tồn kho điểm sĩ của MCH dự kiến tháo gỡ hoàn toàn trong năm 2026 khi MCH hoàn tất tái cấu trúc từ T9-2025.** Chúng tôi quan sát hai chỉ số hàm ý rõ luận điểm trên bao gồm tỷ trọng doanh thu của điểm sĩ trong MCH sụt về 33% ở Q4-2025 (sv 60% trước đó) & số ngày tồn kho ở nhà phân phối tổng sụt về 10 ngày ở Q4-2025 (sv 19 ngày ở Q1-2025, 15 ngày ở Q2, 3-2025) cho thấy MCH tạo điểm chạm B2C nhiều hơn, vốn có xu hướng tái nhập hàng nhiều đợt theo nhu cầu thay vì nhập một lần như điểm sĩ. Ngoài ra, tồn kho ở những điểm sĩ lớn đã xuống mức thấp, buộc phải quay trở lại nhập hàng từ quý sau để duy trì kinh doanh nhất là khi hàng MCH là hàng thiết yếu và thị phần MCH trên kênh sell-out (trực tiếp người tiêu dùng) không ảnh hưởng lớn.

Các điểm nhấn số liệu về chiến dịch tái cấu trúc kênh GT của MCH	Mục đích MCH
Tổng điểm bán lẻ bao phủ đạt 413 nghìn điểm (+70% sv trước tái cấu trúc).	**Giảm hoàn toàn phụ thuộc kênh phân phối sĩ – trung gian nhỏ, duy trì hệ thống nhà phân phối lớn – nhân viên kinh doanh vùng** nhằm dễ kiểm soát chiến lược kinh doanh thích ứng với thị trường. Bên cạnh đó, MCH dễ dàng tung sản phẩm mới/ngành mới lan tỏa các hệ thống nhanh hơn vì đã loại bỏ các chủ thể trung gian thường e ngại nhập các loại hàng này. (Nước uống, chăm sóc cá nhân/gia đình là hai ngành hàng hưởng lợi nhất)
Lượt ghé thăm điểm bán của nhân viên tăng 2 lần sv trước tái cấu trúc.	
Tỷ trọng doanh thu của nhà phân phối sĩ trong MCH còn 33% (sv 60% trước tái cấu trúc)	
Số lượng nhân viên không đổi (~3.500 người) nhưng lượng điểm bán đảm nhiệm/người tăng 40% sv trước tái cấu trúc, đạt 105 điểm/tháng/người.	
Số lượng SKU bán trên mỗi đơn đặt hàng tại điểm bán tăng 70% sv trước tái cấu trúc, đạt 4,0 SKU/đơn.	

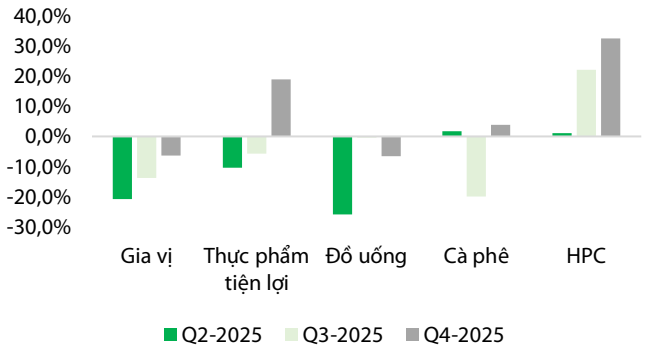
Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng YoY doanh thu MCH theo kênh (%)



Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng YoY doanh thu MCH theo ngành hàng (%)



Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

LNST Cty Mẹ của MCH đạt 2.079 tỷ đồng (+24,1% QoQ, -10,7% YoY), tương ứng biên LN ròng đạt 22,4% (đi ngang QoQ, -363bps YoY), chủ yếu do lợi nhuận tài chính ròng sụt giảm 42,5% YoY, đạt 129 tỷ đồng do không còn khoản chi trả cổ tức bằng tiền mặt đáng kể là 23 nghìn tỷ đồng như năm ngoái.

Lưu ý thêm, việc sụt giảm biên LN gộp (-134bps YoY) (*), được bù trừ lại từ tối ưu chi phí bán hàng từ đội ngũ/cách xây dựng kênh bán hàng mới **(CPBH&QLDN/D.thu thuần -414bps YoY). Do đó, MCH gần như không thay đổi biên LNTT & lãi vay.**

(*) Từ ảnh hưởng sự thay đổi tạm thời trong cơ cấu doanh thu (nhóm ngành biên thấp tăng tỷ trọng doanh thu như thực phẩm tiện lợi & cà phê) và những cải tiến sản phẩm liên tục (sản lượng tiêu thụ thấp nên chi phí sản xuất mỗi đầu sản phẩm tăng ở giai đoạn đầu tung sản phẩm ra thị trường).

Bảng 1: KQKD MCH Q4-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4-2025	Q3-2025	Tăng trưởng QoQ	Q4-2024	Tăng trưởng YoY	2025	Tăng trưởng YoY
Doanh thu thuần	**9.275**	**7.517**	**23,4%**	**8.942**	**3,7%**	**30.557**	**-1,1%**
Gia vị	3.267	2.457	33,0%	3.487	-6,3%	10.405	-7,1%
Thực phẩm tiện lợi	2.660	2.464	8,0%	2.236	19,0%	9.327	1,2%
Thức uống giải khát	1.338	1.269	5,4%	1.431	-6,5%	4.901	-7,0%
Cà phê	650	324	100,5%	626	3,8%	1.821	-2,9%
HPC	711	571	24,5%	537	32,5%	2.174	14,3%
Xuất khẩu	585	359	62,8%	447	30,7%	1.647	26,8%
Khác	65	73	-10,8%	179	-63,7%	282	110,4%
LN gộp	**4.208**	**3.430**	**22,7%**	**4.176**	**0,7%**	**13.906**	**-3,5%**
CPBH&QLDN	**-2.120**	**-1.711**	**23,9%**	**-2.414**	**-12,2%**	**-6.779**	**-1,5%**
Lợi nhuận tài chính ròng	**173**	**129**	**34,2%**	**302**	**-42,5%**	**545**	**-61,7%**
LNST	**2.079**	**1.676**	**24,1%**	**2.329**	**-10,7%**	**6.667**	**-14,6%**
Biên LN gộp	*45,4%*	*45,6%*	*-26bps*	*46,7%*	*-134bps*	*45,5%*	*-111bps*
CPBH&QLDN/D.thu thuần	*22,9%*	*22,8%*	*9bps*	*27,0%*	*-414bps*	*22,1%*	*-394bps*
Biên LN ròng	*22,4%*	*22,3%*	*12bps*	*26,0%*	*-363bps*	*21,8%*	*-344bps*

Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

Masan MEATLife (MML)

Hai chỉ tiêu doanh thu & LNST của MML vẫn duy trì đà tích cực trong Q4-2025, cụ thể:

- **Doanh thu của MML đạt 2.437 tỷ đồng (+2,2% QoQ, +10,6% YoY),** được thúc đẩy từ hai mảng thịt chế biến (+10,4% YoY), chăn nuôi gà (+31,0% YoY), riêng mảng chăn nuôi heo tăng trưởng âm nhẹ ở quý này (-4,9% YoY) khi không còn hiệu ứng giá heo tăng.
- **LNST Cty Mẹ đạt 125 tỷ đồng (+60,4% QoQ, +26,8% YoY), tương đương biên LN ròng 5,1% (+187bps QoQ, +66bps YoY)),** cấu thành từ tăng trưởng doanh thu cao & cấu trúc chi phí được tối ưu dần từ khi xoay chuyển chiến lược kinh doanh sang các nhóm sản phẩm biên cao, cụ thể: (1) thịt giao B2B sang B2C với traffic khách hàng và biên LN tốt hơn(hiện có tỷ lệ B2C-B2B đạt 55-45 hướng đến 75-25 đến 2030 - *), (2) nhóm sản phẩm cao cấp thịt chế biến (31,0% trong tỷ trọng doanh thu thịt chế biến, +1.300bps YoY trong năm 2025) & nhóm sản phẩm ăn vặt (x2 YoY trong năm 2025).

(*) MML dùng hệ thống WCM để gia tăng tỷ trọng kênh B2C trong doanh thu thuần. Sản lượng, độ phủ của thịt mát (heo, gà, chế biến) gia tăng ở các điểm bán B2C hơn, đặc biệt trong hệ thống WCM vốn đang mở rộng nhanh. Doanh thu MML tại WCM/ngày/điểm bán đạt 2,1 triệu đồng, +13,7% YoY, hướng tới mục tiêu 3 triệu đồng, tỷ lệ thịt MML trong tổng thịt bán ra WCM đạt 61%, +600bps YoY.

Lưu ý, phí mua hợp đồng một lần chỉ còn 8 tỷ đồng, tương tự Q3-2025 sv bình quân 150 tỷ đồng ở Q2-2025 ghi nhận vào thu nhập tài chính, nên LNST khó quay lại đỉnh như Q2-2025.

Bảng 2: KQKD MML Q4-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4-2025	Q3-2025	Tăng trưởng QoQ	Q4-2024	Tăng trưởng YoY	2025	Tăng trưởng YoY
Doanh thu thuần	**2.437**	**2.384**	**2,2%**	**2.204**	**10,6%**	**9.230**	**20,7%**
Thịt gà	579	572	1,2%	442	31,0%	2.034	28,3%
Thịt heo	926	997	-7,1%	974	-4,9%	3.952	15,9%
Thịt chế biến	916	809	13,2%	775	18,2%	3.244	22,9%
LN gộp	**715**	**656**	**9,0%**	**616**	**16,2%**	**2.581**	**31,6%**
CPBH&QLDN	**-517**	**-512**	**0,9%**	**-503**	**2,8%**	**-2.073**	**15,6%**
Lợi nhuận tài chính ròng	**-39**	**-42**	**-7,1%**	**-36**	**6,6%**	**119**	**-176,2%**
LNST Cty Mẹ	**125**	**78**	**60,4%**	**99**	**26,8%**	**563**	**1982,2%**
Biên LN gộp	*29,4%*	*27,5%*	*183bps*	*27,9%*	*141bps*	*28,0%*	*232bps*
CPBH&QLDN/D.thu thuần	*21,2%*	*21,5%*	*-28bps*	*22,8%*	*-160bps*	*22,5%*	*-99bps*
Biên LN ròng	*5,1%*	*3,3%*	*187bps*	*4,5%*	*66bps*	*6,1%*	*575bps*

Nguồn: MML, CTCK Rồng Việt

Wincommerce (WCM)

Doanh thu thuần của WCM đạt doanh thu thuần 10.520 tỷ đồng (đi ngang QoQ, +22,9% YoY), nhờ việc mở rộng nhanh cả về hệ thống cửa hàng, đạt 4.592 CH (+764 CH YoY chủ yếu ở mô hình siêu thị nhỏ WMP tại khu vực miền Trung và Bắc, vượt kế hoạch 700 cửa hàng mở mới năm nay) và hiệu quả doanh thu mỗi cửa hàng đạt 0,76 tỷ đồng/tháng (-6,7% QoQ, do mở mới CH quý 4 cao điểm, nhưng +2,5% YoY). Cụ thể ở từng chuỗi:

- Mô hình siêu thị nhỏ – WMP đạt doanh thu thuần 7.526 tỷ đồng (+24,6% YoY), đến phần nhiều từ sự tăng tốc tầm ảnh hưởng nhanh chóng tại khu vực nông thôn – nơi WCM nhìn nhận là thị trường trọng tâm với tỷ lệ thâm nhập kênh MT thấp và đang trong điểm "giao thời GT-MT" – hiện đang diễn ra mạnh mẽ từ Q4-2025. Các chỉ số kinh doanh ở khu vực nông thôn của WMP vượt trội qua từng quý. (*)

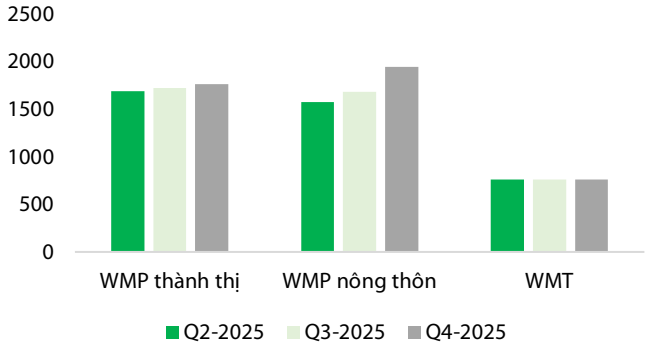
(*) *WMP nông thôn tập trung vào hàng khô FMCGs "value-for-money" thay vì hàng tươi sống như thành thị với chính sách giá bán/diện tích/số lượng nhân viên/số lượng SKUs linh hoạt, tạo hiệu quả tính đến lúc này của WCM. Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ mở mới trước năm 2023 (life-for-life growth – LFL) của mô hình duy trì ở mức đỉnh 11,1% YoY.*

- Mô hình siêu thị lớn – WMT: nỗ lực cải tạo từng cửa hàng hướng tới cải tảo hết 130 cửa hàng năm 2026, không mở mới suốt 3 năm qua. Doanh thu mỗi CH đạt 6,33 tỷ đồng/tháng (+8,6% YoY) cho thấy hiệu quả cải tạo, tăng cả lượt mua hàng và cả doanh số trên mỗi hóa đơn mỗi ngày (+2,4% YoY)

Nhìn chung, WMP vẫn là "cánh tay nối dài" của WCM tại Việt Nam – vốn đang chuộng mô hình siêu thị nhỏ phù hợp văn hóa tiêu dùng & hạ tầng giao thông. Trong khi đó, WMT được xây dựng nhiều cho tương lai trong quá trình tìm công thức vận hành tốt nhất, theo chuẩn của các siêu thị/đại siêu thị ở các nước phát triển như diện tích to (trên 200m2), đa dạng SKUs được phân loại theo các góc riêng biệt trong cửa hàng, tỷ lệ hàng tươi cao, đặt tại các chung cư đô thị.

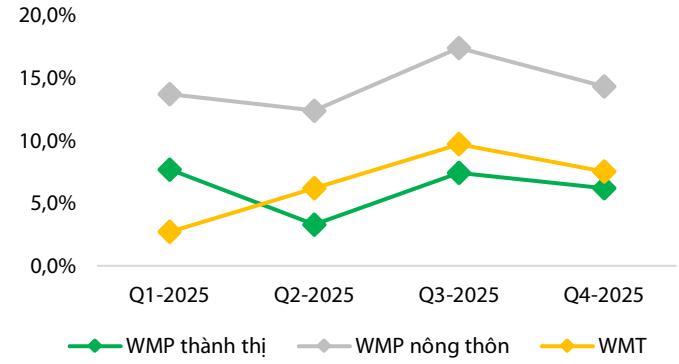
Tăng trưởng cao của doanh thu mỗi cửa hàng đi kèm tối ưu các chi phí tiện ích hơn sv những quý trước giúp WCM đạt LNST 257 tỷ đồng (+46,9% QoQ, +25,1% YoY), tương đương biên LN ròng 2,4% (vượt 2,0% lần đầu kể từ Q1-2025).

Số lượng cửa hàng WCM theo mô hình (cửa hàng)



Nguồn: WCM, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng LFL WCM theo mô hình (%)



Nguồn: WCM, CTCK Rồng Việt

Masan High-tech (MSR)

MSR đạt LNST 222 tỷ đồng (x4 QoQ, +428 tỷ đồng sv mức lỗ năm ngoái).

- Câu chuyện tích cực mới ở MSR nằm ở tỷ lệ thu hồi (% kim loại/ khoáng sản có ích được tách ra thành sản phẩm thương mại so với lượng kim loại có trong quặng đầu vào) tăng tốt ở cả Fluorit & Tungsten, được xem là thành quả của tối ưu hóa mạch quặng từ bảo trì nhà máy, qua đó tối ưu được biên LN HĐKD đáng kể (19,8%, +1.517bps YoY).
- Những khoản chi phí một lần lớn liên quan đến thương vụ H.C. Starck từng xuất hiện tại Q4-2024 không tái diễn, cũng giúp MSR nở rộng biên LN ròng như (1) không còn chịu khoản lỗ 700 tỷ đồng do write-off XDCB dở dang, (2) không còn chịu chi phí thuế TNDN hoãn lại 488 tỷ đồng.
- Các điểm tích cực khác tương tự các quý trước vẫn được duy trì bao gồm giá bán đầu ra thuận lợi (giá Tungsten, bismuth), giảm chi phí lãi vay và các khoản lỗ kinh doanh sau khi thoái vốn H.C. Starck tương tự.

Bảng 3: KQKD MSR Q4-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4-2025	Q3-2025	Tăng trưởng QoQ	Q4-2024	Tăng trưởng YoY	2025	Tăng trưởng YoY
Doanh thu thuần	**2.395**	**2.041**	**17,3%**	**3.868**	**-38,1%**	**7.443**	**-48,1%**
Đồng	398	311	28,1%	792	-49,8%	1.325	-8,1%
Fluorit	228	443	-48,4%	631	-63,8%	1.432	7,4%
Tungsten	1.640	1.246	31,7%	2.444	-32,9%	4.467	-60,8%
Bismuth & khác	128	42	206,4%	0	+128 tỷ đồng	219	43,8%
LN gộp	**515**	**400**	**28,8%**	**381**	**35,4%**	**1.375**	**54,1%**
CPBH&QLDN	**-40**	**-124**	**-67,7%**	**-200**	**-79,9%**	**-178**	**-78,2%**
Lợi nhuận tài chính ròng	**-244**	**-263**	**-7,5%**	**992**	**-124,5%**	**-1.070**	**191,4%**
LNST	**222**	**5**	**4210,2%**	**-216**	**-203,1%**	**11**	**+1650 tỷ đồng**
Biên LN gộp	*21,5%*	*19,6%*	*192bps*	*9,8%*	*1168bps*	*18,5%*	*1225bps*
CPBH&QLDN/D,thu thuần	*1,7%*	*6,1%*	*-441bps*	*5,2%*	*-349bps*	*2,4%*	*-329bps*
Biên LN ròng	*9,3%*	*0,3%*	*904bps*	*-5,6%*	*1487bps*	*0,2%*	*1158bps*

Nguồn: MSR, CTCK Rồng Việt

PhucLong Heritage (PLH)

PLH đạt doanh thu thuần 518 tỷ đồng (đi ngang QoQ, +23,9% YoY) thông qua việc mở rộng thêm cửa hàng 13 cửa hàng (đạt tổng 187 cửa hàng nằm ngoài hệ thống WCM) và doanh thu mỗi CH đạt 0,85 tỷ đồng/tháng (-6,1% QoQ, +12,3% YoY), là kết tinh của việc thay đổi

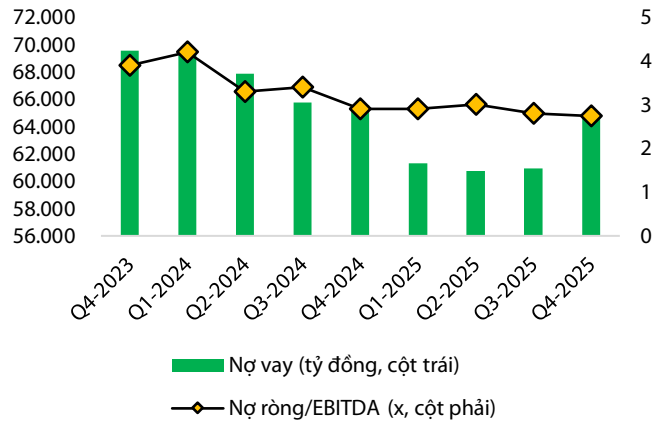
nhận diện cửa hàng, tăng quy mô hóa đơn mua hàng của khách (qua nhiều gói sản phẩm nước uống & đồ ăn đi kèm, thể hiện qua chiến lược lấn sân sang mảng đồ ăn có hiệu quả với doanh thu +39,5% YoY).

PLH vẫn giữ biên LN ròng ổn định qua các quý, 10,2% (+353bps YoY) ngang với chuỗi cà phê dẫn đầu Việt Nam hiện nay Highlands (theo ước tính chúng tôi), tương đương **LNST 53 tỷ đồng (đi ngang QoQ, +89% YoY)**.

Lợi nhuận từ CTLK – chủ yếu Techcombank (TCB) (MSN sở hữu 19,7%) khoảng 1.384 tỷ đồng (+81,2% YoY).

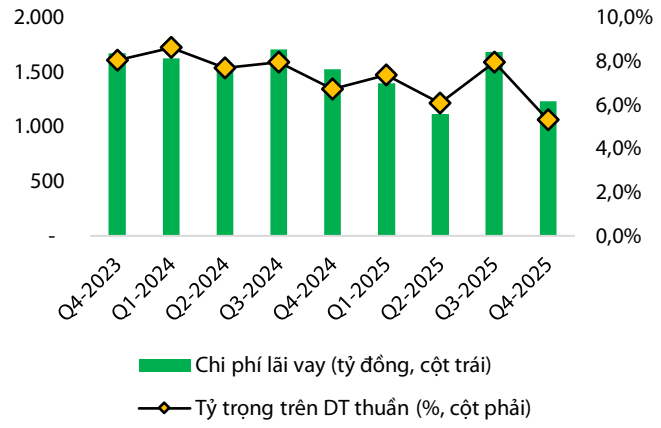
Chi phí lãi vay cũng ghi nhận giảm -19,0% YoY đạt 1.231 tỷ đồng, có thể là thành quả từ việc đàm phán các khoản nợ vay với lãi suất vay đô la tốt hơn (đã thu xếp hai lần trong năm 2025 đưa lãi suất vay về mức 1,9%/năm từ 3,5%/năm, và đều được phòng ngừa rủi ro tỷ giá). Việc cắt giảm nợ vay & chi phí lãi vay cũng là ưu tiên hàng đầu của MSN trong trung hạn (chỉ số Nợ vay ròng/EBITDA đạt 2,74x, mục tiêu giảm về 2,0x). Phương án thoái vốn cho các NĐT chiến lược ở các mô hình kinh doanh ngoài tiêu dùng – bán lẻ như MSR dự kiến được đẩy mạnh, MSR hiện đang trong quá trình tìm kiếm đối tác chiến lược khi năm 2026 dự kiến mô hình kinh doanh thuận lợi hơn, theo chia sẻ của Công ty.

Nợ vay MSN qua từng quý



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Chi phí lãi vay MSN qua từng quý



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Thống kê LNST của các mảng kinh doanh MSN trong Q4-2025

LNST trước MI (tỷ đồng)	Q4-2025	Q3-2025	Tăng trưởng QoQ	Q4-2024	Tăng trưởng YoY	2025	Tăng trưởng YoY
Masan Consumer (MCH)	2.104	1.698	23,9%	2.368	-11,1%	6.764	-14,6%
WinCommerce (WCM)	257	175	46,9%	205	25,1%	504	Tăng 502 tỷ đồng YoY
Masan MEATLife (MML)	153	101	51,0%	85	79,6%	619	2342,0%
Masan High-Tech Materials (MSR)	222	5	4210,2%	-206	-207,9%	11	Tăng 1,598 tỷ đồng YoY
PhucLong Heritage (PLH)	53	55	-3,6%	28	89,3%	172	80,0%
TCB & CTLKLD khác	1.384	1.265	9,5%	764	81,3%	5.080	14,3%
Biên LN ròng (%)	**Q4-2025**	**Q3-2025**	**Tăng trưởng QoQ**	**Q4-2024**	**Tăng trưởng YoY**	**2025**	**Tăng trưởng YoY**
Masan Consumer (MCH)	22,7%	22,6%	9bps	26,5%	-379bps	22,1%	-350bps
WinCommerce (WCM)	2,4%	1,7%	78bps	2,4%	4bps	1,3%	129bps
Masan MEATLife (MML)	6,3%	4,3%	202bps	3,9%	241bps	6,7%	637bps
Masan High-Tech Materials (MSR)	9,3%	0,3%	902bps	-5,3%	1460bps	0,2%	1122bps
PhucLong Heritage (PLH)	10,2%	10,7%	-43bps	6,7%	353bps	9,1%	320bps

Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Dự phóng Q1-2026: Tăng trưởng đồng đều từ tất cả mô hình kinh doanh, điểm sáng lớn nhất nằm ở Masan High-tech (MSR)

Bảng 5: Dự phóng KQKD Q1-2026 của MSN

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2026	+/-YoY	+/-QoQ	Giả định
Doanh thu thuần	**26.272**	**39,0%**	**13,0%**	
Masan Consumer (MCH)	8.627	15,2%	-7,0%	KQKD nội địa khởi sắc trở lại sau khi hoạt động tái cấu trúc kênh GT hoàn tất từ T9-2025. Số liệu doanh thu ước tính 2T-2026 của MCH cũng cho thấy điều này với 5.160 tỷ đồng (+15,2% YoY), sự tích cực lan tỏa hầu hết các ngành hàng: gia vị (+22,8% YoY), thực phẩm tiện lợi (+10,3% YoY), đồ uống đóng chai (đi ngang YoY), cà phê (+6,6% YoY), hóa mỹ phẩm (+27,7% YoY), kinh doanh quốc tế (đi ngang YoY).
WinCommerce (WCM)	11.597	32,0%	10,2%	Được dẫn dắt bởi việc nhân rộng mạng lưới cửa hàng (+200 cửa hàng trong quý này, dự kiến đạt 1.000 cửa hàng cuối năm 2026) và doanh thu mỗi cửa hàng gia tăng tốt (0,54 tỷ đồng/tháng/WMP sv 0,53 tỷ đồng cùng kỳ, 7,1 tỷ đồng/tháng/WMT sv 6,61 tỷ đồng cùng kỳ).
Masan MeaLife (MML)	2.357	13,9%	-3,3%	Tiếp tục đẩy mạnh các mảng có biên LN tốt và theo xu hướng chung thị trường như thịt heo mát, thịt gà mát, thịt chế biến vào sâu hơn các kênh phân phối: WCM, kênh GT, HORECA. KQKD quý này cũng được hỗ trợ bởi giá heo hơi gia tăng sv cùng kỳ ở 2 tháng tết cao điểm (T1: +5,7%, T2: +1.4%).
PhucLong Heritage (PLH)	536	26,3%	3,4%	Được hỗ trở bởi (1) tăng trưởng SSSG 8,0-10,0% YoY thông qua chương trình WINMembership, các chiến dịch quảng cáo/chiết khấu mạnh hơn, (2) hệ thống CH tăng 26 CH YoY (ước tính tới cuối quý này)
Masan High-tech (MSR)	3.155	126,5%	31,7%	Do câu chuyện "chuyển địa điểm khai thác từ Đông sang Tây", sản lượng khai thác mỏ của MSR dự kiến ở mức thấp tương đương cùng kỳ, nên mức tăng trưởng doanh thu của Công ty đóng góp từ giá bán. Sóng tăng giá hàng hóa trước biến động từ địa chính trị Trung Đông & cơn sốt TTDL, đẩy giá bán bình quân của MSR ở hai mảng chủ lực ghi nhận đà tăng lần lượt +13,5% YoY cho đồng, +107,5% YoY cho Tungsten.
LN trước thuế và lãi vay	**3.174**	**94,1%**	**24,9%**	
Masan Consumer (MCH)	2.025	17,6%	-9,3%	Được hỗ trở bởi công suất hoạt động tối ưu hơn sv cùng kỳ giúp chi phí giá vốn trên mỗi sản phẩm giảm bớt hỗ trợ biên LNTT & lãi vay cải thiện YoY.
WinCommerce (WCM)	209	50,2%	-42,4%	WCM dự kiến cải thiện biên LNTT & lãi vay lên hơn 1,8% - ngang với mức Q4-2025 nhờ duy trì tỷ lệ SSSG tốt (8-10%) ở các cửa hàng cũ và thời gian hòa vốn các cửa hàng WCM được rút ngắn (0-3 tháng thay vì 3-6 tháng ở năm 2025, theo ước tính chúng tôi) và khả năng kiểm soát chi phí khuyến mãi/chiết khấu/tiện ích tiết giảm hơn theo chia sẻ MSN.
Masan MeaLife (MML)	75	23,4%	-62,0%	
PhucLong Heritage (PLH)	64	26,0%	-6,9%	Chủ yếu hỗ trợ bởi đòn bẩy hoạt động tốt hơn (định phí/doanh thu giảm)
Masan High-tech (MSR)	800	641,5%	68,3%	Giá bán đầu ra tăng và loại bỏ tảng đá đen "H.C. Starck" giúp giảm bớt gánh nặng lên biên LN. MSR phải duy trì tỷ lệ Tungsten phối trộn trong sản xuất là 35:65 tương tự 2025 theo chia sẻ MSN, tức vẫn chịu ảnh hưởng một phần từ giá Tungsten tăng lên giá đầu vào sản xuất. Do đó, MSR không mở rộng biên LNTT & lãi vay QoQ cao như mức mở rộng giá bán bình quân.
Lợi nhuận từ CTLKLD (chủ yếu TCB)	1.428	20,0%	3,2%	
Lợi nhuận tài chính ròng	-1.283	-1,7%	0,0%	

Lợi nhuận trước thuế	**3.318**	**171,5%**	**24,4%**
Thuế TNDN	-344	43,8%	-7,5%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	900	52,7%	9,6%
LNST Cty Mẹ trước MI	**2.974**	**202,6%**	**29,6%**
LNST Cty Mẹ	**2.074**	**427,1%**	**40,7%**
Biên LNTT và lãi vay	*12,1%*	*343bps*	*115bps*
Masan Consumer (MCH)	*23,5%*	*47bps*	*-59bps*
WinCommerce (WCM)	*1,8%*	*22bps*	*-164bps*
Masan MeaLife (MML)	*9,0%*	*605bps*	*85bps*
PhucLong Heritage (PLH)	*12,0%*	*-3bps*	*-132bps*
Masan High-tech (MSR)	*25,4%*	*1.761bps*	*551bps*

Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi tăng dự phóng LNST cho MSN giai đoạn 2026/27F lần lượt 33,6%/46,0% nhờ sự bùng nổ trong mô hình kinh doanh Masan High-tech, cụ thể:

- **Về giá bán,** Tungsten APT (đại diện Europe Tungsten APT 88.5% In warehouse Rotterdam) ghi nhận đà tăng đột biến qua từng tháng lần lượt 24,9%/34,3%/43,9% MoM ở T1/2/3 năm 2026, đạt mức 2.495 đô/MTU vào ngày 01/04/2026, vượt xa mức kế hoạch Công ty/dự phóng chúng tôi đầu năm ở mức 677 đô/MTU. Trong bối cảnh tình trạng mất cân đối cung-cầu Tungsten kéo dài trong trung hạn, chúng tôi nâng dự phóng giá bán bình quân Tungsten của MSN lên 1.500 đô/MTU cho giai đoạn 2026/27F. (Tham khảo phụ lục)
- **Về sản lượng,** chúng tôi cũng thay đổi dự phóng về tỷ lệ tinh quặng từ bên ngoài/tổng sản lượng khai thác Tungsten của MSR giảm xuống 65%/60% (sv 75%/75% ở dự phóng cũ) hỗ trợ tăng biên LN & tăng trưởng tổng sản lượng khai thác 0%/20% (sv 0%/0% ở dự phóng cũ) hỗ trợ tăng doanh thu thuần cho giai đoạn 2026/27F. Điều này đến từ việc MSR dự kiến ổn định mỏ khai thác (sau khi chuyển đổi từ cửa Đông sang Tây) nhanh-hơn-dự-kiến & mở rộng khu vực khai thác lên 7.901 tấn năm 2030, x2 sv năm 2025, theo chia sẻ Doanh nghiệp. (Tham khảo phụ lục)
- **Qua đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 129%/134% cho doanh thu thuần & 252%/297% cho LNST của MSR giai đoạn 2026/27F, hỗ trợ tăng dự phóng LNST cho MSN giai đoạn 2026/27F lần lượt 33,6%/46,0%.** Chúng tôi duy trì hiệu quả kinh doanh ở các mô hình còn lại của MSN như Masan Consumer (HSX: MCH), Winmart (WCM), Masan MeatLife (UpCOM: MML), Techcombank (HSX: TCB) so với dự phóng gần nhất.

Do tăng dự phóng LNST của MSN thêm 33,6%/46,0% năm 2026/27F, kết hợp chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 & thay đổi phương pháp định giá MSR từ EVEBITDA sang ROE/COE để phản ánh chính xác hơn giá trị tài sản của MSR, chúng tôi điều chỉnh tăng 3% giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu MSN lên **111.100 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 20,7x và 15,0x. Qua đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với **MSN** sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 7% trong tháng qua.

Về các giả định định giá, chúng tôi giữ nguyên tất cả chỉ số định giá so sánh ở các mô hình kinh doanh ngoại trừ hai điểm: (1) cách thức định giá ROE/COE mới cho MSR với các chỉ số được thống kê ở bảng dưới, (2) bổ sung chiết khấu tập đoàn trong định giá tổng của MSN để phản ánh rủi ro quản trị tập đoàn bao gồm chi phí cơ hội/hiệu quả vốn thấp hơn so với các công ty con độc lập, thanh khoản kém hơn, phức tạp trong cấu trúc sở hữu đi kèm việc chúng tôi nhận thấy thị trường thường giao dịch MSN rẻ hơn tổng giá trị các mảng (MCH, WCM, TCB...).

Rủi ro giảm giá: (1) triển vọng cho vay TCB chuyển biến kém khả quan, phát sinh nợ xấu cao nếu thị trường bất động sản không thuận lợi, (2) sự giảm giá của các loại hàng hóa: fluorit, tungsten, đồng ảnh hưởng đến HĐKD của MSR, (3) diễn biến hợp nhất miếng bánh bách hóa từ kênh GT sang MT không nhanh-như-dự-kiến. Nếu các rủi ro này diễn ra, chúng tôi sẽ điều chỉnh giá mục tiêu ở các báo cáo sau.

Lưu ý, chúng tôi cũng chưa phản ánh yếu tố giảm tỷ lệ sở hữu của MSN trong MSR liên quan đến việc MSN công bố Nghị quyết HĐQT về việc thoái vốn tối đa 5% số cổ phiếu đang lưu hành của MSR (khoảng 55 triệu cổ phiếu) nhằm tăng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng và giúp MSR đủ điều kiện trở thành công ty đại chúng. Chúng tôi sẽ thực hiện phản ánh khi có cơ sở chắc chắn trong các báo cáo sau.

Bảng 6: Mô tả thay đổi dự phóng của MSN theo mảng (tỷ đồng)

	Thực tế	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% Thay đổi Dự phóng mới sv cũ	
	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	**81.621**	**93.170**	**104.679**	**103.525**	**117.422**	**11%**	**12%**
Masan Consumer (MCH)	30.557	33.832	36.512	33.832	36.512	0%	0%
WinCommerce (WCM)	38.979	44.586	50.959	44.586	50.959	0%	0%
Masan MeatLife (MML)	9.230	10.511	11.897	10.511	11.897	0%	0%
PhucLong Heritage (PLH)	1.891	1.913	2.104	2.231	2.455	17%	17%
Masan High-tech (MSR)	7.443	8.275	9.888	18.972	23.094	129%	134%
LNTT & lãi vay	**7.664**	**9.745**	**10.713**	**12.026**	**14.523**	**23%**	**36%**
Masan Consumer (MCH)	7.137	8.026	8.681	8.026	8.681	0%	0%
WinCommerce (WCM)	858	1.301	1.538	1.301	1.538	0%	0%
Masan MeatLife (MML)	508	580	637	580	637	0%	0%
PhucLong Heritage (PLH)	232	234	258	273	301	17%	17%
Masan High-tech (MSR)	1.198	1.916	2.199	4.416	6.283	130%	186%
Lợi nhuận từ CTLKLD (chủ yếu TCB)	5.080	6.229	7.400	6.229	7.400	0%	0%
LNST Cty Mẹ	**4.108**	**6.089**	**7.726**	**8.136**	**11.281**	**34%**	**46%**

Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Mô tả định giá SoTP của MSN

Đơn vị: tỷ đồng	Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Lợi ích kinh tế của MSN	2026F
Masan Consumer (MCH)	EVEBITDA	14,5	65,7%	82.560
WinCommerce (WCM)	DCF	WACC: 10,1%, Exit EVEBITDA 14,0x ngang chuỗi Alfamart	85,4%	39.645
Masan Meat Life (MML)	EVEBITDA	9,0	91,2%	8.012
PhucLong Heritage (PLH)	PE	12,0	85,0%	2.276
Other SHERPA (Mobicast, WinEco…)	GTSS			3.248
Masan High-techs (MSR)	ROE/CE	ROE: 21,7%, g: 4,0%, CPVCSH: 14,0%, GTSS 2026F	94,9%	41.478
Techcombank	Theo định giá mục tiêu của CVPT ngành Ngân hàng		19,7%	62.820
Công ty liên kết khác (Cholimex, Vissan)	GTSS			2.520
Các khoản đầu tư góp vốn khác (Trusting Social, Nyobolt)	GTSS			1.506
Giá trị doanh nghiệp				**244.065**
- Nợ vay ròng				45.379
Giá trị tài sản thuần đã điều chỉnh (RNAV)				**198.686**
Số lượng cổ phần (triệu cổ)				1.520
RNAV của cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)				**130.672**
Chiết khấu tập đoàn giả định				*15,0%*
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				**111.100**
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)				*0*
PE mục tiêu 2026F				21,5

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Giá trị hợp lý của MSR cuối năm 2026

Đơn vị: Tỷ đồng	Giả định
ROE	21,7%
g dài hạn	4,0%
Chi phí VCSH	14,0%
P/B mục tiêu	1,8
Giá trị hợp lý của VCSH	26.762
Nợ vay ròng	16.945
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	**43.707**

Nguồn: CTCK Rồng Việt

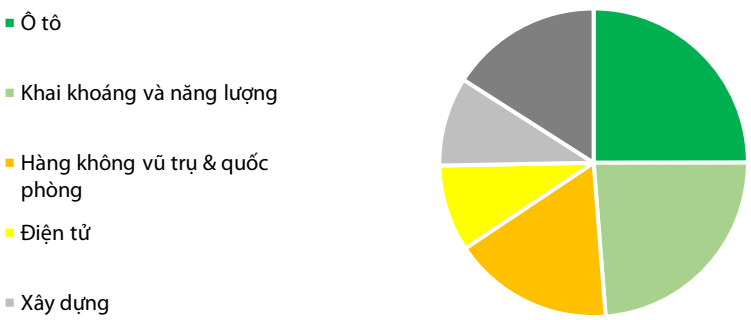
Phụ lục – Hiểu về định nghĩa & ứng dụng của Tungsten (Vonfram)

Tungsten được xác định là một nguyên tố mới vào năm 1781 và lần đầu tiên được phân lập như một kim loại vào năm 1783. Nguyên tố này có nhiệt độ nóng chảy cao nhất (3.422 độ C), độ giãn nở nhiệt thấp nhất so với bất kỳ kim loại nào, độ cứng cơ học rất cao và áp suất hơi rất thấp. Do đó, kim loại này được sử dụng rộng rãi trong sản xuất các dụng cụ chịu nhiệt, như các bộ phận trong lò điện, lò vi sóng, các loại vòi phun động cơ tên lửa hay ống tia X và ống tia âm cực (CRT) trong màn hình máy tính và tivi, dây tóc trong bóng đèn sợi đốt.

Với độ cứng vượt trội và khả năng chống chọi cao, Tungsten còn được ứng dụng trong lĩnh vực quân sự với mục đích sản xuất vũ khí. Ngoài ra, loại vật liệu này còn đóng vai trò thiết yếu cho nhiều ngành công nghệ mang tính đột phá như dầu khí, năng lượng, ô tô, hàng không…bởi tính dẫn điện và tính trơ hóa học tương đối cao của nó.

Hiện nay, ngành ô tô, khai khoáng & năng lương, hàng không vũ trụ & quốc phòng là đầu ra lớn nhất cho nguyên liệu Tungsten này. Những chuyển động trong các ngành này có thể ảnh hưởng đến triển vọng sản lượng & giá bán của Tungsten.

Giá trị thị trường Tungsten theo ứng dụng năm 2023

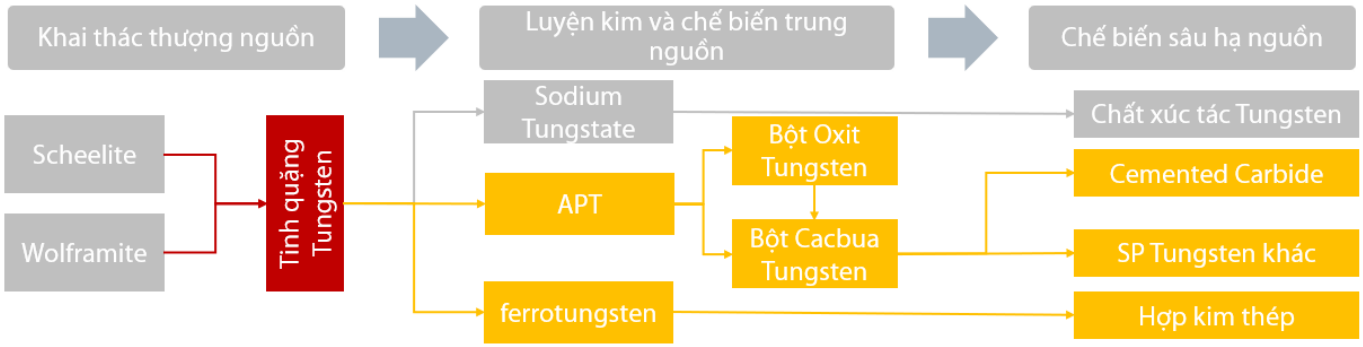


Nguồn: grandviewreasearch, CTCK Rồng Việt

Chuỗi công nghiệp Tungsten chủ yếu bao gồm bốn mắt xích: thăm dò và khai thác thượng nguồn, luyện kim và chế biến trung nguồn, chế biến sâu hạ nguồn và ứng dụng cuối cùng.

- Trong mắt xích thượng nguồn, tinh quặng Tungsten thu được thông qua thăm dò, khai thác và tách scheelite và wolframit.
- Tinh quặng Tungsten được nấu chảy thành ferrotungsten (iron tungsten), amoni para tungstat (APT), sodium tungstate (natri tungstat) và các sản phẩm trung gian khác ở giữa.
- Trong mắt xích hạ nguồn, bột Cacbua Tungsten làm từ amoni para tungstat và bột oxit tungsten (tungsten oxide) chủ yếu được sử dụng để sản xuất cemented carbide và các sản phẩm Tungsten.
- Trong lĩnh vực ứng dụng cuối cùng, những sản phẩm hạ nguồn trên được sử dụng rộng rãi trong quốc phòng, hàng không vũ trụ, thông tin điện tử, sản xuất ô tô, năng lượng hóa dầu, công nghiệp quang điện như đề cập trên. (Hình 1)

Chuỗi giá trị ngành khai thác Tungsten



Nguồn: frontiersin, CTCK Rồng Việt. (*) Wolframite có thể được khai thác và xử lý hiệu quả, nhưng nó dần cạn kiệt. Thay vào đó, scheelite (70% trữ lượng Tungsten của Trung Quốc), một loại quặng có phẩm cấp thấp hơn so với wolframite, trong đó việc khai thác có thể gây ra tiêu thụ năng lượng lớn hơn, ô nhiễm môi trường tăng cường và chi phí vận hành cao hơn. (**) Tinh quặng Tungsten được gọi là Tungsten sơ cấp

Xét về cơ cấu thị trường Tungsten theo quốc gia, Trung Quốc là quốc gia khai thác/nhập khẩu quặng Tungsten lớn nhất thế giới, nhưng cũng là nước tiêu thụ Tungsten trung nguồn lớn nhất thế giới. Điều này là do nhu cầu nội địa khổng lồ đối với bột cacbua tungsten trong giao thông vận tải, công nghiệp và xây dựng cơ sở hạ tầng, nhằm phát triển kinh tế từ năm 2000 đến nay. Cộng hưởng việc Trung Quốc nhập khẩu quặng Tungsten nhiều để sản xuất & đáp ứng nhu cầu xuất khẩu một lượng lớn Tungsten trung nguồn (APT, bột Tungsten) và sản phẩm hợp kim thép Tungsten hạ nguồn sang các quốc gia lớn như Mỹ.

Do đó, các vấn đề xoay quanh dòng chảy sản xuất-thương mại Tungsten tại Trung Quốc có thể ảnh hưởng lớn tới diễn biến giá Tungsten thượng/trung/hạ nguồn.

Sản lượng khai thác Tungsten sơ cấp theo quốc gia (tấn)

	2023	2024
Trung Quốc	66.000	67.000
Việt Nam	3.500	3.400
Nga	2.000	2.000
Triều Tiên	1.600	1.700
Bolivia	1.500	1.600
Rwanda	1.200	1.200
Khác	3.700	4.100
Tổng	**79.500**	**81.000**

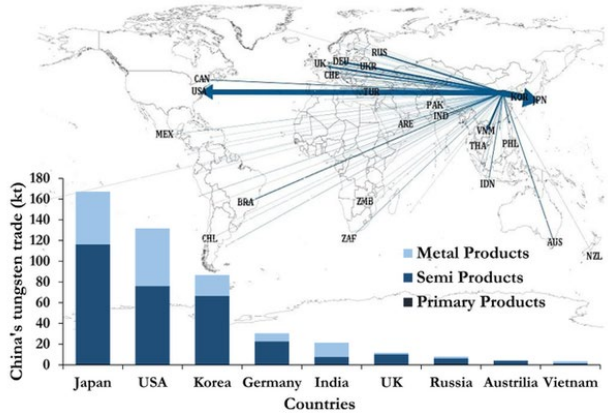
Nguồn: US Geological Survey, CTCK Rồng Việt

Sản lượng nhập khẩu Tungsten sơ cấp theo quốc gia (tấn)

	2023	2024	2025E
Trung Quốc	5.800	12.420	20.679
Mỹ	2.642	2.566	2.971
Việt Nam	612	2.545	NA
Hà Lan	1.476	1.634	NA
Malaysia	775	501	445
Bỉ	61	250	NA
Khác	878	395	NA
Tổng	**12.244**	**20.311**	**NA**

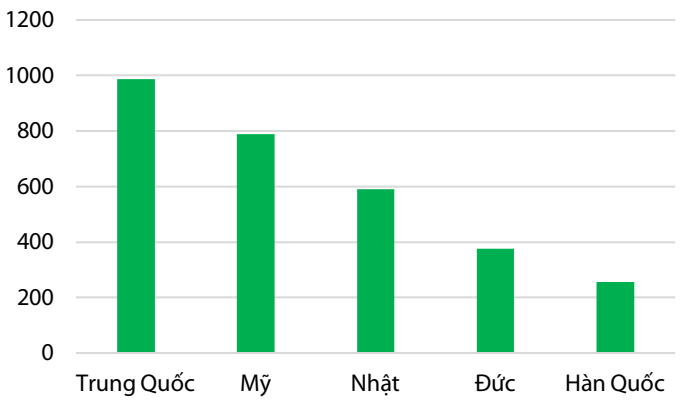
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Bản đồ xuất khẩu Tungsten bán thành phẩm và thành phẩm (thứ cấp) của Trung Quốc



Nguồn: US Geological Survey, CTCK Rồng Việt

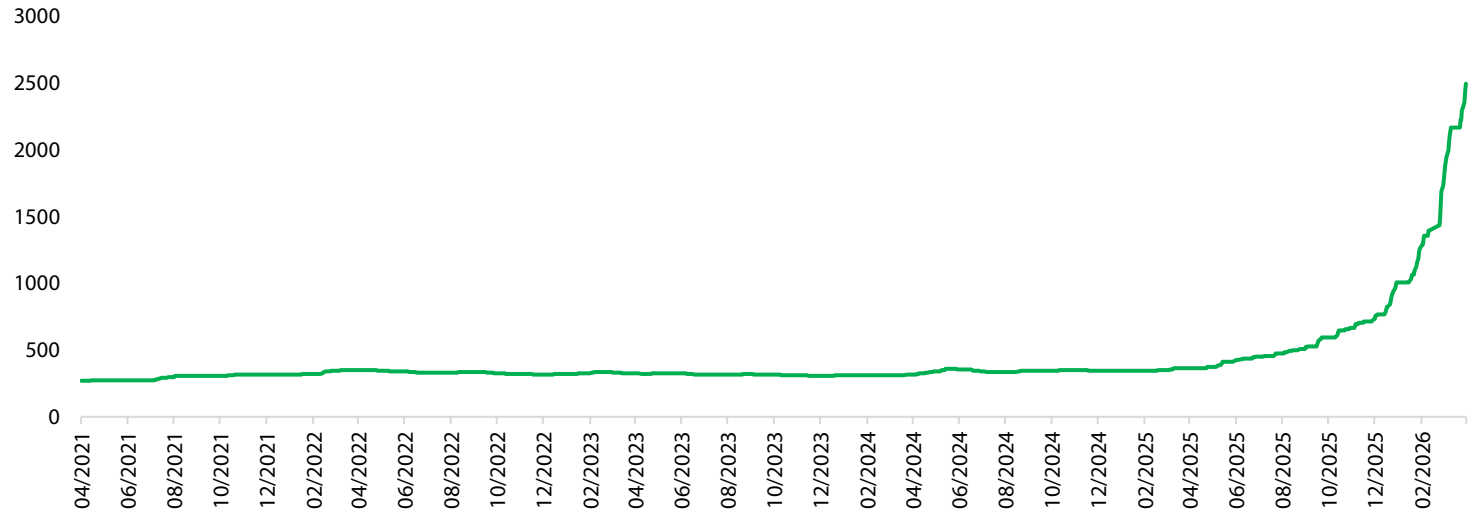
Trung Quốc là nước tiêu thụ bột Cacbua Tungsten (trung nguồn), theo sau là Mỹ, Nhật, Đức (triệu đô)



Nguồn: psmarketresearch, CTCK Rồng Việt

Phụ lục – Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung & sự chênh lệch cung-cầu thế giới đẩy giá Tungsten liên tục phá đỉnh lịch sử

Diễn biến giá Tungsten (Europe Tungsten APT 88.5% In warehouse Rotterdam) (USD/MTU)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá Tungsten APT (đại diện Europe Tungsten APT 88.5% In warehouse Rotterdam) ghi nhận đà tăng đột biến qua từng tháng lần lượt 24,9%/34,3%/43,9% MoM ở T1/2/3 năm 2026, đạt mức 2.495 đô/MTU vào ngày 01/04/2026 – mức cao nhất mọi thời đại. Điều này xảy ra do sự mất cân đối cung – cầu trên thế giới từ 2025 liên tục gia tăng, cụ thể:

Về nguồn cung, Trung Quốc – quốc gia khai thác/cung cấp trữ lượng Tungsten lớn nhất toàn cầu đã ghi nhận sụt giảm 40,0% YoY sản lượng xuất khẩu trong năm 2025 (theo tổng hợp của William Parry-Jones, Wolfram Advisory) bởi các yếu tố như sau:

- **Tính môi trường & sự suy yếu về chất lượng quặng:** Theo dữ liệu Wind, sản lượng Tungsten của Trung Quốc đã giảm từ 73.000 tấn năm 2015 xuống còn 67.000 tấn năm 2024 (-8,95%). Nguồn cung tiếp tục bị thắt chặt khi hạn ngạch khai thác đợt đầu năm 2025 chỉ còn 58.000 tấn (-6,45% YoY), nhiều khu vực sản lượng thấp còn bị cắt hạn ngạch (quota) về 0, trong bối cảnh thanh tra môi trường nghiêm ngặt buộc tỷ lệ hoạt động của các nhà máy chế biến Tungsten giảm xuống dưới 35%. Đồng thời, hàm lượng quặng trung bình giảm mạnh từ 0,42% (2004) xuống dưới 0,27% (2024), đẩy chi phí khai thác một tấn quặng tinh lên hơn 100.000 nhân dân tệ (gấp hơn 5 lần so với năm 2000). Tỷ lệ trữ lượng/sản lượng của Trung Quốc năm 2024 chỉ ở mức 36 năm, thấp hơn nhiều so với trung bình thế giới 57 năm, buộc Bắc Kinh phải tiếp tục siết chặt chính sách kiểm soát khai thác.
- **Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung:** Chúng tôi nhận thấy câu chuyện leo thang căng thẳng Mỹ - Trung từ nhiệm kỳ Tổng thống Donald Trump đẩy Trung Quốc thực hiện nhiều biện pháp hạn chế xuất khẩu khí hiếm 1 năm qua. Vào T4-2025, Trung Quốc đã công bố lệnh kiểm soát xuất khẩu nhắm vào năm loại kim loại được sử dụng trong ngành quốc phòng, năng lượng sạch và các ngành công nghiệp khác chỉ vài phút sau khi mức thuế bổ sung 10% đối với hàng hóa Trung Quốc do Tổng thống Hoa Kỳ Donald Trump áp đặt có hiệu lực. Trong năm kim loại có sự hiện diện của Tungsten, cụ thể Trung Quốc đã hạn chế sản xuất tám loại sản phẩm sản xuất từ Tungsten. Vào T12-2025, Trung Quốc công bố danh sách chỉ 15 doanh nghiệp được phép xuất khẩu Tungsten trong giai đoạn 2026–2027 (giữ nguyên số lượng so với 2025). Lưu ý, Tungsten không được khai thác thương mại tại Mỹ kể từ năm 2015. Quốc gia này phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn nhập khẩu Tungsten trung nguồn (APT, oxit tungsten…), chủ yếu từ Trung Quốc để sản xuất các sản phẩm ứng dụng Tungsten thay vì nhập tinh quặng Tungsten (sơ cấp) để luyện.

Về nguồn cầu, nhu cầu bùng nổ cùng một lúc ở ba ngành sử dụng Tungsten lớn nhất (nhu cầu chip bán dẫn trong ngành trung tâm dữ liệu & xe điện, nhu cầu quốc phòng trước bất ổn địa chính trị). Theo Sunsirs, trong những năm gần đây, nhu cầu Tungsten toàn cầu tăng trưởng mạnh. Từ năm 2000 đến 2024, tiêu thụ Tungsten toàn cầu tăng từ 44.900 tấn lên 119.200 tấn (x1,65 lần), trong đó Trung Quốc tăng từ 12.900 tấn lên 70.800 tấn (x4,49 lần). Cụ thể ở từng ngành nghề:

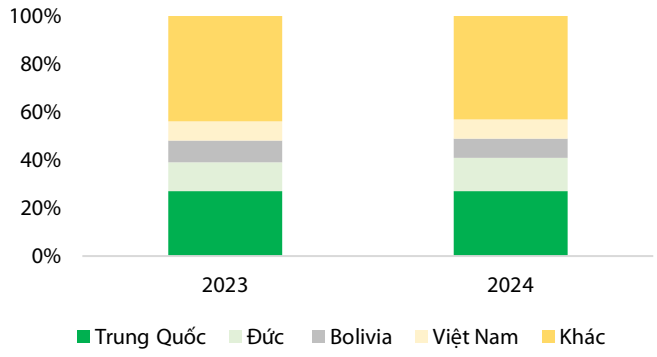
- **Nhu cầu cho trung tâm dữ liệu:** Tăng vọt (CAGR 2022-25 30,0%/năm) do sự phát triển mạnh mẽ của điện toán đám mây, các ứng dụng mô hình nền AI (OpenAI, Anthropic, Google DeepMind, xAI) , thiết bị Internet-vạn-vật và nhu cầu chuyển đổi số doanh nghiệp. Các nhà cung cấp dịch vụ siêu quy mô (Hyperscalers) là bên hưởng lợi nhất như AWS, Microsoft Azure, Google Cloud Platform (GCP), Alibaba

Cloud, Oracle Cloud, Meta hoặc IBM. Do đó, các hyperscalers lớn tại Mỹ, Trung Quốc tiếp tục chạy đua đầu tư hạ tầng cho TTDL với công suất điện trên 500 MW. Đáng chú ý, đầu tư công nghệ là nhân tố chính kéo tăng trưởng GDP của Mỹ 2 năm qua. (Tham khảo NKCV: Trung tâm dữ liệu Việt Nam – Kỳ vọng pha tăng trưởng bức phá dần thành hình từ 2026)

- **Nhu cầu ô tô điện:** Theo BMI, doanh số xe điện toàn cầu trong năm 2025 đạt khoảng 20,7 triệu xe (+20,0% YoY). Quy mô này tương đương gần một phần tư tổng lượng xe bán ra trên toàn cầu, lan tỏa nhanh trên toàn cầu. Nhưng biến động tăng mạnh về giá xăng, dầu gần đây liên quan đến rủi ro địa chính trị tại Trung Đông càng kích thích nhu cầu sử dụng xe điện thay xe xăng. Theo nghiên cứu của Ember, việc chuyển từ dầu nhập khẩu sang xe điện trong giao thông vận tải có thể cắt giảm nhập khẩu nhiên liệu hóa thạch toàn cầu khoảng một phần ba, có khả năng tiết kiệm khoảng 600 tỷ đô/năm.
- **Nhu cầu quốc phòng:** Tungsten được ứng dụng trong sản xuất các sản phẩm quốc phòng nhờ mật độ cao, độ cứng cực lớn, điểm nóng chảy cao (khoảng 3.422°C) và khả năng chịu nhiệt, chịu mài mòn vượt trội. Trước các biến động lớn về địa chính trị toàn cầu gần đây (Trung Đông, Nga – Ukraina), đẩy nhu cầu tích trữ/sử dụng Tungsten cho hoạt động quốc phòng mạnh mẽ. Việc căng thẳng leo thang trung hạn sẽ là biến số lớn tác động đến "đà tăng bất ngờ thêm" của Tungsten thời gian tới.

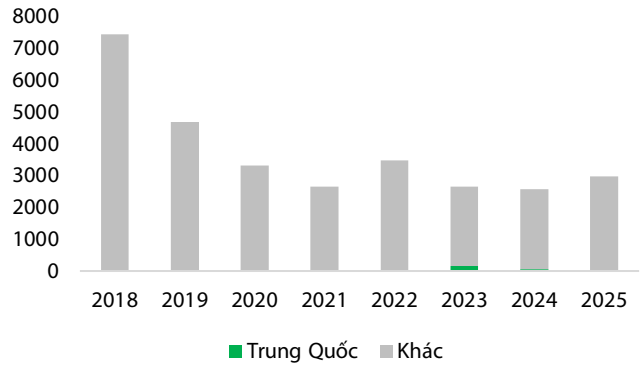
Ghi chú: Một chip hiện đại chứa hàng chục tỷ linh kiện siêu nhỏ, hoạt động ở mật độ cực cao và tiêu thụ nhiều điện năng. Tungsten được sử dụng rộng rãi trong các lớp kết nối bên trong chip nhờ khả năng chịu nhiệt tốt, độ ổn định cao và độ chính xác gia công cao. Kim loại này giúp giảm thiểu lỗi kỹ thuật và tăng độ bền khi chip vận hành cường độ lớn. Hiện nay, Tungsten là vật liệu chủ đạo trong cấu trúc kết nối của chip tiên tiến, đặc biệt trong thiết kế nhiều lớp và không gian ba chiều.

Cơ cấu nhập khẩu Tungsten các loại (thượng nguồn & hạ nguồn) ở Mỹ theo quốc gia (%)



Nguồn: US Geological Survey, CTCK Rồng Việt

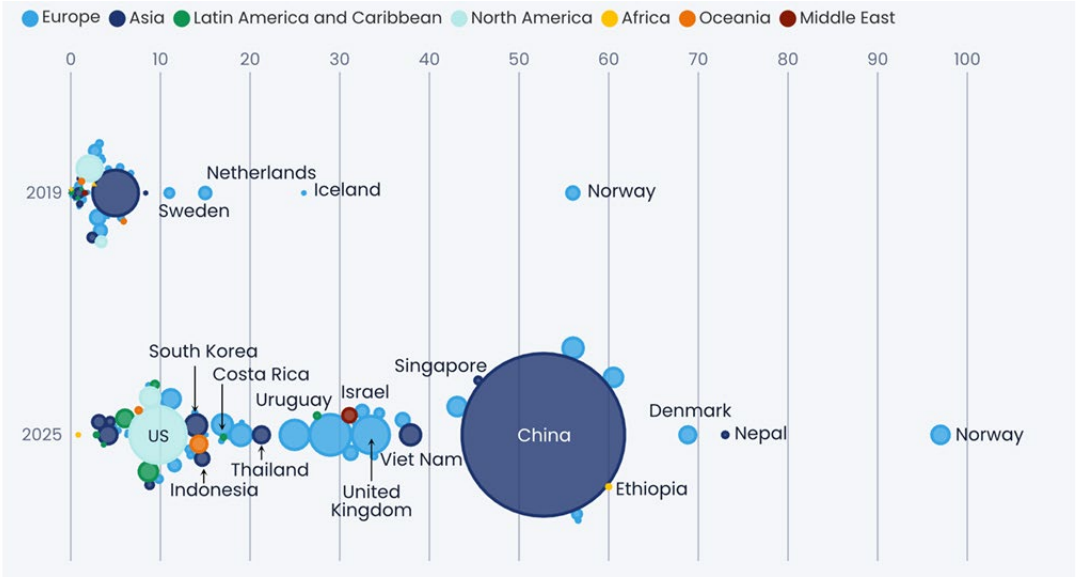
Sản lượng nhập khẩu Tungsten sơ cấp của Mỹ (tấn)



Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Chỉ có bảy công ty Hoa Kỳ có khả năng chuyển đổi tinh quặng Tungsten, amoni paratungstate (APT), oxit Tungsten và (hoặc) phế liệu thành bột kim loại Tungsten, bột cacbua Tungsten và (hoặc) hóa chất Tungsten. Ước tính 60% lượng Tungsten tiêu thụ tại Hoa Kỳ được sử dụng cho các ứng dụng cắt và chống mài mòn, chủ yếu trong các ngành xây dựng, gia công kim loại, khai thác mỏ và khoan dầu khí. Phần còn lại được sử dụng để sản xuất nhiều loại hợp kim và thép đặc biệt; điện cực, sợi, dây và các thành phần khác cho các ứng dụng điện, điện tử, sưởi ấm, chiếu sáng và hàn; và hóa chất cho nhiều ứng dụng khác nhau.

Tỷ lệ xe điện/doanh số xe bán ra theo quốc gia (%) gia tăng mạnh giai đoạn 2019-25



Nguồn: Ember, CTCK Rồng Việt

Phụ lục – Thông tin về chuỗi giá trị, mỏ Núi Pháo, nhà máy tinh luyện Tungsten của MSR

Quy trình sản xuất của MSR được xây dựng theo mô hình tích hợp từ thượng nguồn đến trung nguồn, tối ưu hóa giá trị gia tăng của Tungsten, bao gồm:

- **Tại thượng nguồn,** MSR khai thác quặng từ mỏ Núi Pháo và đưa vào nhà máy chế biến để tách lọc, tạo ra tinh quặng Tungsten cùng các sản phẩm phụ như fluorspar, đồng và bismut.
- Tinh quặng này sau đó được chuyển sang **khâu trung nguồn** – nhà máy tinh luyện (MTC) – nơi Tungsten được xử lý sâu thành các sản phẩm hóa chất trung gian như APT, oxit Tungsten (BTO, YTO) và sodium tungstate. Ngoài nguồn nội bộ, MSR còn bổ sung nguyên liệu từ bên ngoài (ExTC) để mở rộng quy mô chế biến.
- Trong quá khứ (đặc biệt giai đoạn Masan High-Tech Materials sở hữu H.C. Starck từ 2020–2024), H.C. Starck được coi là **khâu trung nguồn đến hạ nguồn của chuỗi Tungsten**. Họ chuyên sản xuất các sản phẩm tinh chế cao cấp như: Ammonium Paratungstate (APT), Tungsten Oxide (BTO, YTO), Tungsten metal powder, Tungsten carbide powder (nguyên liệu chính cho que hàn, dao cắt, dụng cụ cắt gọt...). Tuy nhiên, ngày 18/12/2024, MSR công bố đã hoàn tất thành công việc chuyển nhượng 100% cổ phần tại H.C. Starck Holding (Đức) GmbH ("H.C. Starck", "HCS") cho Mitsubishi Materials Corporation ("MMC") Group.

Với chuỗi giá trị như trên, mỏ Núi Pháo & nhà máy tinh luyện Tungsten được xem là các tài sản "giá trị nhất" cũng là "lợi thế cốt lõi" của MSR trong ngành nghề này. Chúng tôi thông tin thêm về hiện trạng và tiềm năng của hai tài sản này như sau:

Mỏ Núi Pháo, tại Thái Nguyên là một trong những mỏ Tungsten lớn nhất thế giới ngoài Trung Quốc với tổng trữ lượng 83,2 triệu tấn quặng. Mỏ đã chính thức được khai thác thương mại từ ngày 01/03/2014 & hiện đang vận hành Giai đoạn 1A (55,2 triệu tấn) bằng phương pháp lộ thiên, chuyển tiếp sang Giai đoạn 1B (28 triệu tấn) vào nửa đầu năm 2026 với phương pháp kết hợp lộ thiên và hầm lò. Với công suất thiết kế tối đa 3,5 triệu tấn quặng/năm, khi hoàn tất chuyển đổi sang giai đoạn 1B, sản lượng Tungsten nội bộ của Masan dự kiến sẽ tăng mạnh từ năm 2027, đảm bảo nguồn nguyên liệu ổn định và chất lượng cao cho chuỗi sản xuất Tungsten.

- **Việc chuyển đổi từ giai đoạn 1A sang 1B được gọi là chuyển cửa khai thác từ Đông sang Tây** làm ảnh hưởng tới tỷ lệ quặng tự khai thác/tổng sản lượng khai thác giảm trong cuối năm 2025 và nửa đầu 2026, theo quan điểm chúng tôi.
- **Câu chuyện mở rộng diện tích khai thác thêm 60-140% sv hiện tại:** Ngày 24/11/2025, Phó Thủ tướng Trần Hồng Hà đã ký Quyết định 2581/QĐ-TTg về việc điều chỉnh quy hoạch thăm dò, khai thác và chế biến sử dụng các loại khoáng sản thời kỳ 2021–2030, tầm nhìn đến năm 2050 (ban hành kèm theo Quyết định số 866/QĐ-TTg ngày 18/7/2023). Trong các khu vực được điều chỉnh có Mỏ Tungsten Núi Pháo, tỉnh Thái Nguyên. MSR tự tin dự án mở rộng này được phê duyệt dựa trên Luật Địa chất & Khoáng sản sửa đổi năm 2025 ưu tiên

thăm dò sâu và mở rộng ranh giới khai thác cho các thân quặng xen kẽ và mỏ vệ tinh đi kèm Quy hoạch tổng thể khu vực Núi Pháo đã được phê duyệt.

Dự án	Diện tích	Trữ lượng quặng	Trữ lượng WO_3
Mỏ Núi Pháo (hiện hữu)	151,8 ha	83,22 triệu tấn	124.830 tấn
Núi Pháo mở rộng (kế hoạch)	42,9 ha	55,19 triệu tấn	94.830 tấn
Khu vực Núi Chiêm (kế hoạch)	984,3 ha	60,00 triệu tấn	13.500 tấn

Nguồn: MSR, CTCK Rồng Việt

Nhà máy Tinh luyện Tungsten MTC, là mắt xích quan trọng trong chuỗi giá trị Tungsten của Masan, được thành lập năm 2014 dưới hình thức liên doanh với H.C. Starck. Đến tháng 8/2018, Masan đã mua lại toàn bộ cổ phần và trở thành chủ sở hữu 100%. Với công suất 9.345 tấn WO_3/năm, MTC là một trong số ít nhà máy tinh luyện Tungsten quy mô lớn ngoài Trung Quốc, có khả năng chuyển hóa tinh quặng Tungsten thành các sản phẩm trung gian chất lượng cao. Nhà máy sử dụng nguồn nguyên liệu ổn định từ mỏ Núi Pháo (NPMC) kết hợp với tinh quặng Tungsten mua ngoài (ExTC), giúp đảm bảo nguồn cung linh hoạt và vị thế mạnh trong chuỗi cung ứng Tungsten toàn cầu. Chúng tôi lưu ý, tỷ lệ quặng nhập ngoài/tổng sản lượng quặng khai thác tỷ lệ nghịch với biên lợi nhuận của MSR.

Phụ lục

Bảng 9: Kết quả kinh doanh Q4-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4-2025	Q3-2025	+/-QoQ	Q4-2024	+/-YoY
Doanh thu thuần	**23.246**	**21.164**	**9,8%**	**22.702**	**2,4%**
Masan Consumer (MCH)	9.275	7.517	23,4%	8.942	3,7%
WinCommerce (WCM)	10.520	10.545	-0,2%	8.557	22,9%
Masan MeatLife (MML)	2.437	2.384	2,2%	2.204	10,6%
PhucLong Heritage (PLH)	518	516	0,4%	418	23,9%
Masan High-tech (MSR)	2.395	2.041	17,3%	3.868	-38,1%
Lợi nhuận gộp	**7.255**	**6.442**	**12,6%**	**7.063**	**2,7%**
CPBH&QLDN	**-4.714**	**-4.358**	**8,2%**	**-4.510**	**4,5%**
LN trước thuế và lãi vay	**2.542**	**2.083**	**22,0%**	**2.552**	**-0,4%**
Lợi nhuận từ CTLKLD	1.384	1.265	9,5%	764	81,3%
Lợi nhuận tài chính ròng	-1.283	-1.212	5,9%	51	-2631,6%
Lợi nhuận khác	25	17	49,0%	-710	-103,5%
Lợi nhuận trước thuế	**2.667**	**2.152**	**23,9%**	**2.657**	**0,4%**
Thuế TNDN	-372	-286	29,9%	-1.110	-66,5%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	821	657	25,0%	856	-4,0%
LNST	**1.474**	**1.209**	**22,0%**	**691**	**113,3%**

Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Phân tích HĐKD Q4-2025

Chỉ tiêu	Q4-2025	Q3-2025	+/- (qoq)	Q4-2024	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	31,2%	30,4%	78bps	31,1%	10bps
LNTT & lãi vay/Doanh thu	10,9%	9,8%	109bps	11,2%	-31bps
TS lợi nhuận ròng	6,3%	5,7%	63bps	3,0%	330bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
Số ngày tồn kho	5	6	-1 ngày	5	Không đổi
Số ngày phải thu	63	63	Không đổi	62	+1 ngày
Số ngày phải trả	47	42	+5 ngày	41	+6 ngày
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	186%	182%		262%	

Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

tỷ đồng

KQ HĐKD	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	**83.178**	**81.621**	**103.525**	**117.422**
Giá vốn	-58.522	-56.041	-71.110	-80.092
Lãi gộp	**24.656**	**25.581**	**32.416**	**37.330**
Chi phí bán hàng	-18.482	-17.916	-20.390	-22.807
Thu nhập từ HĐTC	4.044	2.094	1.902	1.834
Chi phí tài chính	-7.900	-6.916	-7.106	-7.125
Lợi nhuận khác	-736	-34	-281	-594
LN từ công ty liên kết	4.444	5.080	6.229	7.400
Lợi nhuận trước thuế	**6.025**	**7.888**	**12.770**	**16.038**
Thuế TNDN	-1.752	-1.125	-1.367	-1.451
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.273	2.655	3.267	3.306
Lợi nhuận sau thuế	**1.999**	**4.108**	**8.136**	**11.281**
LNTT & lãi vay	6.173	7.664	12.026	14.523

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	6,3	-1,9	26,8	13,4
EBIT	47,7	24,2	56,9	20,8
Lợi nhuận sau thuế	377,4	105,5	98,0	38,6
Tổng tài sản	0,1	-12,6	7,6	6,9
Vốn chủ sở hữu	6,6	10,6	18,0	21,2
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	29,6	31,3	31,3	31,8
EBIT/ Doanh thu	7,4	9,4	11,6	12,4
LNST/ Doanh thu	2,4	5,0	7,9	9,6
ROA	1,4	3,2	5,9	7,6
ROE	4,9	9,1	15,3	17,5
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày phải thu	6	6	6	6
Số ngày tồn kho	67	73	89	89
Số ngày phải trả	45	54	62	62
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	0,9	0,9	1,1	1,1
Nhanh	0,7	0,6	0,6	0,6
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	0,7	0,7	0,6	0,6
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,7	0,5	0,4	0,4
Vay dài hạn/ Vốn CSH	1,0	0,9	0,8	0,6

tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tiền	18.618	12.102	12.102	12.102
Đầu tư tài chính ngắn hạn	608	5.380	5.380	5.380
Các khoản phải thu	21.865	5.639	7.173	7.919
Tồn kho	10.787	11.262	17.315	19.625
Tài sản ngắn hạn khác	1.692	1.851	2.348	2.663
Tài sản cố định hữu hình	29.019	27.758	27.711	27.020
Tài sản cố định vô hình	9.706	8.887	8.948	8.435
Đầu tư tài chính dài hạn	35.319	39.473	41.127	48.557
Tài sản dài hạn khác	11.447	11.661	11.661	11.661
TỔNG TÀI SẢN	**147.585**	**128.963**	**138.714**	**148.312**
Tiền hàng phải trả & ứng trước	7.171	8.363	11.994	13.534
Vay và nợ ngắn hạn	26.724	24.331	22.314	23.091
Vay và nợ dài hạn	38.825	40.546	40.546	36.546
Khoản phải trả khác	34.112	10.645	10.645	10.645
Quỹ khen thưởng. phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	**106.832**	**83.885**	**85.499**	**83.816**
Vốn đầu tư của CSH	15.129	15.205	15.205	15.205
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	9.327	14.356	22.492	33.773
Khoản thu nhập khác	16.296	15.518	15.518	15.518
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
TỔNG VỐN	**40.752**	**45.079**	**53.215**	**64.496**
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
EPS (đồng/cp)	1.315	2.703	5.353	7.421
P/E (x)	53,2	28,5	14,2	10,3
BV (đồng/cp)	26.811	29.657	35.010	42.431
P/B (x)	2,6	2,6	2,2	1,8
DPS (đồng/cp)	0	0	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
SoTP	114.900	100%	114.900
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**114.900**

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 4/2026	114.900	MUA	1 năm
Tháng 1/2026	107.900	MUA	1 năm
Tháng 10/2025	93.400	MUA	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**