CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (HSX: MSN)

Vị thế sinh lời vững vàng dần về cuối năm

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q2-FY25	Q1-FY25	*+/- qoq*	Q2-FY24	*+/- yoy*
Doanh thu thuần	18.315	18.897	-3,1%	17.747	3,2%
Lợi nhuận sau thuế	1.032	394	162,0%	503	105,4%
EBIT	1.404	1.635	-14,1%	1.305	7,6%
Tỷ suất EBIT	7,7%	8,7%	-99bps	7,4%	+31bps

Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Q2-FY25: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ thành quả tối ưu HĐKD phù hợp mục tiêu giai đoạn 2 của hành trình chuyển đổi hệ sinh thái MSN thông qua việc mở rộng mạng lưới, thị phần và lợi nhuận của các mô hình kinh doanh thành viên.

- Ở Q2-2025, doanh thu thuần đạt 18.315 tỷ đồng (-3% QoQ, -9%YoY), LNTT đạt 1.846 tỷ đồng (+51% QoQ, +58% YoY) phù hợp kỳ vọng chuyên viên. Tăng trưởng mạnh vẫn được dẫn dắt bởi thành quả tối ưu mô hình kinh doanh với mục tiêu ưu tiên "sinh lời" từ các nền tảng mới (thường xuyên ghi nhận lỗ trước đó) như WCM, MSR, MML đi kèm giảm được chi phí lãi vay nhờ giảm quy mô nợ vay (-11% YoY) và lãi suất vay (7,4%/năm so với bình quân 9-10%/năm ở các quý trước đó). Điểm trừ duy nhất của quý đến từ HĐKD của MCH kém khả quan (DT thuần -15% YoY, EBITDA -13% YoY) do những ảnh hưởng từ các quy định đóng thuế mới ở kênh GT khiến các đại lý hạn chế nhập hàng và tập trung sử dụng hàng tồn kho đã nhập trước đó.

Triển vọng FY25: Kỳ vọng thị trường tiêu dùng thiết yếu/bách hóa và hoạt động Techcombank cải thiện dần về cuối năm như thường lệ

- Thị trường tiêu dùng thiết yếu/ bách hóa thường có điểm rơi sức mua tốt dần về cuối năm, hỗ trợ cho triển vọng kinh doanh của MCH, MML, WCM. Chúng tôi cũng kỳ vọng các câu chuyện riêng ở từng mảng tiêu dùng MSN phát huy hiệu quả: MCH (thúc đẩy các SKUs mới từ nhãn hiệu Omachi, Kokomi, Wakeup247, nhằm mở rộng thị phần cao hơn), 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).
- 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 giúp MSR dự kiến ghi nhận lãi lần đầu trong năm 2025.
- Qua đó, chúng tôi dự phóng LNST Cty Mẹ của MSN ở Q3-2025 đạt 1.272 tỷ đồng (+81,4% YoY).
- Tựu chung lại, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của MSN ở Q3-2025 đạt 80.844 tỷ đồng (đi ngang YoY). LNST/EPS đạt 3.680 tỷ đồng (+84% YoY) và 2.432 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Trong dài hạn, MSN vẫn sẽ theo đuổi mục tiêu giai đoạn 2 (2025-30F) trong mở rộng mạng lưới, thị phần, lợi nhuận thông qua số hóa và tự động hóa toàn diện, hàm ý việc (1) mở rộng quy mô thị trường cho các thương hiệu mạnh của Masan (Nam Ngư, Chinsu, Omachi, Kokomi, Wakeup 247 cho MCH và mở rộng mạng lưới WCM khi các chi phí vận hành đã ở mức tối ưu nhất), (2) cải thiện dần biên LN, đặc biệt cho các mảng mới (thường xuyên ghi nhận lỗ các năm trước) về mức trung bình ngành tại châu Á (WCM, MML, MSR, PLH) thông qua tối ưu chi phí vận hành, tối ưu rổ SKUs có biên LN tốt, tận dụng nền tảng kinh doanh của nhau trong hệ sinh thái thông qua ba mảnh ghép chiến lược: Mạng lưới - Thị phần chi tiêu - Hội viên đã xây dựng trong giai đoạn 2020-24.

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. ***Giá cổ phiếu xác định cho của MSN năm 2025 ở mức 85.700 đồng/cổ phiếu và năm 2026 ở mức 93.400 đồng/cổ phiếu****, tương ứng với PE fwd 2025 35,2x. Dựa trên giá đóng cửa ngày 23/09/2025, chúng tôi khuyến nghị* ***TÍCH LŨY*** *dành cho MSN.*

TÍCH LŨY

Giá thị trường (đồng)	81.900
Giá mục tiêu (đồng)	93.400

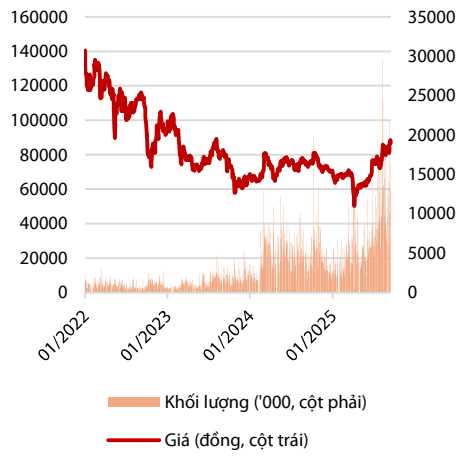
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 0

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	127.964
SLCPDLH (triệu CP)	1.446
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	10.438
Free Float (%)	823
Giá cao nhất 52 tuần	88.500
Giá thấp nhất 52 tuần	50.300
Beta	1,2

	FY24	Hiện tại
EPS	1.321	1.862
Tăng trưởng EPS (%)	375	23,1
P/E	47,7	44,1
P/B	2,3	3,7
EV/EBITDA	14,7	16,1
ROE (%)	4,9	9,2

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 (%)	75,0

Nguyễn Bảo Hưng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

hung.nb@vdsc.com.vn

Q2-2025: Dần rủ bỏ khó khăn sinh lời ở hầu hết cả mảng kinh doanh, nhiệm vụ "tối ưu biên LN ròng" ngày càng đi đúng hướng

Ở Q2-2025, doanh thu thuần đạt 18.315 tỷ đồng (-3% QoQ, -9%YoY), LNTT đạt 1.846 tỷ đồng (+51% QoQ, +58% YoY) phù hợp kỳ vọng chuyên viên. Tăng trưởng mạnh vẫn được dẫn dắt bởi thành quả tối ưu mô hình kinh doanh với mục tiêu ưu tiên "sinh lời" từ các nền tảng mới (thường xuyên ghi nhận lỗ trước đó) như WCM, MSR, MML đi kèm giảm được chi phí lãi vay nhờ giảm quy mô nợ vay (-11% YoY) và lãi suất vay (7,4%/năm so với bình quân 9-10%/năm ở các quý trước đó). Điểm trừ duy nhất của quý đến từ HĐKD của MCH kém khả quan (DT thuần -15% YoY, EBITDA -13% YoY) do những ảnh hưởng từ các quy định đóng thuế mới ở kênh GT khiến các đại lý hạn chế nhập hàng và tập trung sử dụng hàng tồn kho đã nhập trước đó.

Đáng chú ý, LNST Cty Mẹ sau MI đạt 1.032 tỷ đồng (+162% QoQ, +105% YoY) vượt kỳ vọng chuyên viên 28% do Lợi ích CĐTS (MI) thấp hơn dự phóng chuyên viên đáng kể khi Công ty con MCH sụt giảm LN ngoài dự kiến.

Cụ thể KQKD từng ngành hàng:

Masan Consumer (MCH)

Doanh thu MCH Q2-2025 đạt 6.276 tỷ đồng (-16,2% QoQ, -15,1% YoY). MCH là công ty vị thế lớn trong một ngành tiêu dùng thiết yếu vốn tăng trưởng ổn định nên sự sụt giảm này được xem là ngoài kỳ vọng do các xáo trộn khách quan & chủ quan như sau:

+ Yếu tố khách quan: Quy định đóng thuế kinh doanh (GTGT+TNCN) (*) đẩy tâm lý lo ngại lên cao ở các hộ kinh doanh gia đình khiến họ hạn chế nhập hàng mới ưu tiên sử dụng hàng tồn kho cũ. Qua đó, số ngày tồn kho của các đại lý nhập hàng MCH giảm (7-8 ngày với nhà bán lẻ lớn, 2-3 ngày với nhà bán lẻ nhỏ), tác động giảm 600-800 tỷ đồng trong doanh thu MCH quý này.

(*) Từ 1/6/2025, hộ kinh doanh, cá nhân kinh doanh có mức doanh thu hằng năm từ 01 tỷ đồng trở lên, thay đổi cách tính thuế từ dạng thuế khoán sang dạng dựa trên doanh thu thực tế qua hóa đơn điện tử, thuế suất GTGT (1-5%) + TNCN (0,5-5%). Ngoài ra, họ phải sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền kết nối chuyển dữ liệu điện tử với cơ quan thuế.

(**) Tăng trưởng ngành tiêu dùng nhanh trong 5T-2025 ở Việt Nam theo kênh: GT ON (-2,1% YoY), GT OFF (-2,6% YoY), MT (+4,2% YoY).

+ Yếu tố chủ quan: MCH thực hiện chiến lược tái cấu trúc kênh phân phối GT, xây dựng lại đội ngũ kinh doanh có phạm vi hoạt động lớn hơn (số lượng điểm bán MCH trực tiếp giao dịch/người phụ trách tăng 48% YoY dựa trên ứng dụng công nghệ quản lý), giảm dần sự phụ thuộc vào các đại lý phân phối truyền thống (mang tính địa phương lớn). Điều này gây giảm doanh thu lập tức trong ngắn hạn do ngành bán lẻ Việt Nam vẫn phụ thuộc lớn ở kênh bán sỉ như Q2-2025, nhưng sẽ dần ổn định trở lại từ H2-2025 và dài hạn theo chia sẻ của đại diện MSN, do là xu thế tất yếu trong phát triển mạng lưới phân phối ở ngành bán lẻ trên thế giới.

(*) Tăng trưởng doanh thu MCH trong Q2-2025 theo kênh: GT (-19,3% YoY), MT (+5,7% YoY), HORECA (+34,2% YoY).

+ Xét về cơ cấu doanh thu theo ngành hàng, hầu hết các ngách sản phẩm của MCH đều bị ảnh hưởng bởi hai yếu tố nêu trên, cụ thể: gia vị (-20,9% YoY), thực phẩm tiện lợi (-11,6% YoY), thức uống giải khát (-25,9% YoY), cà phê (+1,8% YoY), HPC (+1,3% YoY), xuất khẩu (+7,7% YoY).

LNST Cty Mẹ của MCH đạt 1.326 tỷ đồng (-16,4% QoQ, -24,5% YoY), tương ứng biên LN ròng đạt 21,1% (đi ngang QoQ, -265bps YoY), chủ yếu do lợi nhuận tài chính ròng sụt giảm 63,4% YoY, đạt 138 tỷ đồng do khoản chi trả cổ tức bằng tiền mặt lớn năm ngoái (23 nghìn tỷ đồng) làm sụt giảm đáng kể các khoản đầu tư tài chính/cho vay bên ngoài của Công ty (--53,8% YoY). (Bảng dưới)

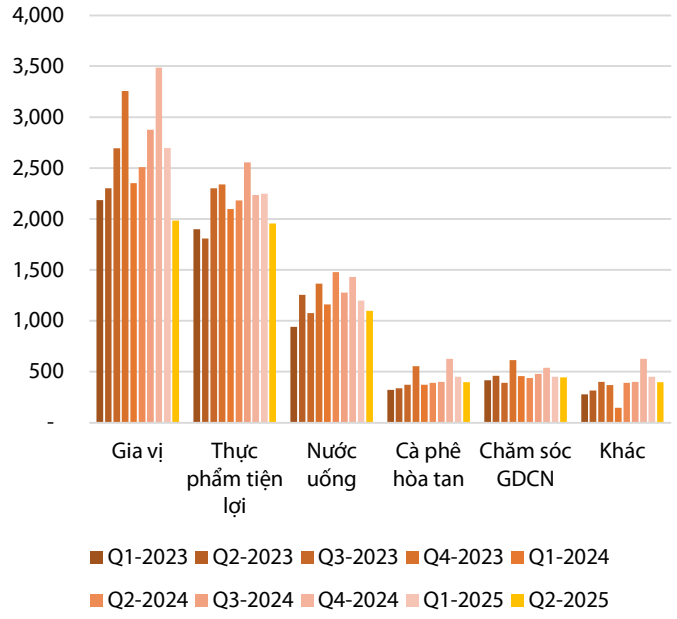
Lưu ý thêm, việc sụt giảm biên LN gộp (-261bps QoQ, -212bps YoY) từ ảnh hưởng sụt giảm sản lượng tiêu thụ **được bù trừ** lại từ tối ưu chi phí bán hàng từ đội ngũ/cách xây dựng kênh bán hàng mới **(CPBH&QLDN/D.thu thuần -162bps QoQ, -192bps YoY) (Hình 3, 4). Do đó, MCH gần như không thay đổi biên LN trước thuế & lãi vay (22,4%).**

Bảng 1: Cập nhật các khoản mục đầu tư và phải trả liên quan tới HĐ tài chính của MCH (tỷ đồng)

	Q1-2024	Q2-2024	Q3-2024	Q4-2024	Q1-2025	Q2-2025
Đầu tư tài chính (nắm giữ ngày đáo hạn & CK kinh doanh)	4.908	1.561	1.713	365	542	827
Phải thu liên quan đặt cọc đầu tư	14.597	20.085	20.485	6.121	6.121	6.121
Phải thu cho vay bên thứ ba	3.492	3.871	4.321	4.137	4.937	4.937
Cổ tức phải trả	11	11	15.169	-	-	-

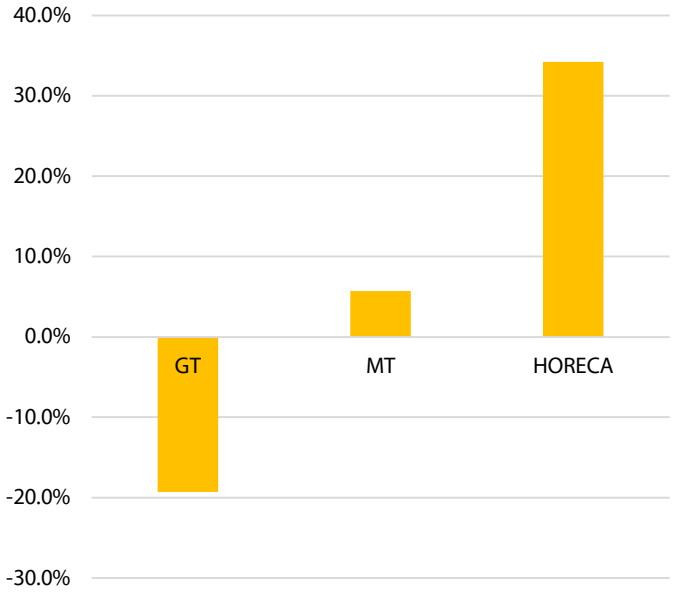
Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Doanh thu MCH theo phân khúc (tỷ đồng)



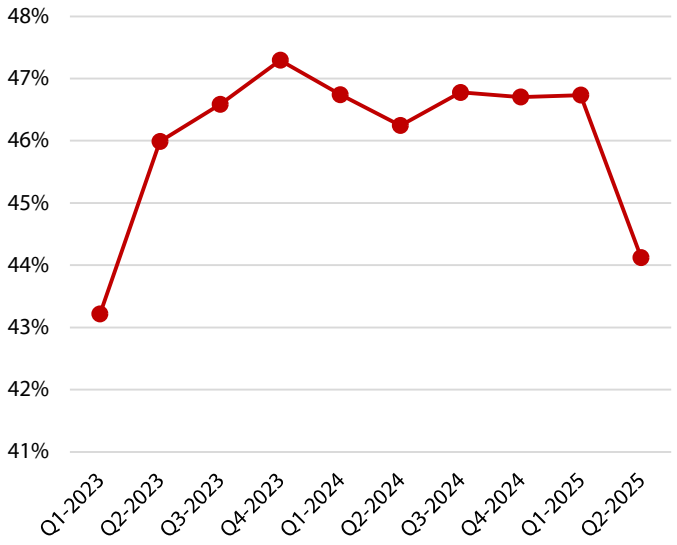
Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tăng trưởng doanh thu MCH theo kênh Q2-2025 (%)



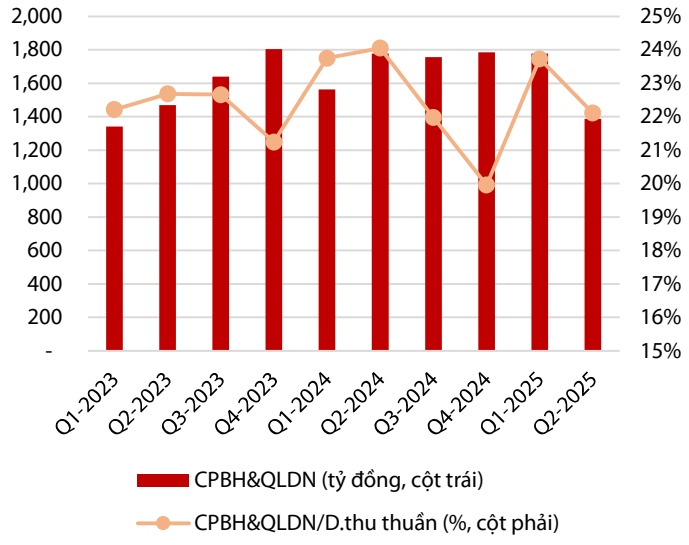
Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Biên LN gộp của MCH (%)



Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

Hình 4: CPBH&QLDN của MCH



Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

Masan MEATLife (MML)

Doanh thu của MML đạt 2.340 tỷ đồng (+13,0% QoQ, +30,7% YoY), được thúc đẩy từ tất cả các mảng: thịt chế biến (+22,6% YoY), chăn nuôi gà (+28,6% YoY), chăn nuôi heo (+38,3% YoY). Điểm tích cực trong tăng trưởng YoY được nhìn nhận ở cả hai hướng:

- Giá heo tăng +30% YoY, hỗ trợ mảng thịt heo trang trại & heo mát & heo chế biến;
- 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 triệu đồng, +17,3% YoY, hướng tới mục tiêu 3 triệu đồng.

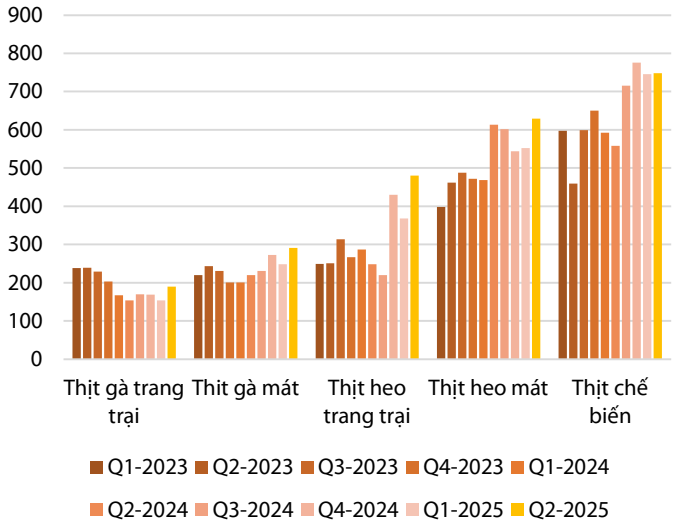
Ngoài hiệu quả mở rộng doanh thu, MML tiếp đà hiệu quả trong tối ưu biên LN. MML đạt LNST Cty Mẹ 249 tỷ đồng (so với mức lỗ 31 tỷ đồng năm ngoái), cấu thành từ (1) Tăng trưởng doanh thu cao, (2) Cấu trúc chi phí được tối ưu dần từ khi xoay chuyển sang kênh B2C với traffic khách hàng và biên LN tốt hơn kênh B2B (Q3-2024 đến Q2-2025), (3) phí mua hợp đồng một lần đạt 196 tỷ đồng (so với 25 tỷ đồng năm ngoái) ghi nhận vào thu nhập tài chính (**), đã giúp tỷ suất lợi nhuận ròng của MML lên 10,4%.

(*) Lưu ý, MML có phát sinh hoạt động cho vay cho CT TNHH Zenith Investment (MSN sở hữu 100,00%) 1.835 tỷ đồng, tuy nhiên không còn hoạt động cho vay CT TNHH Tầm nhìn Masan 1.772 tỷ đồng như Q2-2024. Do đó, thu nhập lãi tiền gửi không đổi YoY, đạt 72 tỷ đồng.

(**) MML thực hiện đặt hàng De Heus liên quan tới việc cung cấp heo thành phẩm từ HĐ nuôi trồng heo giống của De Heus theo hình thức ký kết hợp đồng có điều khoản cam kết sản lượng. Tỷ lệ giữa heo MML tự SX và nhập ngoài từ De Heus dao động 60:40 tùy thời điểm. Chi tiết hơn, De Heus sẽ phải cam kết sản lượng heo và nếu không đủ thì sẽ bị phạt trên giá trị hợp đồng và phân bổ dần qua các quý.

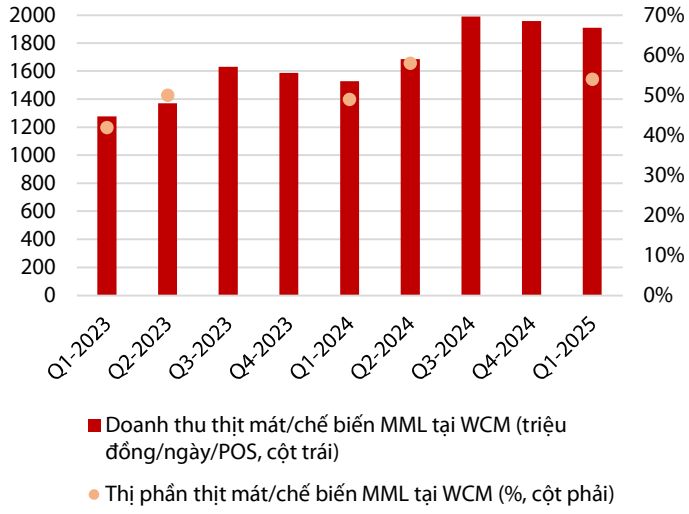
Khoản này dự kiến khó còn đột biến cho MML như Q2-2025, được xem là rủi ro tác động giảm KQKD của MML nếu HĐ kinh doanh cốt lõi không có nhiều đột phá.

Hình 5: Doanh thu MML theo phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: MML, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Mô tả ảnh hưởng của MML trong hệ thống WCM



Nguồn: MML, CTCK Rồng Việt

Wincommerce (WCM)

WCM đạt doanh thu thuần 9.132 tỷ đồng (+3,9% QoQ, +16,4% YoY), nhờ mở thêm 174 cửa hàng WMP nhưng doanh thu bán hàng tại cửa hàng vẫn giữ nguyên (WMP 0,54 tỷ đồng/tháng, WMT 5,94 tỷ đồng/tháng). WCM vẫn giữ được doanh thu cửa hàng cao mặc cho mở mới lớn ở H1-2025 nhờ năng lực thâm nhập tốt vào vùng nông thôn (70% mở mới tại đây, tăng trưởng doanh thu +33,8% YoY). WMP (định dạng WCM tại nông thôn) tập trung vào hàng khô FMCGs "value-for-money" thay vì hàng tươi sống như thành thị với giá bán linh hoạt và mô hình cửa hàng nhỏ gọn là chiến lược tỏ ra hiệu quả tính đến lúc này của WCM.

Mặc dù vậy, việc mở mới số lượng lớn cửa hàng (cao nhất trong một quý từ 2022) khiến chi phí khấu hao cao đi kèm triển khai nhiều chương trình khai trương trong khi doanh số chưa thể ổn định ngay lập tức khiến biên LN ròng của WCM, đạt 0,1% (giảm mạnh so với mức 0,7% quý trước) tương đương LNST là 10 tỷ đồng. Chúng tôi vẫn lạc quan về khả năng cải thiện biên LN ròng của WCM dần lên mức trung bình ngành trong dài hạn (2-3%) nhờ vào các ủng hộ ngoại tác như siết chặt các bộ phận kinh doanh bách hóa thiếu minh bạch, chuẩn chỉnh về vấn đề thuế, hóa đơn điện tử hay xu hướng chuyển đổi tiêu dùng sang kênh MT của giới trẻ, văn phòng cùng các yếu tố nội tại như tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ – LFL giúp giảm OPEX/doanh thu của cửa hàng, quản lý thất thoát/hủy hàng tồn kho (cải tạo các hình thức cửa hàng phù hợp với nhu cầu cụ thể của nhân khẩu học địa lý và quản lý chuỗi cung ứng tốt hơn).

WCM kỳ vọng doanh thu mỗi cửa hàng sẽ cải thiện tốt hơn khi vào mùa cao điểm Q3-Q4 hỗ trợ tăng biên LN ròng lên gần mức 1,0% mục tiêu cả năm. KQKD T7-T8/2025, WCM công bố gần đây càng củng cố điều này với doanh thu trên mỗi CH cải thiện lên 0,62 tỷ đồng/tháng.

(*) MSN thông báo về tổng doanh thu T8-2025, tổng doanh thu của hệ thống Winmart đạt 3.573 tỷ đồng (+24,2% YoY). Winmart mở mới thêm 60 cửa hàng Winmart+ (WMP), 1 cửa hàng Winmart tiêu chuẩn (WMT) trong T8 nâng tổng số lượng mở mới Winmart+ đạt 414 cửa hàng ở 8T-2025 (50% ở miền bắc, 47% ở miền trung), nhưng vẫn giữ doanh thu trên mỗi cửa hàng tốt (0,62 tỷ đồng/tháng).

Bảng 2: Các chỉ tiêu kinh doanh của WCM

Chỉ tiêu	Mô hình	Q2-2023	Q3-2023	Q4-2023	Q1-2024	Q2-2024	Q3-2024	Q4-2024	Q1-2025	Q2-2025
Doanh thu mỗi CH (tỷ đồng)	WMT	5,26	5,87	5,47	6,37	5,59	5,96	5,83	6,61	5,94
	WMP	0,50	0,52	0,51	0,51	0,53	0,57	0,54	0,53	0,54
Số lượng cửa hàng (cửa hàng)	WMT	132	132	132	132	129	129	129	129	129
	WMP	3.379	3.455	3.501	3.535	3.544	3.604	3.699	3.843	4.017
Biên LN ròng (%)	**Tổng WCM**	**N,A**	**-6,5%**	**-0,3%**	**-0,9%**	**N,A**	**0,2%**	**2,4%**	**0,7%**	**0,1%**

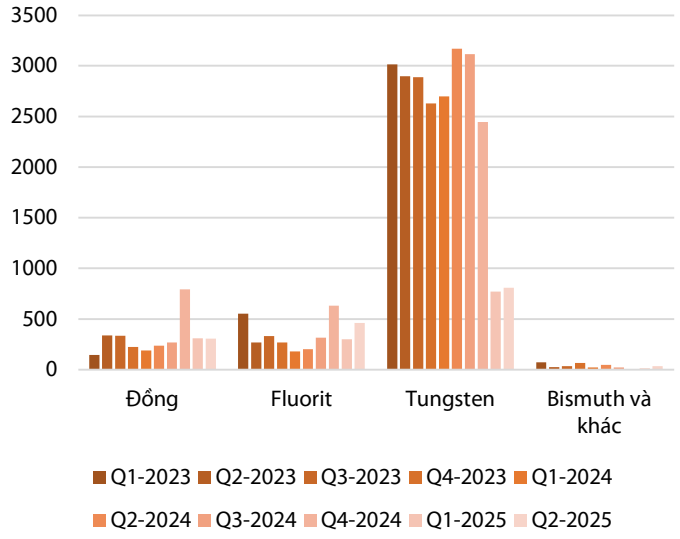
Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Masan High-tech (MSR)

MSR chứng kiến doanh thu thu hẹp mạnh -55,8% YoY (1.614 tỷ đồng), do việc thoái vốn H.C. Starck – Công ty chuyên SXKD các sản phẩm vonfram trung và hạ nguồn nhưng cũng giúp cải thiện biên LN Công ty. Điểm nhấn quý này đến từ việc giá bán đầu ra thuận lợi hơn (vonfram +17% YoY, đồng +4% YoY, flour +2% YoY, bismuth +34-% YoY) do địa chính trị đẩy nhu cầu tăng và lệnh hạn chế xuất khẩu kim loại hiếm của Trung Quốc, & chi phí sản xuất thấp hơn (hoạt động nổ pháo sắp xếp tốt hơn) giúp biên LN gộp đạt 24,7% (+1.477bps YoY).

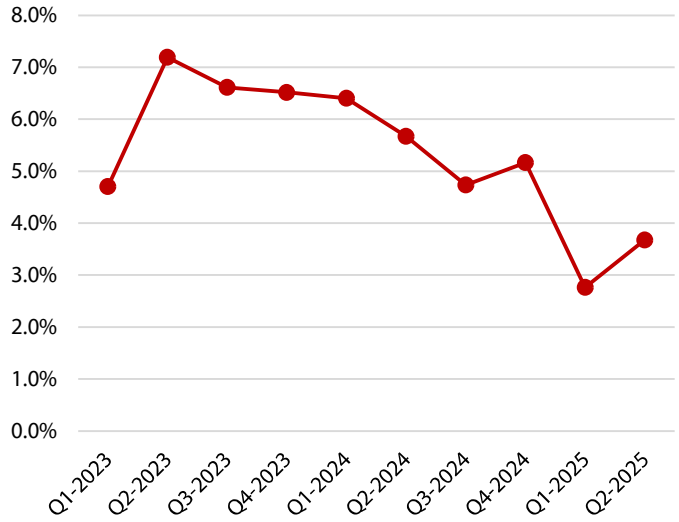
Tổng kết lại, MSR có quý đầu tiên sinh lời đạt 5,6 tỷ đồng (so với lỗ 359 tỷ đồng năm ngoái).

Hình 7: Doanh thu MSR theo phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: MSR, CTCK Rồng Việt

Hình 8: CPBH&QLDN/D.thu thuần MSR (%)



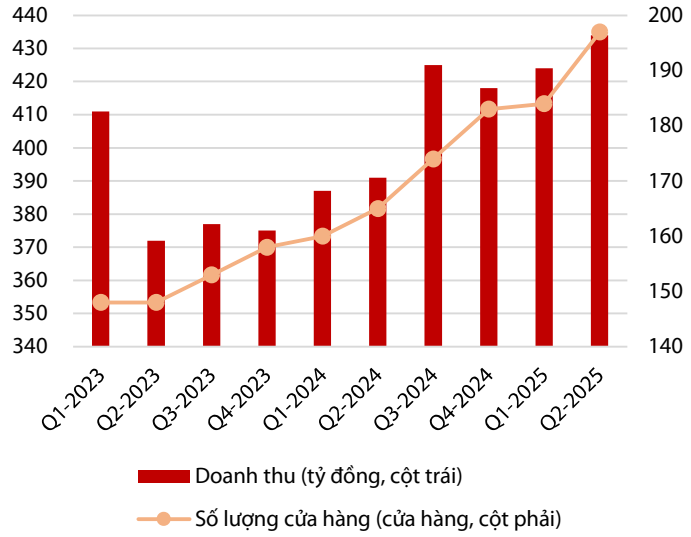
Nguồn: MSR, CTCK Rồng Việt

PhucLong Heritage (PLH) đạt doanh thu thuần 434 tỷ đồng (+2,4% QoQ, +11,0% YoY), chủ yếu nhờ mở rộng thêm cửa hàng 13 cửa hàng, đạt tổng 197 cửa hàng và chiến lược lấn sân sang mảng đồ ăn có hiệu quả với doanh thu đạt 30 tỷ đồng (+42,9% YoY). (*)

(*) PLH đa dạng chuỗi giá trị theo chiều dọc, ngoài sản phẩm cốt lõi – nước uống cà phê, PLH mở rộng sang ngành hàng thức ăn (kem, bánh, sữa chua) từ 2024.

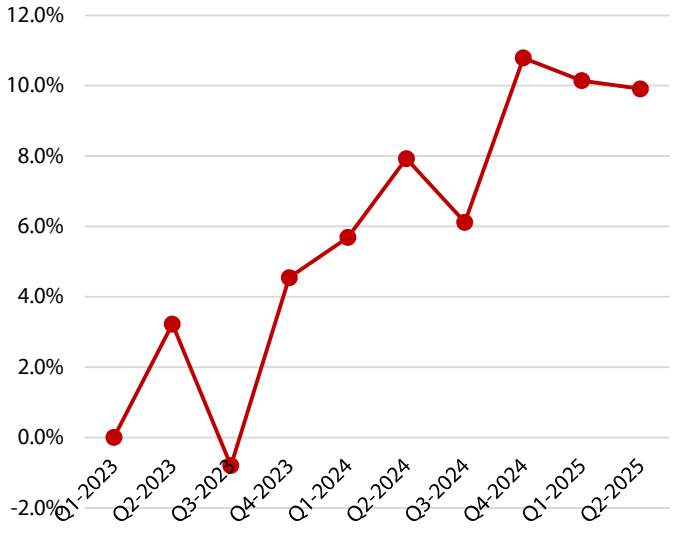
PLH vẫn giữ biên LN ròng ổn định qua các quý, 10,0% (+197bps YoY) ngang với chuỗi cà phê dẫn đầu Việt Nam hiện nay Highlands (theo ước tính chúng tôi), tương đương LNST 43 tỷ đồng. Điều này được hỗ trợ bởi các chiến lược định giá chặt chẽ, giúp giảm bớt áp lực chi phí đầu vào kéo dài từ đầu năm 2025 trong bối cảnh mô hình cửa hàng được tinh chỉnh.

Hình 9: Doanh thu PLH (tỷ đồng)



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Biên LN ròng PLH (%)

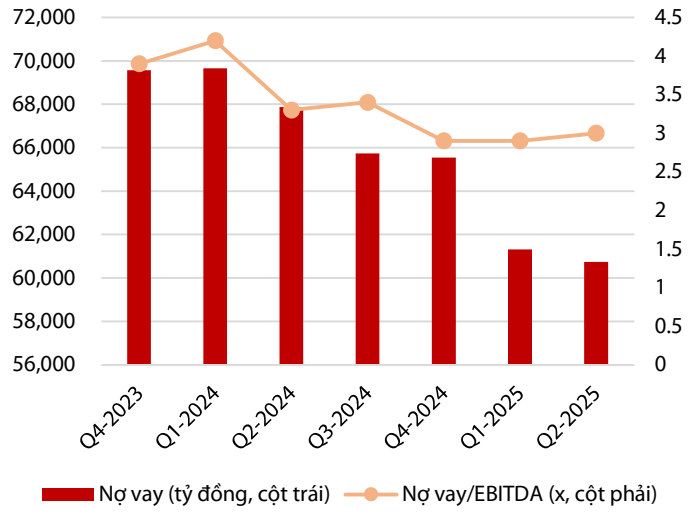


Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận từ CTLK – chủ yếu Techcombank (TCB) (MSN sở hữu 19,9%), đi ngang YoY, đóng góp 1.241 tỷ đồng trong LNST Cty Mẹ của MSN.

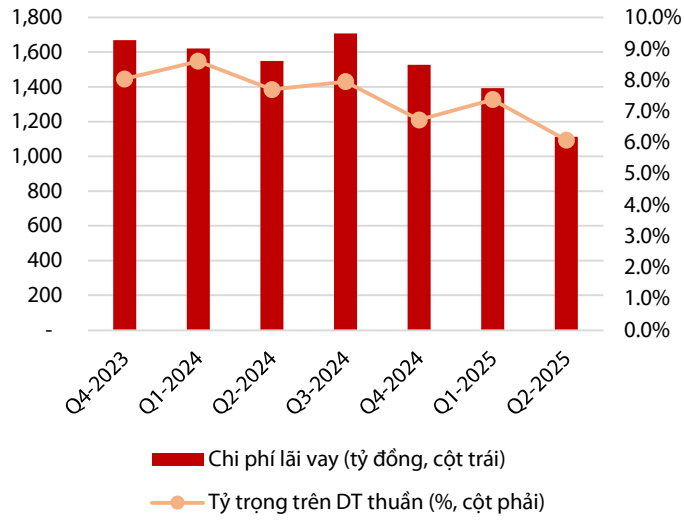
Hoàn tất tái cấu trúc tỷ lệ sở hữu ở các Cty Con, lợi ích kinh tế của MSN đối với CrownX tăng lên 92,8% (tăng từ 84,9% tính đến ngày 31-12-2024). Tuy nhiên, lợi ích kinh tế của MSN đối với MCH giảm nhẹ xuống còn 66,0% (từ 67,4%), ảnh hưởng giảm nhẹ đóng góp định giá của MCH trong MSN.

Hình 11: Nợ vay MSN



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Chi phí lãi vay MSN



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Tựu chung lại, LNST Cty Mẹ của MSN cao hơn kỳ vọng chuyên viên 28% do

- KQKD các mảng mới MSN có tỷ lệ sở hữu cao như MSR (94,9%), MML (94,3%) tốt hơn kỳ vọng.
- Tiết giảm chi phí lãi vay nhờ giảm quy mô nợ vay (-11% YoY) và lãi suất vay (7,4%/năm so với bình quân 9-10%/năm ở các quý trước đó).
- KQKD MCH thất vọng (công ty con có tỷ lệ sở hữu ngoài MSN nhiều nhất, 34%) khiến phần lợi nhuận cho CĐTS ít hơn dự kiến.

Bảng 3: Thống kê LNST của các mảng kinh doanh MSN

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2025	Q1-2025	% QoQ	Q2-2024	% YoY	% dự phóng 2025F của VDS
MCH	1.326	1.614	-17,8%	1.757	-24,5%	16,6%
WCM	10	58	-82,8%	NA	NA	3,1%
MML	243	116	109,5%	-31	NA	82,2%
MSR	6	-222	NA	-359	NA	Lời thay vì dự phóng lỗ
PLH	43	43	0,0%	31	38,8%	26,2%
TCB & CTLKLD khác	1.241	1.178	5,4%	1.273	-2,5%	25,1%

Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Dự phóng Q3-2025: Kỳ vọng sự cải thiện dần tới cuối năm

Bảng 4: Dự phóng KQKD Q3-2025 của MSN

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3-2025	+/-YoY	+/-QoQ	Giả định
Doanh thu thuần	**22.587**	**5,1%**	**23,3%**	
Masan Consumer (MCH)	7.701	-3,6%	22,7%	KQKD nội địa dần ổn định QoQ trở lại sau khi hoạt động tái cấu trúc kênh GT dần hoàn tất. Tuy nhiên, do quá trình này kéo dài đến cuối T11-2025 nên tăng trưởng YoY khó ở mức cao.
WinCommerce (WCM)	10.697	24,3%	17,1%	Được dẫn dắt bởi việc nhân rộng mạng lưới cửa hàng (+96 CH trong T7-8/2025, dự kiến 600-700 CH cho toàn năm 2025) và doanh thu mỗi cửa hàng gia tăng tốt (0,62 tỷ đồng/tháng/WMP sv 0,55 tỷ đồng trước đó dựa trên KQKD T7-8/2025, 6,0 tỷ đồng/tháng/WMT)
Masan MeaLife (MML)	2.083	7,6%	-11,0%	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. Tuy nhiên, ảnh hưởng giá thịt heo sụt giảm và dịch bệnh gây tâm lý e ngại có thể ảnh hưởng đến KQKD mảng heo trang trại của MML quý này.
PhucLong Heritage (PLH)	467	9,9%	7,6%	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 ~43 CH YoY (tính tới cuối Q2)
Masan High-tech (MSR)	1.640	-56,0%	1,6%	Việc loại bỏ H.C. Starck khiến doanh thu MSR giảm mạnh YoY, ngược lại, chúng tôi kỳ vọng khi hoạt động khai thác núi pháo ổn định dần tới cuối năm cộng hưởng giá bán các kim loại thô vẫn neo cao sẽ giúp tăng trưởng QoQ tốt.
LN trước thuế và lãi vay	**2.038**	**26,3%**	**45,2%**	
Masan Consumer (MCH)	1.887	-4,8%	36,6%	Được hỗ trở bởi công suất hoạt động tối ưu hơn so với Q2 giúp chi phí giá vốn trên mỗi sản phẩm giảm bớt hỗ trợ biên LNTT & lãi vay cải thiện QoQ đáng kể.
WinCommerce (WCM)	193	123,9%	134,3%	WCM dự kiến cải thiện biên LN ròng lên hơn 1% sau khi phần lớn cửa hàng mở mới H1-2025 sẽ đi vào HĐ ổn định doanh thu (chứng minh qua KQKD T7-8/20205) và khả năng kiểm soát chi phí khuyến mãi/chiết khấu/tiện ích tiết giảm hơn theo chia sẻ MSN.
Masan MeaLife (MML)	67	47,4%	-36,2%	
PhucLong Heritage (PLH)	15	-61,7%	-69,5%	Chủ yếu hỗ trợ bởi đòn bẩy hoạt động tốt hơn (định phí/doanh thu giảm)
Masan High-tech (MSR)	377	326,9%	11,4%	Giá bán đầu ra tăng và loại bỏ tảng đá đen "H.C. Starck" giúp giảm bớt gánh nặng lên biên LN.

Lợi nhuận từ CTLKLD (chủ yếu TCB)	1.229	6,1%	-1,0%
Lợi nhuận tài chính ròng	-1.015	-13,8%	-0,5%
Lợi nhuận trước thuế	**2.252**	**43,8%**	**22,0%**
Thuế TNDN	-344	30,0%	51,7%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	636	5,9%	8,2%
LNST Cty Mẹ trước MI	**1.907**	**46,6%**	**17,8%**
LNST Cty Mẹ	**1.272**	**81,4%**	**23,2%**
Biên LNTT và lãi vay	**9,0%**	**+152bps**	**+136bps**
Masan Consumer (MCH)	24,5%	-30bps	+248bps
WinCommerce (WCM)	1,8%	+80bps	+90bps
Masan MeaLife (MML)	3,2%	+86bps	-126bps
PhucLong Heritage (PLH)	11,3%	+211bps	0bps
Masan High-tech (MSR)	23,0%	+2.063bps	+203bps

Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Định giá

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. Giá cổ phiếu xác định cho một năm tới của MSN ở mức **85.700 đồng/cổ phiếu cho 2025**, tương ứng với PE fwd 2025 35,2x và **93.400 đồng/cổ phiếu cho 2026**, tương ứng PE fwd 2026 35,6x, tăng 12% so với định giá cũ. Ba điểm nhấn đáng chú ý trong việc nâng định giá MSN bao gồm:

- ***Techcombank (HSX: TCB),*** chúng tôi cập nhật định giá TCB trong MSN theo định giá của CVPT ngành Ngân hàng của chúng tôi, tương ứng với PB fwd 2025F 1,7x, để phù hợp với tiềm năng đầu tư ở Ngân hàng này thay vì chỉ ghi nhận giá trị sổ sách như trước.
- ***Winmart (WCM),*** chúng tôi thay đổi hai giả định theo chiều hướng tích cực hơn: (1) doanh thu BHX trong tổng miếng bánh bách hóa thay đổi ~6% so với trước nhờ mở rộng thị phần lớn ở khu vực miền Bắc, Trung từ 2025, (2) tốc độ sinh lời nhanh hơn dự kiến ở năm 2025 với biên LN ròng đạt 0,9% (0,5% trước đó). Việc có cơ sở sinh lời trong bối cảnh mở rộng mạnh ở H1-2025 củng cố khả năng mở rộng SLCH (500-1.000 cửa hàng) bình quân cho 3 năm tới vững chắc hơn.
- ***Masan High-techs (UpCOM: MSR),*** chúng tôi thay đổi EBITDA của MSR tăng 3,5x nhờ vào bối cảnh sản lượng và giá bán đầu ra thuận lợi hơn đáng kể so với kỳ vọng trước đó.

Chúng tôi giữ nguyên toàn bộ các chỉ tiêu định giá liên quan ở phương pháp SoTP (PS, EVEBITDA) tương tự báo cáo gần nhất.

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.**

Bảng 5: Mô tả định giá SoTP của MSN

Đơn vị: tỷ đồng	Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Lợi ích kinh tế của MSN	2025F	2026F
Masan Consumer (MCH)	EVEBITDA	14,00	66,00%	70.232	74.026
WinCommerce (WCM)	P/S	0,78	85,40%	27.067	39.417
TCX Holdco				**97.298**	**113.443**
Masan Meat Life (MML)	EVEBITDA	10,00	94,90%	6.123	6.154
Phuc Long	EVEBITDA	8,00	85,00%	1.230	1.353
Sheepa (ex, PLH)	Giá trị sổ sách			3.248	3.248
Masan High Tech	EVEBITDA	5,00	94,90%	5.201	5.247
TCB & CTLKLD khác	PB (theo định giá mục tiêu của CVPT ngành Ngân hàng)	1,70	19.8%	67.340	67.340
Giá trị doanh nghiệp				**180.440**	**196.785**
- Nợ vay ròng				50.798	55.435
Giá trị vốn chủ sở hữu				**129.642**	**141.351**
Số lượng cổ phần (triệu cổ)				1.513	1.513
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				**85.689**	**93.429**

Nguồn: CTCK Rồng Việt. (*) Chiết khấu 30% so với mức P/S 1,12x cho định giá của BHX – chuỗi tương đồng WCM, trùng với mức định giá trong giao dịch huy động vốn gần nhất của chuỗi khi BHX vừa phát hành riêng lẻ 5% cổ phần cho CDH Investments (Trung Quốc) trong Q2/2024, cũng tương ứng mức định giá "tốt nhất" của WCM với giả định kỳ vọng năm kinh doanh tốt nhất của chuỗi, sẽ đạt thị phần bách hóa 5% ở miền Nam, 10% ở miền Bắc, 3% ở miền Trung, đi kèm biên LN ròng 2% - mức trung bình ngànhở các chuỗi minmart châu á và PE trung bình ngành 17-18x.

Phụ lục

Bảng 6: Kết quả kinh doanh Q2-2025

	Q2-2025	Q1-2025	+/-QoQ	Q2-2024	+/-YoY	%Kế hoạch 2025	%Dự phóng 2025
Doanh thu thuần	**18.315**	**18.897**	**-3,0%**	**20.126**	**-9,0%**	**22,8%**	**22,7%**
Doanh thu thuần (loại bỏ H.C. Starck)	**18.315**	**18.897**	**-3,1%**	**17.747**	**3,20%**	**22,8%**	**22,7%**
The CrownX	14.836	15.782	-6%	14.986	-1,0%	22,2%	21,9%
Masan Consumer (MCH)	6.276	7.489	-16,2%	7.392	-15,1%	18,8%	22,7%
Masan Brewery (MBC)	98	89	10,1%	161	-39,3%	16,3%	21,2%
WinCommerce (WCM)	9.130	8.785	3,9%	7.844	16,4%	25,7%	23,1%
Masan MeaLife (MML)	2.340	2.070	13,0%	1.790	30,7%	28,4%	27,0%
PhucLong Heritage (PLH)	434	424	2,4%	392	10,8%	22,7%	24,3%
Masan High-tech (MSR)	1.614	1.393	15,9%	3.652	-55,8%	24,9%	25,6%
LNTT & lãi vay & khấu hao	**3.748**	**4.003**	**-6,4%**	**3.824**	**-2,0%**		
LNTT & lãi vay & khấu hao/DT thuần	*20,5%*	*21,2%*		*21,5%*			
LNTT & lãi vay & khấu hao (loại bỏ H.C. Starck)	**3.748**	**4.003**	**-6,4%**	**3.667**	**2,2%**		
LNTT & lãi vay & khấu hao/DT thuần (loại bỏ H.C. Starck)	*2,5%*	*21,2%*		*18,2%*			
The CrownX	1.882	2.272	-17,2%	1.934	-2,7%		
Masan Consumer (MCH)	1.605	1.919	-16,4%	1.843	-12,9%		
Masan Brewery (MBC)	-10	-7	42,9%	-24	-58,6%		
WinCommerce (WCM)	314	362	-13,3%	172	83,0%		
Masan MeaLife (MML)	223	178	25,3%	125	78,3%		
PhucLong Heritage (PLH)	80	81	-1,2%	71	13,0%		
Masan High-tech (MSR)	563	413	36,3%	582	-3,2%		
Lợi nhuận từ CTLKLD (chủ yếu TCB)	1.216	1.190	2,2%	1.236	-1,6%		
Lợi nhuận tài chính ròng	-1.021	-1.306	-21,9%	-1.404	-27,3%		
Lợi nhuận trước thuế	**1.846**	**1.222**	**51,1%**	**1.169**	**58,0%**		
Thuế TNDN	-227	-239	-5,1%	-223	1,8%		
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	587	590	-0,5%	443	32,4%		
LNST Cty Mẹ trước MI	**1.619**	**983**	**64,7%**	**946**	**71,2%**	**33,3%**	**25,7%**
LNST Cty Mẹ	**1.032**	**394**	**162,0%**	**503**	**105,4%**		

Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Phân tích HĐKD Q2-2025 của MSN

Chỉ tiêu	Q2-2025	Q1-2025	+/-QoQ	Q2-2024	+/-YoY
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	31,1%	32,8%	-172bps	29,4%	+167bps
EBITDA/Doanh thu	20,5%	21,2%	-72bps	17,4%	+306bps
EBIT/Doanh thu	7,7%	8,7%	-99bps	6,5%	+119bps
TS lợi nhuận ròng	5,6%	2,1%	+355bps	2,5%	+314bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
- Số ngày tồn kho	6	4		10	
- Số ngày phải thu	73	69		80	
- Số ngày phải trả	45	43		43	
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	146%	142%		147%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng

KQ HĐKD	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**78.252**	**83.178**	**80.844**	**100.984**
Giá vốn	56.131	58.522	54.275	69.232
Lãi gộp	**22.121**	**24.656**	**26.569**	**31.753**
Chi phí bán hàng & QLDN	17.942	18.482	19.231	24.156
Thu nhập từ HĐTC	2.405	4.044	1.911	1.287
Chi phí tài chính	8.130	7.900	6.248	5.824
Lợi nhuận khác	213	-736	101	81
Lợi nhuận trước thuế	**2.563**	**6.025**	**8.221**	**9.295**
Thuế TNDN	693	1.752	1.927	2.074
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.451	2.273	2.616	3.255
Lợi nhuận sau thuế	**419**	**1.999**	**3.679**	**3.966**
LNTT và lãi vay	4.179	6.173	7.338	7.596

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2023A	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	2,7	6,3	-2,8	24,9
EBIT	-10,5	47,7	18,9	3,5
Lợi nhuận sau thuế	-88,3	377,4	84,0	7,8
Tổng tài sản	4,3	0,1	-13,7	8,5
Vốn chủ sở hữu	4,4	6,6	9,0	8,9
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp/Doanh thu	28,3	29,6	32,9	31,4
EBI/DoanhThu	5,3	7,4	9,1	7,5
LNST/Doanh thu	0,5	2,4	4,6	3,9
ROA	0,3	1,4	2,9	2,9
ROE	1,1	4,9	8,3	8,2
Hiệu quả hoạt động (ngày)				
Số ngày phải thu	56	96	41	35
Số ngày tồn kho	86	67	64	64
Số ngày phải trả	41	45	52	54
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	0,9	0,9	0,8	0,8
Nhanh	0,6	0,7	0,5	0,5
Cấu trúc tài chính (x)				
Tổng Nợ / VCSH	2,9	2,6	1,9	1,9
Vay ngắn hạn/VCSH	0,7	0,7	0,5	0,6
Tổng vay/VCSH	1,8	1,6	1,4	1,4

Tỷ đồng

Bảng CĐKT	2023A	2024A	2025F	2026F
Tiền	10.125	18.618	11.318	11.138
Đầu tư ngắn hạn	6.795	608	894	1.094
Khoản phải thu	11.985	21.865	9.140	9.565
Hàng tồn kho	13.175	10.787	9.558	12.162
Tài sản ngắn hạn khác	1.684	1.692	1.644	2.054
Tài sản cố định hữu hình	34.615	29.019	28.086	27.353
Tài sản cố định vô hình	12.106	9.706	9.119	8.536
Đầu tư dài hạn	33.219	35.319	41.682	47.634
Tài sản dài hạn khác	23.679	19.971	15.926	18.698
Tổng tài sản	**147.383**	**147.585**	**127.367**	**138.233**
Khoản phải trả	6.318	7.171	7.708	10.152
Vay và nợ ngắn hạn	28.030	26.724	22.291	26.747
Vay và nợ dài hạn	41.542	38.825	39.825	39.825
Vay và nợ khác	33.225	34.081	13.081	13.081
Quỹ khen thưởng phúc lợi	31	31	31	31
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tổng nợ	**109.146**	**106.832**	**82.936**	**89.836**
Vốn đầu tư của CSH	14.308	15.129	15.129	15.129
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	54	9.327	13.006	16.972
Thu nhập khác	23.875	16.296	16.296	16.296
Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Tổng vốn	**38.237**	**40.752**	**44.431**	**48.397**
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Chỉ số định giá	2023A	2024A	2025F	2026F
EPS (đồng)	277	1.321	2.432	2.621
P/E (x)	242	53	35	36
BV (đồng)	25.274	26.936	29.368	31.989
P/B (x)	2,7	2,6	3,0	2,8
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	93.400	100%	***93.400***
Giá mục tiêu (đồng)		**100%**	**93.400**

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN
09/2025	93.400	TÍCH LŨY	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	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-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
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
- Ngân hàng

Đỗ Thạch Lam
Manager
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
- BĐS dân dụng
- Vật liệu xây dựng
- BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng
Manager
hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
- Chiến lược Thị trường
- Kinh tế vĩ mô

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
- Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân
Analyst
luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
- Bán lẻ

Cao Ngọc Quân
Analyst
quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

Lê Ngọc Hiển
Analyst
hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
- Thủy sản
- Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng
Analyst
hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng
- Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn
Analyst
toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
- Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương
Analyst
duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
- Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao
Analyst
giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
- BĐS dân dụng
- BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang
Analyst
trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
- Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương
Analyst
huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
- Dầu khí

Nguyễn Đức Chính
Analyst
chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
- Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh
Analyst
anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
- Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo
Assistant
thao.ptp@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, 2025.**