CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (UpCOM: QNS)

Mía còn vị đắng

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q4-FY25	Q3-FY25	+/- qoq	Q4-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	2.701	2.685	0,6%	2.174	24,2%
Lợi nhuận sau thuế	605	381	58,8%	623	-2,9%
LNTT & lãi vay	582	376	54,8%	590	-1,4%
LNTT & lãi vay/DT thuần	21,5%	14,0%	754bps	27,1%	-560bps

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Q4-FY25: KQKD chưa khởi sắc, khép lại một mùa vụ mía đường nhiều "vị đắng"

- KQKD QNS Q4-2025 thấp hơn kỳ vọng chuyên viên 5,0% với doanh thu thuần 2.884 tỷ đồng (+22,7% YoY) và LNST đạt 581 tỷ đồng (-6,6% YoY), chủ yếu do ảnh hưởng tiêu cực từ mảng đường QNS phải hy sinh giá bán mạnh hơn trong các tháng gần đây để cho ra sản lượng đường tốt hơn trước khi kinh doanh niên vụ 2025-26 (bắt đầu từ T12-2025).
- Điểm sáng nằm ở mảng sữa đậu nành với sản lượng tăng 3,2% YoY trong một ngành FMCGs gặp nhiều cản trở từ Nghị đinh 70 ở quý này (đặc biệt kênh GT chủ lực), nhờ mở rộng thị phần trong (sữa đậu nành/sữa hạt cao cấp hướng tới sức khỏe). Tuy nhiên, điều này không đủ bù đắp cho sự sụt giảm lớn mảng đường trong tổng KQKD của QNS.

Triển vọng FY26: Kỳ vọng tình trạng thừa cung ngành đường dần được cải thiện về cuối năm

- Mảng sữa đậu nành đi vào vùng hạn chế dư địa tăng trưởng (2-3% YoY về doanh thu) do thị phần Vinasoy đã ở mức cao ~90,0% năm 2025. Vinasoy dự kiến tăng chiết khấu bán hàng nhằm cạnh tranh với các đối thủ Vinamilk, TH True Milk, khiến LNST đi ngang YoY năm 2026.
- Mảng đường dự kiến phục hồi trở lại LNST 5,4% YoY cho năm 2026 với kỳ vọng kiểm soát đường lỏng siro ngô/mía nhập lậu chặt chẽ hơn từ cơ quan liên quan & giá đường trong nước tạo đáy theo giá đường thế giới trước xung đột Trung Đông (sự kiện đẩy nhu cầu chuyển đổi sang sản xuất xăng sinh học thay đường mía tại các nhà máy mía đường).
- Lưu ý, mức phục hồi lợi nhuận mảng đường dự kiến mạnh hơn về cuối năm do các nhà máy nội địa vẫn phải tập trung xử lý tồn kho niên vụ trước bằng cách giảm mạnh giá bán ở đầu năm và các biện pháp siết chặt đường mía lậu/đường lỏng siro ngô sẽ tăng cường dần về cuối năm.
- Chúng tôi dự phóng KQKD Q1-2026 của QNS tiếp tục suy yếu YoY khi các biện pháp giảm giá bán vẫn được QNS thực hiện để xử lý tồn kho niên vụ trước trong bối cảnh tiêu thụ đường/FMCGs ảm đạm. Qua đó, QNS dự kiến đạt doanh thu thuần 2.569 tỷ đồng (+13,2% YoY) và LNST đạt 350 tỷ đồng (-13,6% YoY).
- Cho cả năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của QNS đạt 10.787 tỷ đồng (+2,0% YoY). LNST/EPS đạt 1.939 tỷ đồng (+0,8% YoY) và 5.274 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

QNS tìm hướng tăng trưởng mới qua mở rộng vùng trồng mía đường, nhằm giành thị phần từ nhà máy nhỏ lẻ và đường nhập lậu, trong bối cảnh sữa hạt (Vinasoy, thị phần >85%) bão hòa (tăng 2-3% YoY).

Chúng tôi thực hiện định giá bằng phương pháp SoTP ngắn hạn và chiết khấu dòng tiền (DCF) dài hạn với tỷ trọng 60:40 cho QNS (phản ánh yếu tố bất định giá đường ngắn hạn). Giá cổ phiếu xác định một năm tới của QNS ở mức ***47.000 đồng/cổ phiếu****, tương ứng PE fwd 2026 8,9x. Kết hợp với mức cổ tức tiền mặt 4.000 đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị* ***TRUNG LẬP*** *cho QNS dựa trên giá đóng cửa ngày 03/04/2026. Chúng tôi cho rằng QNS phù hợp với các nhà đầu tư đang tìm kiếm chiến lược đầu tư cổ tức ổn định với lợi suất trung hạn trên 8,0%/năm.*

TRUNG LẬP

Giá thị trường (đồng)	47.400
Giá mục tiêu (đồng)	47.000

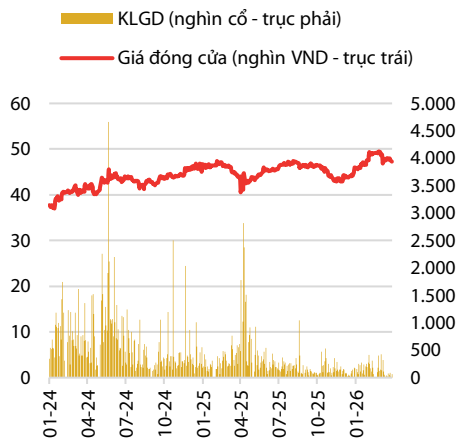
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 4.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.487
SLCPDLH (triệu CP)	367
KLGD bình quân 20 phiên (nghìn CP)	147
Free Float (%)	61,4
Giá cao nhất 52 tuần	49.500
Giá thấp nhất 52 tuần	40.500
Beta	0,8

	FY25	Hiện tại
EPS	5.231	5.231
Tăng trưởng EPS (%)	-18,3	-0,9
P/E	9,5	9,5
P/B	1,7	1,7
EV/EBITDA	8,6	8,6
ROE (%)	18,6	18,6

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

CT TNHH MTV TM Thành Phát	15,1
Ông Võ Thành Đàng	9,6
Bà Võ Thị Cẩm Nhung	2,9
Ông Trần Ngọc Phương	1,8
Khác	70,6
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	40,5

KQKD Q4-2025 chưa khởi sắc, khép lại một mùa vụ mía đường nhiều "vị đắng"

Doanh thu thuần 2.884 tỷ đồng (+3,5% QoQ, +22,7% YoY) cao hơn 16,0% kỳ vọng chuyên viên, nhờ QNS chấp nhận hy sinh giá bán để ra sản lượng đường mạnh mẽ cuối niên vụ 2024-25, cụ thể:

- ***Mảng đường,*** đạt 1.090 tỷ đồng (+5,3% QoQ, +38,1% YoY). QNS phải hy sinh giá bán mạnh hơn trong các tháng gần đây để cho ra sản lượng đường tốt hơn trước khi kinh doanh niên vụ 2025-26 (bắt đầu từ T12-2025).

Sản lượng cả năm 2025 đạt 217 nghìn tấn/năm (-2% YoY) hàm ý còn 33 nghìn tấn niên vụ 2024-25 chưa tiêu thụ hết dù cận kề niên vụ mới. Giá bán đường QNS bình quân Q4-2025 đạt 16.269 đồng/kg (-5,7% QoQ, -17,5% YoY).

- ***Mảng sữa***, đạt 1.210 tỷ đồng (-7,3% QoQ, +21,4% YoY), dựa trên giá sữa bình quân tăng 17,2% YoY, trong khi sản lượng sữa chỉ nhích nhẹ +3,2% YoY, đạt 64 triệu lít trong Q4-2025.

Giá bán sữa bình quân cao hơn do tỷ trọng doanh thu từ các sản phẩm cao cấp hóa tăng (chiếm tổng 5% tổng Vinasoy, tăng trưởng YoY trên 30,0% YoY cho các sản phẩm Famigold, Greensoy, Veyo), kết hợp với điều chỉnh cách thức hạch toán: QNS hạch toán phần chi phí khuyến mãi sản phẩm vào chi phí bán hàng thay vì giảm trừ trực tiếp trong doanh thu như bảng dưới:

	Cách ghi nhận trước năm 2025	Cách ghi nhận sau năm 2025
Số lượng hộp sữa bán ra 1 tháng (hộp) (a)	1.000	1.000
Giá bán niêm yết 1 hộp sữa (đồng/hộp) (b)	5.000	5.000
Doanh thu gộp (triệu đồng đồng) (c)	5,0	5,0
Giảm trừ doanh thu từ chính sách sản phẩm tặng thêm (10 hộp tặng 1 hộp) (triệu đồng) (d) = (a)/10*(b)	0,5	0 do chuyển đổi phần này xuống chi phí bán hàng
Doanh thu ghi nhận (triệu đồng) (e)=(c)-(d)	4,5	5,0
Giá bán bình quân (đồng/hộp) (e)/(a)	4.500	5.000
TỔNG HỢP LẠI: Cách hạch toán mới khiến doanh thu ghi nhận trên BCTC & giá bán bình quân mảng sữa tăng (trong khi bản chất giá bán niêm yết không đổi), sản lượng tiêu thụ không đổi nhưng chi phí bán hàng lại tăng cao.		

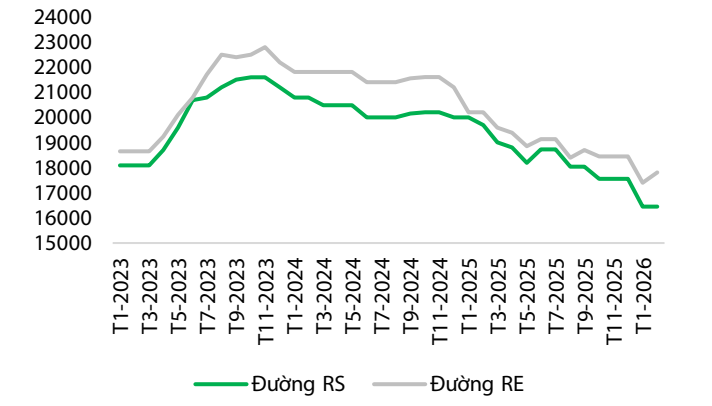
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận trước thuế đạt 711 tỷ đồng (+60,1% QoQ, -1,3% YoY) thấp hơn kỳ vọng chuyên viên 5,0%, tương đương biên LNTT 24,7% (+872bps QoQ, -599bps YoY) do ảnh hưởng lớn từ mảng đường, cụ thể:

- ***Mảng đường,*** đạt biên LNTT 19,0% (-1.840bps YoY) từ cả việc giảm giá bán, tăng cường các biện pháp hỗ trợ bán hàng trong bối cảnh ngành gặp khó như đã đề cập.
- ***Mảng sữa,*** đạt biên LNTT 46,3% (đi ngang YoY), hàm ý khó cải thiện do Vinasoy cần tăng các chi phí chiết khấu, quảng cáo hơn để duy trì thị phần trước cơn gió ngược ngành sữa cả năm nay .
- ***Lưu ý, tăng trưởng QoQ đột biến ở Q4-2025 chỉ là hoạt động hoàn nhập chi phí đã phân bổ 11 tháng trước đó*** nhưng không thực hiện ở cả mảng sữa & đường – xem như một hoạt động thường niên của DN khi đã từng xuất hiện ở các năm 2023-24 trước đó.

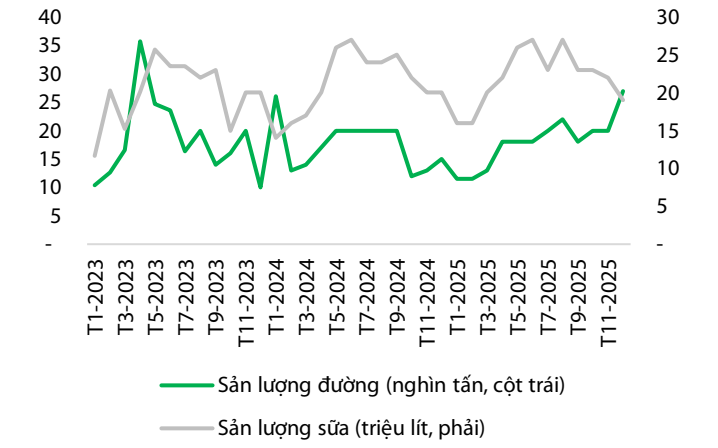
Tổng hợp lại, LNST của QNS trong Q4-2025 đạt 581 tỷ đồng (+52,6% QoQ, -6,6% YoY).

Giá bán đường An Khê tại nhà máy (đồng/kg)



Nguồn: Argomonitor, CTCK Rồng Việt

Sản lượng bán ra của QNS ở hai mảng



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Giá đường nội địa giảm ~18% YoY do nguồn cung tăng năm 2025 từ cả nội địa, đường nhập lậu từ Thái Lan (thời tiết thuận lợi), đường lỏng siro ngô

	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25	2025-26
SX đường mía Việt Nam						
Diện tích mía thu hoạch (nghìn ha)	152,9	146,9	145,6	163,0	189,4	201,3
Sản lượng mía ép (triệu tấn)	6,7	7,5	9,6	11,2	12,4	13,3
Sản lượng đường (triệu tấn)	0,7	0,7	0,9	1,1	1,3	1,4
Tăng trưởng YoY (%)		*8,8%*	*19,0%*	*23,6%*	*14,3%*	*8,2%*
Năng suất đường (tấn/ha)	4,5	5,1	6,1	6,7	6,8	6,8
Tiêu thụ đường Việt Nam (triệu tấn)						
Tổng số	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7
Tăng trưởng YoY (%)		*9,8%*	*4,4%*	*4,6%*	*4,0%*	*4,0%*
Nhập khẩu đường lỏng siro ngô (nghìn tấn)						
Tổng số	164,1	185,0	N.A	241,5	139,9 (7T)	N.A
Tăng trưởng YoY (%)				*+8,7%*	*-2,6%*	
Nhập khẩu đường lậu Việt Nam (triệu tấn)						
Tổng số (chủ yếu nhập từ Lào, Campuchia có nguồn gốc Thái Lan)	0,4	0,7	0,6	0,8	N.A	N.A
Tăng trưởng YoY (%)		*67,5%*	*-10,4%*	*+39,8%*		

Nguồn: Argomonitor, TCHQ, ISO, VSSA, Cục quản lý Hàng hóa Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: KQKD Q4-2025 của QNS

Đơn vị: Tỷ đồng	**Q4-2025**	**Q3-2025**	**+/-QoQ**	**Q4-2024**	**+/-YoY**
Doanh thu thuần	**2.701**	**2.647**	**2,0%**	**2.174**	**24,2%**
Đường	994	946	5,1%	714	39,3%
Sữa đậu nành	1.208	1.281	-5,7%	986	22,4%
Thành Phát	402	510	-21,2%	288	39,3%
Khác (bao gồm điện)	435	336	29,5%	418	4,0%
Loại bỏ	-305	-426	-28,4%	-233	31,1%
Lợi nhuận gộp	**964**	**871**	**10,7%**	**782**	**23,3%**
CPBH&QLDN	-382	-495	-22,8%	-192	99,0%
Lợi nhuận tài chính ròng	67	52	29,5%	51	32,0%
Lợi nhuận trước thuế	**721**	**441**	**63,7%**	**715**	**1,0%**
Đường	207	153	35,3%	295	-29,8%
Sữa đậu nành	560	205	173,2%	457	22,5%
LNST	**605**	**381**	**58,8%**	**623**	**-2,9%**
Sản lượng bán ra					
Đường (nghìn tấn)	67	60	11,7%	40	67,5%
Sữa (triệu lít)	64	73	-12,3%	62	3,2%
Chỉ số tài chính					
Biên LN gộp	*35,7%*	*32,9%*	*278bps*	*36,0%*	*-28bps*
CPBH&QLDN/D.thu thuần	*14,1%*	*18,7%*	*-456bps*	*8,8%*	*532bps*
Biên LN trước thuế	*26,7%*	*16,6%*	*1.007bps*	*32,9%*	*-616bps*
Đường	*20,8%*	*16,2%*	*464bps*	*41,3%*	*-2.050bps*
Sữa đậu nành	*46,4%*	*16,0%*	*3.037bps*	*46,3%*	*3bps*
Biên LN ròng	*22,4%*	*14,4%*	*800bps*	*28,6%*	*-625bps*

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

KQKD sơ bộ 2T-2026 – Khó khăn chưa qua, QNS nỗ lực xử lý "đường tồn đọng" ở vụ trước

Bảng 2: KQKD sơ bộ 2T-2026 của QNS

Đơn vị: Tỷ đồng	2T-2026	+/-YoY	Ghi chú
Doanh thu thuần	1.700	17,0%	
Đường	510	13,0%	Mùa vụ "mới nhưng cũ", tức QNS vẫn phải giữ giá bán thấp & tăng cường biện pháp chiết khấu để giải tỏa 33 nghìn tấn đường tồn đọng ở niên vụ cũ 2024-25 mặc cho đã bước vào niên vụ mới 2025-26 từ T12-2025.
Sữa đậu nành	713	21,0%	Tiếp tục mở rộng thị phần sữa đậu nành với sản lượng tăng trưởng tốt 11,0% YoY nhờ tăng cương các biện pháp chiết khấu tại điểm bán, qua đó ghi nhận biên LNTT giảm 116bps YoY, đạt 12,9%.
Khác	477	15,7%	
Lợi nhuận trước thuế	254	-5,0%	
Đường	46	-53,0%	
Sữa đậu nành	92	11,0%	
Khác	116	33,9%	
Sản lượng bán ra			
Đường (nghìn tấn)	32	38,0%	
Sữa (triệu lít)	36	11,0%	
Biên LNTT	***14,9%***	***-346bps***	
Đường	*9,0%*	*-1.267bps*	
Sữa đậu nành	*12,9%*	*-116bps*	
Khác	*24,3%*	*332bps*	

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Dự phóng Q1-2026: Tín hiệu tích cực chưa đến

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q1-2026 của QNS

	Q1/2026	+/-YoY	+/-QoQ	Giả định
Doanh thu thuần	**2.569**	**13,2%**	**-4,9%**	
Đường	770	4,9%	-22,6%	Dựa trên KQKD ước tính 2T-2026 do Công ty công bố, sản lượng dự kiến tăng trưởng 38,9% YoY khi QNS nỗ lực đẩy mạnh tiêu thụ hết tồn kho khó bán mùa vụ trước. Bù lại, giá bán ước giảm về quanh mốc 14.600-15.500 đồng/kg khi tiêu thụ ngành đường còn ảm đạm và lượng tồn kho hầu hết các nhà máy ở Việt Nam còn nhiều.
Sữa đậu nành	1.083	15,6%	-10,3%	Được thúc đẩy từ câu chuyện mở rộng thêm thị phần và tính mùa vụ tết (tết tới trễ nên doanh thu đại lý nhập hàng mùa tết 2026 rơi vào T1-2026 thay vì năm ngoái tức T12-2024).
Thành Phát	360	0,0%	-10,4%	
Khác	662	21,6%	52,1%	
Loại trừ	-305	0,0%	0,0%	
Lợi nhuận gộp	**790**	**7,0%**	**-18,0%**	Giá bán đường giảm ~20% YoY là tác nhân chính khiến biên LN gộp tổng QNS giảm 1.064bps YoY.
CPBH&QLDN	**-452**	**34,3%**	**18,3%**	Sự gia tăng của CPBH&QLDN từ đẩy mạnh chi chiết khấu hơn trong ngành sữa/đường, vốn cạnh tranh dâng cao và ra mắt SKUs mới đi kèm ngành đường trong bối cảnh thừa cung.
LNTT và lãi vay	**338**	**-15,8%**	**-41,9%**	
Lợi nhuận từ CTLKLD	0			
Lợi nhuận tài chính ròng	53	46,6%	-20,7%	
Lợi nhuận khác	0			
Lợi nhuận trước thuế	**391**	**-10,6%**	**-45,8%**	
Thuế TNDN	-41	-11,0%	-64,8%	
Lợi nhuận sau thuế	**350**	**-10,6%**	**-42,1%**	Tổng hợp lại, LNST ghi nhận mức tăng trưởng ảm đạm -10,6% YoY phản ánh đúng bối cảnh ngành đường hiện nay – "được mùa, thừa cung, mất giá".
Biên LN gộp	***30,8%***	***-178bps***	***-492bps***	
Đường	*13,5%*	*-1.064bps*	*-44bps*	
Sữa đậu nành	*45,0%*	*248bps*	*-170bps*	
Thành Phát	*2,2%*	*0bps*	*-26bps*	
Khác	*28,9%*	*0bps*	*-2.987bps*	
CPBH&QLDN/D.thu thuần	***17,6%***	***276bps***	***345bps***	
Biên LNTT và lãi vay	***13,2%***	***-454bps***	***-837bps***	
Biên LN ròng	***13,6%***	***-363bps***	***-876bps***	

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi duy trì dự phóng LNST cho QNS giai đoạn 2026/27F với mức tăng trưởng YoY lần lượt +0,8%/+2,2% khi bối cảnh kinh doanh không thay đổi nhiều so với quan điểm chúng tôi cuối năm 2025, cụ thể:

- **Bệ đỡ "sữa đậu nành" vững chắc qua từng năm, nhưng không còn dư địa tăng trưởng cao.** Thị phần sữa đậu nành Vinasoy dự kiến cải thiện nhẹ +106bps/+50bps YoY, lên 91,0%/91,5% năm 2026/27F nhờ sản phẩm chủ lực "Fami" và các sản phẩm cao cấp mới "FamiGold & Greensoy" (+60% YoY về sản lượng trong năm 2025), giúp doanh thu tăng trưởng +1,4%/+1,6% cho 2026/27F. Tuy nhiên, bối cảnh cạnh tranh lớn dần từ các thương hiệu sữa bò thâm nhập vào mảng sữa thực vật như Vinamilk, THTruemilk, chúng tôi dự kiến Vinasoy phải tăng chiết khấu bán hàng, đẩy CPBH & QLDN/D.thu thuần tăng 10bps YoY/ năm, khiến LNST mảng này không tăng trưởng trong hai năm tới.
- **Năng lực kiểm soát đường lỏng siro ngô và đường mía nhập lậu của Chính phủ là nhân tố quyết định tăng trưởng mảng đường**. Đường lỏng siro ngô, đường mía nhập lậu đang tăng nhanh thị phần 2 năm qua, lần lượt ở mức 12,0% & 32,6% theo ước tính chúng tôi, khiến QNS phải hy sinh giá đường An Khê (-17,6% YoY) nhằm tăng cạnh tranh và duy trì sản lượng trong năm 2025. Ở giai đoạn 2026/27F, chúng tôi kỳ vọng nhà điều hành sẽ có biện pháp quản lý đường lỏng siro ngô và đường mía nhập lậu chặt chẽ hơn qua từng năm đi kèm bối cảnh giá đường thế giới tạo đáy, chúng tôi duy trì dự phóng giá đường/sản lượng tiêu thụ đi ngang YoY/+4,0% YoY cho 2026F và +1,0% YoY/+8,0% YoY cho 2027F, tương ứng với tăng trưởng doanh thu đạt 2,2%/9,1% YoY cho 2026/27F. Việc thu xếp mức giá thu mua mía với nông dân thấp hơn 6,8% năm 2025, đạt 1,16 triệu đồng/TMN giúp biên LN mảng đường cải thiện, qua đó giúp tốc độ tăng trưởng LNST cao hơn doanh thu đạt +5,4%/+7,1% YoY cho 2026/27F.

Các tiềm năng gia tăng/giảm giá LN mảng đường chưa được chúng tôi đưa vào dự phóng/khuyến nghị này và sẽ được cập nhật khi có cơ sở chắc chắn:

- **Tiềm năng tăng giá:** giá đường thô ghi nhận xu hướng phục hồi mạnh (+11,8% MoM) sau giai đoạn giảm sâu trước đó. Đà tăng mạnh của giá dầu thô (+38,7% MoM), giúp cải thiện sức hấp dẫn của Ethanol – sản phẩm thay thế của đường trong các nhà máy sản xuất lấy nguyên liệu từ mía. Việc diễn biến Trung Đông kéo dài có thể khiến các nhà mía có xu hướng ưu tiên mía cho sản xuất nhiên liệu sinh học thay vì đường, đặc biệt ở Brazil.
- **Tiềm năng giảm giá:** các diễn biến khác có thể kìm hãm mức giá đường trở lại như (1) thị trường Ấn Độ (top 2 sản xuất đường mía thế giới) mở rộng nguồn cung (+12,0% YoY theo ISO) & cho phép xuất khẩu đường trở lại 1,5 triệu MT năm 2026, (2) thị trường Trung Quốc cân nhắc siết thuế với đồ uống nhiều đường khi mức thuế cấu thành trên lon nước ngọt 330ml của quốc gia vào diện thấp nhất thế giới (12,6%).

Do không thay đổi dự phóng doanh thu/LNST đáng kể sv lần gần nhất, chúng tôi duy trì giá mục tiêu **47.000 đồng/cổ phiếu** tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 8,9x và 8,7x. Cộng với mức cổ tức tiền mặt 4.000 đồng/cổ phiếu, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với QNS.

Về các giả định định giá, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), beta 1,0 (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 9,0% (không đổi), tỷ trọng vốn CSH 90% (không đổi), và chi phí nợ vay trước thuế 6,0%, exit EVEBITDA 5,0x (không đổi, tương đương với trung vị giai đoạn 2021-26 – giai đoạn áp thuế CBPG đối với đường mía Thái Lan). Theo đó, giả định WACC duy trì mức 12,2% (không đổi).

Bảng 4: Tóm tắt định giá QNS

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ QNS (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	**Tỷ trọng**	**Giá mục tiêu**
DCF (5 năm, WACC: 12,2%, Exit EVEBITDA 5,0x)	40%	52.700
SoTP năm 2026F (PE cho đường/sữa/khác lần lượt 7,0x/10,0x/5,0x)	60%	43.200
Tổng QNS	**100%**	47.000
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		**4.000**
P/E mục tiêu 2026F		*8,9*

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Bảng độ nhạy giá trị VCSH QNS theo EVEBITDA trong phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) (đồng/cổ phiếu)

	Exit EV/EBITDA				
	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0
WACC 10,2%	46.573	51.073	55.574	60.075	64.576
WACC 11,2%	45.491	49.793	54.095	58.397	62.700
WACC 12,2%	44.461	48.575	**52.689**	56.803	60.917
WACC 13,2%	43.480	47.415	51.351	55.286	59.221
WACC 14,2%	42.545	46.311	50.077	53.843	57.609

Nguồn: CTCK Rồng VIệt

Phụ lục

Bảng 6: Kết quả kinh doanh Q4-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4-2025	Q3-2025	+/-QoQ	Q4-2024	+/-YoY
Doanh thu thuần	**2.701**	**2.685**	**0,6%**	**2.174**	**24,2%**
Đường	994	946	5,1%	714	39,3%
Sữa đậu nành	1.208	1.281	-5,7%	986	22,4%
Thành Phát	402	510	-21,2%	288	39,3%
Khác	435	336	29,5%	418	4,0%
Loại bỏ	-305	-426	-28,4%	-233	31,1%
Lợi nhuận gộp	**964**	**871**	**10,7%**	**782**	**23,3%**
CPBH&QLDN	**-382**	**-495**	**-22,8%**	**-192**	**99,0%**
LN trước thuế và lãi vay	**582**	**376**	**54,8%**	**590**	**-1,4%**
Lợi nhuận từ CTLKLD	0	0		0	
Lợi nhuận tài chính ròng	67	52	**29,5%**	51	**32,0%**
Lợi nhuận khác	73	13	451,6%	74	-1,6%
Lợi nhuận trước thuế	**721**	**441**	**63,7%**	**715**	**1,0%**
Thuế TNDN	-117	-60	**95,7%**	-92	**27,0%**
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	0	0		0	
LNST	**605**	**381**	**58,8%**	**623**	**-2,9%**

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Phân tích HĐKD Q4-2025

Chỉ tiêu	Q4-2025	Q3-2025	+/- (qoq)	Q4-2024	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	35,7%	32,4%	324bps	36,0%	-28bps
LNTT & lãi vay/Doanh thu	21,5%	14,0%	754bps	27,1%	-560bps
TS lợi nhuận ròng	22,4%	14,2%	820bps	28,6%	-625bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
Số ngày tồn kho	11	12	-1 ngày	15	-4 ngày
Số ngày phải thu	71	85	-14 ngày	49	+22 ngày
Số ngày phải trả	27	15	+12 ngày	10	+17 ngày
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	35%	39%		39%	

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng

KQ HĐKD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**10.243**	**10.573**	**10.787**	**11.239**
Giá vốn	-6.759	-7.037	-7.172	-7.516
Lãi gộp	**3.484**	**3.537**	**3.615**	**3.723**
Chi phí bán hàng & QLDN	-1.103	-1.608	-1.656	-1.724
Thu nhập từ HĐTC	341	306	343	360
Chi phí tài chính	-139	-111	-155	-161
Lợi nhuận khác	98	97	98	98
Lợi nhuận trước thuế	**2.645**	**2.221**	**2.241**	**2.292**
Thuế TNDN	-268	-298	-302	-311
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	**2.377**	**1.923**	**1.939**	**1.981**
LNTT & lãi vay	2.381	1.929	1.959	1.999

	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	2,2	3,2	2,0	4,2
LNTT & lãi vay	10,6	-19,1	1,6	2,0
Lợi nhuận sau thuế	8,8	-19,1	0,8	2,2
Tổng tài sản	14,6	4,0	10,5	7,3
Vốn chủ sở hữu	16,6	6,5	8,7	8,3
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp/Doanh thu	34,0	33,4	33,5	33,1
LNTT&lãi vay/DoanhThu	23,2	18,2	18,2	17,8
LNST/Doanh thu	23,2	18,2	18,0	17,6
ROA	17,2	13,4	12,2	11,6
ROE	23,8	18,1	16,7	15,8
Hiệu quả hoạt động (ngày)				
Số ngày phải thu	29	37	38	38
Số ngày tồn kho	71	71	72	72
Số ngày phải trả	25	23	23	23
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	2,8	3,1	2,8	2,8
Nhanh	2,4	2,7	2,4	2,5
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng Nợ / VCSH	0,3	0,3	0,3	0,3
Tổng vay/VCSH	0,3	0,2	0,3	0,3
Vay ngắn hạn/VCSH	0,3	0,2	0,3	0,3

Tỷ đồng

Bảng CĐKT	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền	539	272	324	337
Đầu tư ngắn hạn	7.299	8.132	8.632	9.132
Khoản phải thu	810	1.076	1.113	1.179
Hàng tồn kho	1.323	1.378	1.417	1.488
Tài sản ngắn hạn khác	39	35	38	39
Tài sản cố định hữu hình	3.533	3.195	4.041	4.536
Tài sản cố định vô hình	17	25	21	18
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	264	275	280	292
Tổng tài sản	**13.808**	**14.362**	**15.865**	**17.022**
Khoản phải trả	464	436	459	481
Vay và nợ ngắn hạn	2.714	2.536	3.072	3.195
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Vay và nợ khác	374	495	510	560
Quỹ khen thưởng phúc lợi	84	92	92	92
Quỹ khoa học công nghệ	172	150	150	150
Tổng nợ	**3.807**	**3.710**	**4.284**	**4.478**
Vốn đầu tư của CSH	2.842	2.842	2.842	2.842
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	5.851	6.431	7.359	8.322
Thu nhập khác	529	529	529	529
Quỹ đầu tư và phát triển	780	851	851	851
Tổng vốn	**10.002**	**10.653**	**11.581**	**12.544**
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS (đồng)	6.465	5.231	5.274	5.389
P/E (x)	7,2	8,8	9,0	8,8
BV (đồng)	27.204	28.975	31.501	34.119
P/B (x)	1,7	1,6	1,5	1,4
DPS (đồng/cp)	4.000	4.000	4.000	4.000
Tỷ suất cổ tức (%)	10,6	8,6	8,7	8,4

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
SoTP	43.200	60%	25.900
DCF	52.700	40%	21.100
Giá mục tiêu (đồng)		**100%**	**47.000**

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN
Tháng 3-2026	47.000	TRUNG LẬP	1 năm
Tháng 1-2026	47.000	TRUNG LẬP	1 năm
Tháng 8-2025	54.300	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	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.**