

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (UpCOM: QNS)

Kỳ vọng nút thắt đường lậu sớm được cởi bỏ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY26	Q4-FY25	+/- qoq	Q1-FY25	+/- yoy
Doanh thu thuần	2.763	2.701	2,3%	2.269	21,8%
Lợi nhuận sau thuế	391	605	-35,3%	392	0,0%
LNTT & lãi vay	379	582	-34,9%	402	-5,8%
LNTT & lãi vay/DT thuần	13,7%	21,5%	-783bps	17,7%	-400bps

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Q1-FY26: vượt kỳ vọng nhờ nỗ lực ra hàng tồn đường mía mạnh mẽ

- KQKD QNS Q1-2026 vượt kỳ vọng chuyên viên 12% với doanh thu thuần 2.884 tỷ đồng (+27,3% YoY), LNST 2392 tỷ đồng (đi ngang YoY) khi QNS đẩy mạnh tồn kho đường niên vụ 2024-25 còn lại (33 nghìn tấn) trong quý này. Mặc dù doanh thu tăng trưởng tốt nhưng lợi nhuận sau thuế không cải thiện do việc nỗ lực ra hàng ở mảng đường hay đẩy mạnh mảng sữa lúc bối cảnh ngành thuận lợi cho hãng sữa có thương hiệu – giao dịch hóa đơn, khiến QNS phải tăng mạnh tổng chi phí hỗ trợ bán hàng bao gồm khuyến mãi, dùng thử, trưng bày, hoa hồng đại lý, +126,3% YoY đạt 239 tỷ đồng, tương đương tỷ trọng trên doanh thu 8,6% (+369bps YoY) ở quý này.

Triển vọng FY26: Siết chặt đường lậu là then chốt cho tăng trưởng thời gian tới

- LNST Q2-2026 dự kiến đạt 612 tỷ đồng (+56,3% QoQ, +12,0% YoY). Chúng tôi kỳ vọng việc bước vào mùa hè nắng nóng thường niên (cộng hưởng El Niño) đẩy tiêu thụ đồ uống có đường & sữa tốt hơn đi kèm các biện pháp siết chặt đường lậu dần có hiệu quả (bắt đầu từ thời điểm giá hạn đường mía Thái Lan mới). Do mùa vụ cao điểm, QNS cũng không chi tỷ lệ chi phí hỗ trợ bán hàng trên doanh thu cao như quý trước đó, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận.
- Các biện pháp kiểm soát đường nhập lậu được thực hiện quyết liệt từ T5-2025 chưa hiệu quả đi kèm tiêu thụ đường bão hòa nhiều năm qua (+3-4% YoY) cùng cạnh tranh tăng từ trong & ngoài nước, giá đường dự kiến giữ mức thấp trong trung hạn, 16.000-16.500 đồng/kg (giảm 13-15,0% YoY), trong khi vẫn phải đảm bảo giá mía thu mua cao theo chương trình bảo hộ ngành mía, khiến lợi nhuận mảng đường của QNS bị bào mòn một năm qua. Chúng tôi nhìn nhận “nút thắt đường lậu” có các tín hiệu dần được cởi bỏ giúp QNS mở van tăng trưởng mảng đường trở lại thời gian tới. Mặc dù vậy, câu chuyện tăng thị phần ngành sữa vẫn là trụ cột bù đắp cho khó khăn từ ngành đường trong giai đoạn 2026/27F.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2026 của QNS đạt 11.838 tỷ đồng (+12,0% YoY). LNST/EPS đạt 1.967 tỷ đồng (+2,4% YoY) và 5.355 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện tăng 9,8%/9,7% cho dự phóng doanh thu nhưng chỉ chuyển đổi cho dự phóng lợi nhuận tăng 0,7%/3,8% giai đoạn 2026/27F bởi chúng tôi nhìn thấy QNS có xu hướng gia tăng chi phí bán hàng nhằm đẩy mạnh sản lượng đầu ra ở cả mảng sữa & đường.

Việc tăng dự phóng LNST của QNS kết hợp chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026, chúng tôi điều chỉnh tăng 7% giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu QNS lên **50.300 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 9,4x và 9,0x. Đi kèm cổ tức tiền mặt 4.000 đồng/cổ phiếu, chúng tôi chuyển khuyến nghị TRUNG LẬP thành **TÍCH LŨY** đối với QNS khi giá cổ phiếu duy trì vùng đỉnh lịch sử một năm qua.

TÍCH LŨY +12%

Giá thị trường (đồng)	48.700
Giá mục tiêu (đồng)	50.300

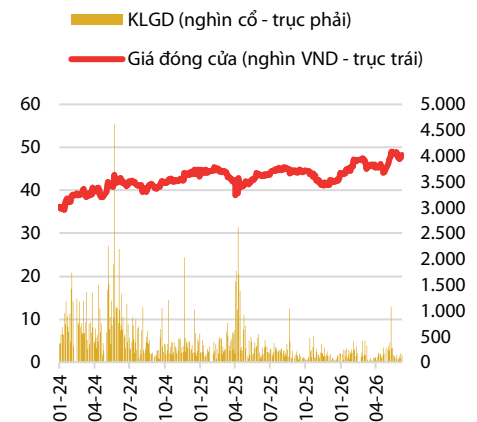
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 4.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.510
SLCPDLH (triệu CP)	365
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	133
Free Float (%)	61,4
Giá cao nhất 52 tuần	49.000
Giá thấp nhất 52 tuần	41.100
Beta	0,9

	FY25	Hiện tại
EPS	5.161	5.231
Tăng trưởng EPS (%)	-20,2	-22,7
P/E	8,6	9,2
P/B	1,5	1,6
EV/EBITDA	7,8	8,8
ROE (%)	18,6	18,5

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 (%)	40,6

Phòng Phân tích Ngành Tiêu dùng

phantich@vdsc.com.vn

KQKD Q1-2026 vượt kỳ vọng nhờ nỗ lực ra hàng tồn đường mía mạnh mẽ

Doanh thu thuần 2.884 tỷ đồng (+6,9% QoQ, +27,3% YoY) vượt kỳ vọng chuyên viên 12%, nhờ QNS chấp nhận hy sinh giá bán để ra sản lượng đường mạnh mẽ trước kỳ bán hàng niên vụ mới 2025-26, cụ thể:

- **Doanh thu hoạt động đường đạt 925 tỷ đồng (-7,0% QoQ, +26,0% 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 Q1-2026 đạt 59 nghìn tấn/năm (+63,9% YoY) hàm ý QNS đẩy tiêu thụ hết 33 nghìn tấn niên vụ 2024-25 & một phần sản lượng niên vụ 2025-26 bằng cách hy sinh giá bán qua từng quý, bình quân Q1-2026 đạt 15.678 đồng/kg (-23,1% YoY).

Theo báo cáo của Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA), trong nhiều tháng qua, tình hình tiêu thụ đường mía trong nước gặp nhiều khó khăn. Nguyên nhân là do nguồn cung hiện nay không chỉ đến từ sản lượng đường của niên vụ 2025-2026 mà còn đến từ lượng lớn đường nhập khẩu và đường nhập lậu tiếp tục được đưa vào thị trường.

Ông Nguyễn Văn Lộc, Chủ tịch VSSA, nhận định: "Dù nhiều doanh nghiệp đã nỗ lực hạ giá bán và nâng cao chất lượng sản phẩm để đẩy mạnh tiêu thụ, giá đường trong nước hiện vẫn giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 3 năm trở lại đây."

Do đó, ngày 02/6/2026, Bộ Công Thương ban hành Quyết định số 1309/QĐ-BCT gia hạn thêm 05 năm (đến hết ngày 15/6/2031) biện pháp chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp (CTC) đối với đường mía có xuất xứ từ Thái Lan. Đồng thời, ban hành Quyết định số 1310/QĐ-BCT gia hạn biện pháp chống lẩn tránh (CLT) đối với đường mía từ Campuchia, Malaysia, Myanmar, Lào và Indonesia theo thời hạn của biện pháp PVTM chính. Chúng tôi kỳ vọng việc gia hạn này là bước đầu cho các giải pháp bảo vệ ngành đường tiếp theo như ngăn chặn đường mía lậu xuyên biên giới (Thái Lan → Lào, Campuchia → Việt Nam) hay áp thuế đường lỏng siro ngô, trước bối cảnh cạnh tranh cao của ngành 2 năm gần đây các nhà sản xuất đường (đơn cử QNS) liên tục hy sinh giá bán (suy giảm mạnh ~20-25% như hình) để ra sản lượng. Ngoài ra, chúng tôi cũng hy vọng cởi bỏ tâm lý chờ đợi của các đại lý đường trước quyết định cuối cùng của Bộ Công thương và quay trở lại mức nhập hàng tốt hơn, qua đó cải thiện dần sản lượng bán ra ở nhà máy đường vào giữa niên vụ 2025-26. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm điều này với đại diện QNS trong các báo cáo sau.

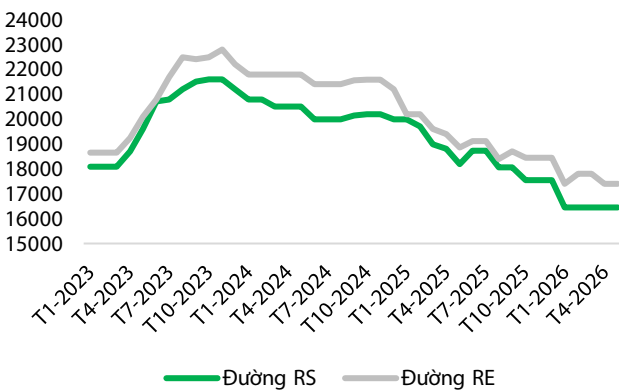
- **Doanh thu hoạt động sữa đạt 1.135 tỷ đồng (-6,0% QoQ, +21,1% YoY)**, dựa trên giá sữa bình quân tăng 8,6% YoY (do tỷ trọng doanh thu từ các sản phẩm cao cấp hóa tăng (chiếm tổng 5% tổng Vinasoy) như dòng Vinasoy cao cấp hay Veyo) & sản lượng sữa tăng 11,5% YoY, đạt 58 triệu lít trong Q1-2026. Đây là thành quả trong nỗ lực đẩy mạnh chiết khấu hỗ trợ bán hàng của Vinasoy đi kèm thiên thời từ ngành "triệt tiêu các loại sữa giả" & "nhận thức tiêu dùng cho hàng có thương hiệu tăng lên". Mức tăng trưởng của QNS quý này vượt tăng trưởng chung của ngành sữa vốn đang âm bốn quý liên tiếp (-2,9% YoY về giá trị trong quý này).

Lợi nhuận trước thuế đạt 455 tỷ đồng (-36,9% QoQ, +3,9% YoY), tương đương biên LNTT 15,8% (-1.096bps QoQ, -355bps YoY) do ảnh hưởng lớn từ mảng đường. Cụ thể:

- **Mảng đường**, đạt biên LNTT 11,9% (-892bps QoQ, -853bps YoY) từ việc giảm giá bán, tăng cường các biện pháp hỗ trợ bán hàng trong bối cảnh ngành đường gặp khó như đã đề cập
- **Mảng sữa**, đạt biên LNTT 13,2% (-3.316bps QoQ, -173bps YoY), hàm ý khó cải thiện do Vinasoy cần tăng các chi phí chiết khấu, quảng cáo hơn để duy trì thị phần & cả việc đẩy mạnh các sản phẩm cao cấp mới lên kệ hàng đại lý/siêu thị thường xuyên hơn như Veyo.
- **Xét riêng tổng chi phí hỗ trợ bán hàng bao gồm khuyến mãi, dùng thử, trưng bày, hoa hồng đại lý**, QNS ghi nhận đã tăng 126,3% YoY đạt 239 tỷ đồng, tương đương tỷ trọng trên doanh thu 8,6% (+369bps YoY) ở quý này.

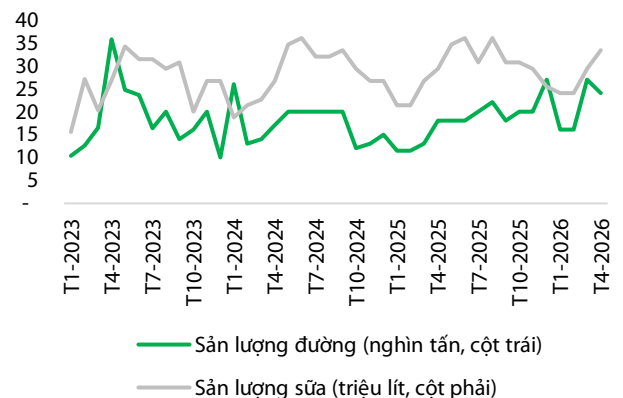
Tổng hợp lại, LNST của QNS trong Q1-2026 đạt 392 tỷ đồng (-35,3% QoQ, đi ngang YoY), vượt kỳ vọng chuyên viên 12% nhờ doanh thu tốt hơn kỳ vọng như đã đề cập.

Hình 1: Giá bán đường An Khê tại nhà máy (đồng/kg)



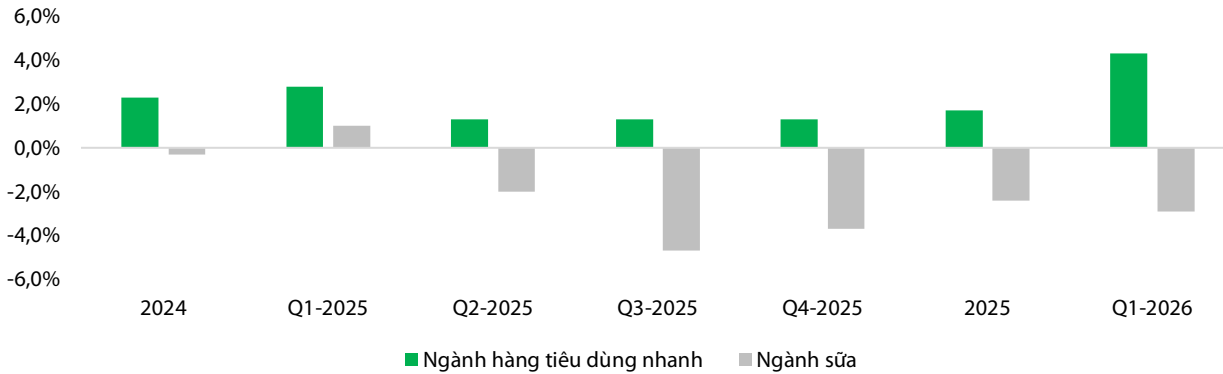
Nguồn: Argomonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng bán ra của QNS ở hai mảng



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tăng trưởng YoY về giá trị ngành tiêu dùng nhanh nói chung và ngành sữa nói riêng tại Việt Nam (%)



Nguồn: AC Nielsen, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: KQKD Q1-2026 của QNS

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2026	Q4-2025	+/-QoQ	Q1-2025	+/-YoY
Doanh thu thuần	2.763	2.701	2,3%	2.269	21,8%
Đường	934	994	-6,1%	734	27,2%
Sữa đậu nành	1.139	1208	-5,7%	937	21,5%
Thành Phát	428	402	6,5%	360	18,9%
Khác (bao gồm điện)	622	435	42,9%	544	14,3%
Loại bỏ	-359	-305	17,4%	-305	17,4%
Lợi nhuận gộp	888	964	-7,9%	739	20,2%
CPBH&QLDN	-509	-382	33,3%	-337	51,2%
Lợi nhuận tài chính ròng	63	67	-6,3%	36	73,2%
Lợi nhuận trước thuế	447	721	-38,1%	438	2,1%
Đường	110	207	-46,9%	150	-26,7%
Sữa đậu nành	150	560	-73,2%	140	7,1%
LNST	391	605	-35,3%	392	0,0%
Sản lượng bán ra					
Đường (nghìn tấn)	59	67	-11,9%	36	63,9%
Sữa (triệu lít)	58	64	-9,4%	52	11,5%
Chỉ số tài chính					
Biên LN gộp	32,1%	35,7%	-355bps	32,5%	-41bps
CPBH&QLDN/D.thu thuần	18,4%	14,1%	428bps	14,8%	359bps
Biên LN trước thuế	16,2%	26,7%	-1054bps	19,3%	-313bps
Đường	11,8%	20,8%	-904bps	20,4%	-866bps
Sữa đậu nành	13,2%	46,4%	-3320bps	14,9%	-177bps
Biên LN ròng	14,2%	22,4%	-822bps	17,3%	-309bps

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Dự phóng Q2-2026: Mảng đường kỳ vọng hồi phục lợi nhuận khi không còn chịu áp lực tồn kho vụ trước
Bảng 2: Dự phóng KQKD Q2-2026 của QNS

	Q2-2026	+/-YoY	+/-QoQ	Giải định
Doanh thu thuần	3.315	12,2%	20,0%	
Đường	1.075	12,5%	15,1%	<p>Giao dịch đường nội địa có thể tốt hơn nhờ bước vào giai đoạn mùa hè (cộng hưởng El Nino) đẩy nhu cầu tiêu dùng sản phẩm đường ở mảng sản xuất, du lịch tốt hơn. Thêm vào đó, đường tiểu ngạch về ít (theo Argo monitor) ở quý này trong khi đường lậu dự kiến bị quản lý chặt chẽ hơn về vấn đề hóa đơn (một bộ phận khách hàng tăng tỷ trọng sử dụng đường có giấy tờ nhiều hơn).</p> <p>Chúng tôi cũng kỳ vọng những diễn biến nhập đường tích cực trở lại ở kênh sell-in (đại lý) sau khi quyết định áp thuế lên đường Thái Lan chính thức được gia hạn như đã đề cập.</p> <p>Lưu ý, động lực tăng trưởng doanh thu đều dựa trên mở rộng sản lượng (+27,4% YoY) khi giá bán vẫn neo ở vùng thấp (-13,3% YoY)</p>
Sữa đậu nành	1.535	11,4%	34,8%	<p>Tương tự Q1, mảng sữa đậu nành được thúc đẩy từ câu chuyện mở rộng thêm thị phần trước bối cảnh hàng lậu/hàng giả không hóa đơn bị siết chặt & “niềm tin tiêu dùng cho sản phẩm sữa tốt sức khỏe, có thương hiệu cao hơn”.</p> <p>Hiệu ứng giá bán bình quân (+8,0-9,0% YoY) vẫn lặp lại cho quý này nhờ tỷ trọng hàng cao cấp gia tăng.</p>
Thành Phát	545	0,0%	27,5%	
Khác	631	15,0%	1,6%	
Loại trừ	-472	0,0%	31,5%	
Lợi nhuận gộp	1.114	11,3%	25,4%	<p>Giá bán đường giảm ~15-20% YoY là tác nhân chính khiến biên LN gộp tổng QNS giảm 26bps YoY che mờ sự cải thiện từ mảng sữa.</p> <p>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.</p> <p>Tuy nhiên áp lực ra hàng đường mía ở niên vụ trước không lớn như Q1-2026 nên giúp tiết giảm QoQ</p>
CPBH&QLDN	-491	13,8%	-3,7%	
LNTT và lãi vay	623	9,4%	64,6%	
Lợi nhuận từ CTLKLD	0			
Lợi nhuận tài chính ròng	65	61,7%	3,8%	
Lợi nhuận khác	11	-0,2%	77,8%	
Lợi nhuận trước thuế	699	12,6%	56,5%	
Thuế TNDN	-87	16,6%	57,8%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	0			
Lợi nhuận sau thuế	612	12,0%	56,3%	<p>Tổng hợp lại, LNST ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số nhờ vào hoạt động hiệu quả từ mảng sữa giúp giảm bớt ảnh hưởng tiêu cực của ngành đường vốn đang “được mùa, thừa cung, mất giá”.</p>
Biên LN gộp	33,6%	-26bps	147bps	
Đường	16,0%	-638bps	-4bps	
Sữa đậu nành	49,0%	414bps	9bps	
CPBH&QLDN/D.thu thuần	14,8%	22bps	-363bps	
Biên LNTT và lãi vay	18,8%	-48bps	510bps	
Biên LN ròng	18,5%	-2bps	429bps	

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi thực hiện tăng 9,8%/9,7% cho dự phóng doanh thu nhưng chỉ chuyển đổi cho dự phóng lợi nhuận tăng 0,7%/3,8% giai đoạn 2026/27F bởi chúng tôi nhìn thấy QNS có xu hướng gia tăng chi phí bán hàng nhằm đẩy mạnh sản lượng đầu ra ở cả mảng sữa & đường, cụ thể:

- **Về doanh thu**, chúng tôi thực hiện tăng 11,0%/15,4% cho dự phóng mảng sữa khi Vinasoy vừa đẩy mạnh chi phí bán hàng cho cả việc trưng bày kệ hàng/chiết khấu đại lý, chuỗi bán lẻ (được quan sát sáu tháng qua) vừa hưởng lợi từ xu hướng mở rộng của nhóm sữa thương hiệu bán kèm hóa đơn chuẩn chỉnh trước bối cảnh siết chặt hàng giả/lậu không hóa đơn. Chúng tôi cũng thực hiện tăng 13,9%/8,0% cho dự phóng mảng đường do nỗ lực ra hàng ở tồn kho niên vụ 2024-25 (đã hoàn tất ở quý vừa qua) và niên vụ mới 2025-26 (vốn dự kiến gia tăng thêm 14,0% diện tích vùng trồng sv vụ trước), câu chuyện hỗ trợ từ Chính Phủ (như gia hạn mức thuế áp cho đường mía Thái Lan hay siết chặt đường lậu không hóa đơn ở nửa sau 2026) cũng củng cố cho đà tăng dự phóng của chúng tôi ở mảng này.
- **Về biên LNTT & lãi vay**, chúng tôi thực hiện giảm 121bps/66bps cho biên LNTT & lãi vay đạt 17,0%/17,1% giai đoạn 2026/27F. Nỗ lực ra hàng của mảng đường và gia tăng thị phần của mảng sữa trong bối cảnh hai ngành này đều diễn biến âm ảm đạm là lý do chính cho lần giảm dự phóng này của chúng tôi như đã quan sát ở Q1-2026.

Việc tăng dự phóng LNST của QNS kết hợp chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026, chúng tôi điều chỉnh tăng 7% giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu QNS lên **50.300 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 9,4x và 9,0x. Qua đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với QNS.

Về các giả định định giá theo phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4,5% (tăng sv mức 4,0% trước đó), beta 1,0 (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,2% (không đổi theo Damodaran), tỷ trọng vốn vay 18% (không đổi), và chi phí nợ vay trước thuế 6,0% (không đổi), exit EVEBITDA 5,0x (không đổi). Theo đó, giả định WACC tăng lên 12,0% (từ mức 11,6% trước đó).

Về các giả định định giá theo phương pháp PE, chúng tôi duy trì mức PE không đổi cho các mảng lần lượt 7,0x/5,0x/10,0x cho sữa/đường/khác.

Bảng 3: Mô tả thay đổi dự phóng của QNS theo mảng (tỷ đồng)

	Thực tế	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% Thay đổi Dự phóng mới sv cũ	
		2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F
Doanh thu thuần	10.573	10.787	11.239	11.838	12.324	9,8%	9,7%
Sữa đậu nành	4.803	4.870	4.946	5.405	5.706	11,0%	15,4%
Đường	3.630	3.711	4.050	4.228	4.375	13,9%	8,0%
Thành Phát	1.817	1.817	1.817	1.817	1.817	0,0%	0,0%
Điện sinh khối	370	436	473	436	473	0,0%	0,0%
LNTT & lãi vay	1.929	1.959	1.999	2.008	2.111	2,5%	5,6%
Lợi nhuận tài chính ròng	195	188	199	183	199	-2,5%	-0,1%
LNST Cty Mẹ	1.923	1.939	1.981	1.952	2.056	0,7%	3,8%

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,0%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu dụng	12,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	6.114
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,0%	+ Tiền mặt & khoản đầu tư tại ngày định giá	8.496
Lãi suất phi rủi ro	4,5%	- Nợ	14.610
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	8,2%	Giá trị vốn chủ sở hữu	8.404
Beta	1,1	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	367,65
Exit EV/EBITDA	5,0	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (đồng)	55.700

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của QNS trên mỗi Cổ phiếu theo phương pháp FCFF (đồng/cổ phiếu)

WACC	Exit EV/EBITDA					
		3,0	4,0	5,0	6,0	7,0
	10,0%	48.553	53.573	58.593	63.613	68.632
11,0%	47.480	52.296	57.112	61.928	66.744	
12,0%	46.455	51.077	55.699	60.321	64.943	
13,0%	45.476	49.914	54.351	58.789	63.226	
14,0%	44.540	48.802	53.064	57.326	61.588	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ QNS

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ QNS (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm, WACC: 12,0%, Exit EVEBITDA 5,0x)	40%	55.700
PE (7,0x/10,0x/5,0x cho đường/sữa/khác)	60%	46.700
Tổng QNS	100%	50.300
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		4.000
P/E mục tiêu 2026F		9,4

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Phụ lục
Bảng 5: Kết quả kinh doanh Q1-2026 của QNS

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2026	Q4-2025	+/-QoQ	Q1-2025	+/-YoY
Doanh thu thuần	2.763	2.701	2,3%	2.269	21,8%
Đường	934	994	-6,1%	734	27,2%
Sữa đậu nành	1.139	1.208	-5,7%	937	21,5%
Thành Phát	428	402	6,5%	360	18,9%
Khác	622	435	42,9%	544	14,3%
Loại bỏ	-359	-305	17,4%	-305	17,4%
Lợi nhuận gộp	888	964	-7,9%	739	20,2%
CPBH&QLDN	-509	-382	33,3%	-337	51,2%
LN trước thuế và lãi vay	379	582	-34,9%	402	-5,8%
Lợi nhuận từ CTLKLD	0	0		0	
Lợi nhuận tài chính ròng	63	67	-6,3%	36	73,2%
Lợi nhuận khác	6	73	-91,5%	0	-3356,7%
Lợi nhuận trước thuế	447	721	-38,1%	438	2,1%
Thuế TNDN	-55	-117	-52,6%	-46	19,9%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	0	0		0	
LNST	391	605	-35,3%	392	0,0%

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Phân tích HĐKD Q1-2026 của QNS

Chỉ tiêu	Q1-2026	Q4-2025	+/-QoQ	Q1-2025	+/-YoY
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	32,1%	35,7%	-355bps	32,5%	-41bps
LNTT & lãi vay/Doanh thu	13,7%	21,5%	-783bps	17,7%	-400bps
TS lợi nhuận ròng	14,2%	22,4%	-822bps	17,3%	-309bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
Số ngày tồn kho	99	71	28 ngày	144	-45 ngày
Số ngày phải thu	14	11	3 ngày	18	-4 ngày
Số ngày phải trả	22	27	-5 ngày	23	-1 ngày
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	44,3%	34,8%		49,4%	

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

KQ HKKD	Tỷ đồng			
	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	10.243	10.573	11.838	12.324
Giá vốn	-6.759	-7.037	-7.818	-8.118
Lãi gộp	3.484	3.537	4.020	4.206
Chi phí bán hàng & QLDN	-1.103	-1.608	-2.013	-2.095
Thu nhập từ HĐTC	341	306	344	362
Chi phí tài chính	-139	-111	-162	-163
Lợi nhuận khác	98	97	98	98
Lợi nhuận trước thuế	2.645	2.221	2.284	2.404
Thuế TNDN	-268	-298	-332	-348
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	2.377	1.923	1.952	2.056
LNTT & lãi vay	2.381	1.929	2.008	2.111

	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	2,2	3,2	12,0	4,1
LNTT & lãi vay	10,6	-19,1	4,1	5,2
Lợi nhuận sau thuế	8,8	-19,1	1,5	5,3
Tổng tài sản	14,6	4,0	12,2	7,1
Vốn chủ sở hữu	16,6	6,5	8,8	8,9
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp/Doanh thu	34,0	33,4	34,0	34,1
LNTT&lãi vay/DoanhThu	23,2	18,2	17,0	17,1
LNST/Doanh thu	23,2	18,2	16,5	16,7
ROA	17,2	13,4	12,1	11,9
ROE	23,8	18,1	16,8	16,3
Hiệu quả hoạt động (ngày)				
Số ngày phải thu	29	37	37	37
Số ngày tồn kho	71	71	71	72
Số ngày phải trả	25	23	24	24
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	2,8	3,1	2,7	2,8
Nhanh	2,4	2,7	2,3	2,4
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

Bảng CĐKT	Tỷ đồng			
	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền	539	272	355	370
Đầu tư ngắn hạn	7.299	8.132	8.632	9.132
Khoản phải thu	810	1.076	1.202	1.248
Hàng tồn kho	1.323	1.378	1.520	1.592
Tài sản ngắn hạn khác	39	35	41	43
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	307	320
Tổng tài sản	13.808	14.362	16.121	17.259
Khoản phải trả	464	436	505	528
Vay và nợ ngắn hạn	2.714	2.536	3.195	3.227
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Vay và nợ khác	374	495	584	637
Quỹ khen thưởng phúc lợi	84	92	92	92
Quỹ khoa học công nghệ	172	150	150	150
Tổng nợ	3.807	3.710	4.526	4.634
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	7.373	8.403
Thu nhập khác	529	529	529	529
Quỹ đầu tư và phát triển	780	851	851	851
Tổng vốn	10.002	10.653	11.595	12.625
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Chỉ số Định giá	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS (đồng)	6.465	5.231	5.310	5.592
P/E (x)	7,2	8,8	9,0	8,5
BV (đồng)	27.204	28.975	31.537	34.340
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	46.700	60%	28.020	
DCF	55.700	40%	22.280	
Giá mục tiêu (đồng)		100%	50.300	

Lịch sử Định giá	Giá	Khuyến nghị	Thời hạn
Tháng 6-2026	50.300	TÍCH LŨY	1 năm
Tháng 3-2026	47.000	TRUNG LẬP	1 năm
Tháng 1-2026	47.000	TRUNG LẬP	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT KQKD

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%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

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)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

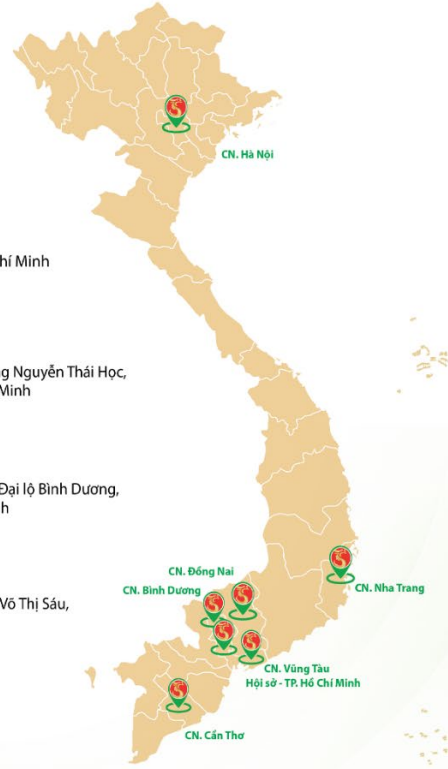
Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

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. Rong Viet 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 báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**