

Ngành Thực phẩm Việt Nam

Cú sốc giá đường, thuế tiêu thụ đặc biệt nước ngọt và chất lượng lợi nhuận

Triển vọng 2026–2030 · 51 mã trên HOSE, HNX và UPCoM · phân tích sâu 11 mã, 95,0% vốn hoá ròng của ngành

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Lợi nhuận cổ đông mẹ của rổ 10 mã tăng 33,6% trong sáu tháng đầu năm, lên **12.539 tỷ đồng**, trong khi doanh thu chỉ tăng 7,4%. Toàn bộ chênh lệch đến từ biên gộp, mở từ 28,2% lên 31,1%; chi phí bán hàng và quản lý tăng nhanh hơn doanh thu nên không đóng góp. Riêng VNM tạo 49,3% phần lợi nhuận tăng thêm của rổ. IDP, PAN, MSN và KDC tăng trên 100%, mỗi mã một lý do: PAN nhờ lãi thoái vốn Bibica, MSN nhờ mảng vonfram MSR, IDP và KDC nhờ nền cùng kỳ thấp. Nguyên nhân mở biên chưa quy được, nên mặt bằng lợi nhuận này chưa chắc lặp lại.

TCBS Research đánh giá VNM hấp dẫn, mã duy nhất qua cả hai lớp sàng với ROE 34,5% và P/E 11,0 lần, thấp hơn trung vị ba năm 15,7%. MCH, QNS và IDP trung tính: đạt chất lượng và cổ tức nhưng P/E cao hơn trung vị ba năm 39,2% đến 68,5%. SBT, VSF, KDC và MML kém hấp dẫn do lợi nhuận lỗi mớ, đòn cân nợ cao hoặc cổ đông thiểu số nhận phần lớn lợi nhuận. AIG và PAN chưa đánh giá vì AIG chưa đủ ba năm giao dịch và P/E của PAN chứa lãi Bibica; MSN không xếp hạng vì luận điểm nằm ở vonfram. Rủi ro chung là mốc 01/01/2027, khi thuế tiêu thụ đặc biệt với nước ngọt có đường bắt đầu áp dụng và thuế giá trị gia tăng về 10%.

ĐIỂM NHẤN

- 01 VNM một mình tạo 49,3% mức tăng lợi nhuận rổ**
Rổ 10 mã lãi thêm 3.153 tỷ, VNM 1.553 tỷ. Mã thứ hai là PAN 520 tỷ nhưng phần lớn là lãi thoái vốn, và MML âm 83 tỷ.
- 02 Cú sốc đầu vào năm nay nằm ở giá đường**
Giá đường thô tăng hơn 8% từ đầu tháng 10 vì bốn nguồn cung cùng gặp vấn đề, trong khi tỷ giá trung tâm 25.639 đồng và chỉ số đô la giảm 1,34% so với cùng kỳ.
- 03 Hai mẫu số P/E phải chỉnh trước khi so sánh**
PAN giao dịch ở 3,9 lần nhưng mẫu số chứa lãi thoái vốn Bibica; loại khoản này thì còn 5,2 lần. MSN rẻ hơn trung vị ba năm 69%, nhưng trung vị đó (48,4 lần) bị đẩy lên bởi lợi nhuận thấp các năm trước.
- 04 Ngành cổ tức mà 6 trên 11 mã không trả tiền**
Qua ngưỡng ROE 15% và cổ tức 3% chỉ còn MCH, VNM, QNS và IDP. IDP trả 282,5% lợi nhuận, phần vượt lấy từ tích lũy.

CẦN THEO DÕI

- 01 Thuế tiêu thụ đặc biệt nước ngọt và thuế giá trị gia tăng, cùng mốc 01/01/2027**
Luật số 66/2025/QH15 áp 8% rồi 10% từ 2028 lên nước ngọt trên 5 g đường trên 100 ml, cùng ngày Nghị quyết 204/2025/QH15 hết hiệu lực nên thuế giá trị gia tăng về 10%. Năm 2026 chưa có mã nào chịu thuế tiêu thụ đặc biệt.
- 02 Biện pháp phòng vệ với đường mía nhập khẩu đã được gia hạn đến 15/06/2031**
Hai quyết định QĐ 1309 và QĐ 1310/QĐ-BCT ngày 02/06/2026 gia hạn năm năm từ 16/06/2026. Đây là lý do giá đường trong nước đi theo giá thế giới, không bị hàng nhập kéo xuống, và là điều kiện nền cho luận điểm SBT và QNS.

TOÀN NGÀNH TẠI 20/10/2026

Số mã trên ba sàn	51 mã
Vốn hoá	541.450 tỷ đồng
Trừ phần cộng trùng	454.555 tỷ đồng
Tỷ suất cổ tức, 21 trên 48 mã có trả	5,1 %

RỔ 10 MÃ · 6T/2026

Doanh thu	108.680 tỷ đồng
LNST cổ đông mẹ	12.539 tỷ đồng
Tăng trưởng LNST	33,6%
Biên lợi nhuận gộp	31,1 %

ĐỊNH GIÁ VÀ CÂN ĐỐI

P/E trung vị	18,2 lần
P/B trung vị	2,4 lần
ROE trung vị	18,9 %
Tiền ròng rổ 10 mã	12.587 tỷ đồng

1. Bối cảnh ngành thực phẩm Việt Nam

1.1. Ngành có 51 mã nhưng ba mã lớn nhất chiếm 73,7% vốn hoá

Ngành thực phẩm trên ba sàn có 51 mã với tổng vốn hoá 541.450 tỷ đồng, nhưng con số đó phải trừ trước khi dùng. Trong ngành có những cặp mẹ con mà cả hai đều có giá trên sàn, nên 86.895 tỷ đồng, tức 16,0% vốn hoá, bị cộng hai lần. Vốn hoá thực của ngành là **454.555 tỷ đồng**. Trên mẫu số đó, ba mã lớn nhất chiếm 73,7% và mười mã lớn nhất chiếm 94,0% vốn hoá ngành, còn 38 mã ngoài mười mã đó cộng lại 6,0%.

Phân tầng vốn hoá toàn ngành, % vốn hoá cộng dồn

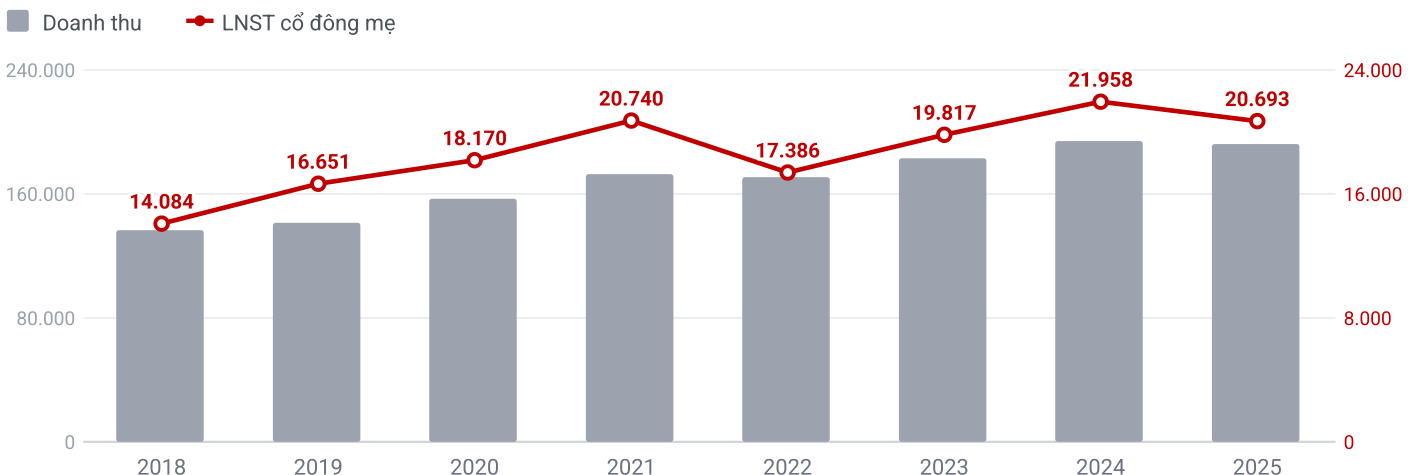


Bốn tầng chia hết 48 mã có chuỗi giá, 3 mã còn lại chưa có giá nên không xếp tầng được; mẫu số ở đây là vốn hoá cộng dồn 541.450 tỷ đồng, không phải vốn hoá ròng. Trừ phần cộng trùng thì bốn tầng không còn chia hết được, vì MSN nằm ở tầng trên trong khi MML nằm ở tầng dưới.

Chỉ tiêu toàn ngành	Giá trị	Ý nghĩa với người đọc báo cáo
Số mã trên ba sàn, mã ICB 3577	51 mã	Trong đó 48 mã có chuỗi giá giao dịch và 3 mã chưa có giá nào trong nguồn, gồm BLT, C22, HCO
Vốn hoá cộng dồn	541.450	Đơn vị tỷ đồng, giá đóng cửa 20/10/2026. Con số thường được trích dẫn, nhưng không phải mẫu số đúng
Phần cộng trùng qua các cặp mẹ con	86.895	VSF nhìn xuyên 59,8% FCS; VNM nhìn xuyên 49,8% MCM; CLX nhìn xuyên 40,7% CMF (liên kết); MSN nhìn xuyên 41,6% MCH; MSN nhìn xuyên 91,2% MML
Vốn hoá ròng của ngành	454.555	Mẫu số đúng cho mọi phép tính thị phần vốn hoá trong báo cáo này, trừ biểu đồ phân tầng ở trên
Doanh thu bốn quý gần nhất, đã trừ cộng trùng	316.057	Cộng dồn 361.756 tỷ, trừ 45.699 tỷ doanh thu của MCH, MML, MCM, FCS đã nằm trong báo cáo hợp nhất của công ty mẹ, tức 12,6%. Lợi nhuận tương ứng 30.684 tỷ nên biên ròng toàn ngành 9,7%: quy mô doanh thu lớn trên nền biên lợi nhuận mỏng
Rổ phân tích sâu 11 mã	432.032	Đã trừ phần cộng trùng 84.121 tỷ, tức 95,0% vốn hoá ròng của ngành; cộng dồn chưa trừ là 516.153 tỷ. Toàn bộ Phần 2 đến Phần 4 nói về rổ này, và mọi số tổng chỉ cộng 10 mã, trừ MSN
Tăng trưởng kép LNST cổ đông mẹ 2018–2025	5,7%	Đo trên rổ 9 mã có đủ chuỗi niên độ. Doanh thu tăng kép 5,0% trên cùng 7 năm tăng trưởng, tức lợi nhuận chỉ nhanh hơn doanh thu 0,7 điểm. Đây là nền để đánh giá mức tăng sáu tháng đầu 2026

Doanh thu trừ trọn doanh thu công ty con, lợi nhuận chỉ trừ phần nhìn xuyên 3.489 tỷ vì lợi nhuận cổ đông mẹ đã để phần còn lại sang cổ đông thiểu số; cặp liên kết không cộng trùng doanh thu. Nguồn: danh sách mã theo phân ngành ICB cấp bốn; giá đóng cửa và khối lượng cổ phiếu lưu hành tại 20/10/2026. Cơ cấu sở hữu trong các cặp mẹ con kết xuất ngày 08/10/2026. Chuỗi niên độ trong biểu đồ cộng 9 mã: rổ 10 mã trừ AIG vì AIG chỉ có số từ 2024, chưa đủ 5 niên độ liên mạch.

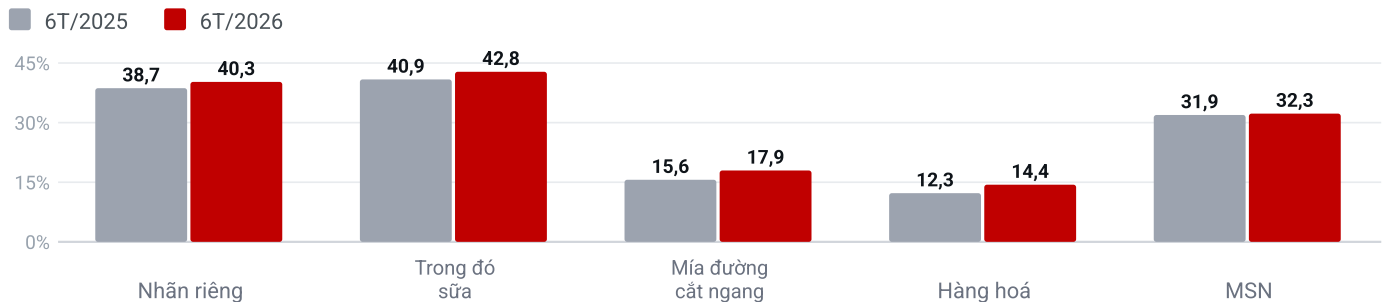
Doanh thu và LNST cổ đông mẹ của rổ 9 mã theo niên độ, tỷ đồng



1.2. Hai khối trong cùng một ngành, biên lợi nhuận gộp 40,3% và 14,4%

Mọi con số bình quân của ngành thực phẩm đều vô nghĩa nếu không tách khối trước. Doanh nghiệp bán hàng mang nhãn của mình định được giá, nên biên gộp sáu tháng của khối này là **40,3%**. Doanh nghiệp bán nông sản và nguyên liệu nhận giá từ thị trường, nên biên gộp chỉ **14,4%**. Khoảng cách đó là chênh lệch về quyền định giá, không phải về hiệu quả quản trị. MSN đứng riêng ngoài hai khối, vì con số hợp nhất của MSN đã chứa trọn MCH và MML.

Biên lợi nhuận gộp sáu tháng theo khối, %



Khối	Số mã	Doanh thu 6T	Biên gộp	LNST mẹ 6T	Tăng LNST	% LN rõ
Nhãn riêng: MCH, VNM, QNS, IDP, KDC, MML	6	70.171	40,3%	10.624	+27,2%	84,7%
trong đó sữa: VNM, IDP	2	38.974	42,8%	6.075	+47,7%	48,4%
Hàng hoá và nguyên liệu: SBT, AIG, PAN, VSF	4	38.509	14,4%	1.915	+85,0%	15,3%
Rổ cộng được 10 mã	10	108.680	31,1%	12.539	+33,6%	100,0%
Ngoài tổng — holding: MSN	1	52.138	32,3%	4.371	+206,6%	34,9%

Nhóm cắt ngang hai khối	Số mã	Doanh thu 6T	Biên gộp	LNST mẹ 6T	Tăng LNST	% LN rõ
Mía đường: SBT, QNS	2	20.679	17,9%	1.437	+9,2%	11,5%

Đơn vị tỷ đồng. Dòng con sữa nằm trong khối nhãn riêng nên không cộng thêm vào tổng. Nhóm mía đường để ở bảng riêng vì nó cắt ngang hai khối, QNS thuộc nhãn riêng còn SBT thuộc hàng hoá, nên nó đứng ngoài cả hai khối và cũng không cộng thêm vào tổng. MSN nằm dưới dòng tổng và không được cộng vào tổng, vì báo cáo hợp nhất của MSN đã chứa trọn MCH và MML; con số 34,9% ở cột cuối vì vậy là tỷ lệ so sánh quy mô MSN với rõ, không phải một phần của 100%. Cộng cả MSN vào thì doanh thu sáu tháng của rõ thành 160.818 tỷ và mức tăng lợi nhuận thành 56,4% thay vì 33,6%, tức cao hơn 22,8 điểm phần trăm.

Biên lợi nhuận gộp theo quý của hai khối, %



BIÊN GỘP HAI KHỐI CÙNG MỞ RỘNG, TRÁI VỚI QUAN HỆ NGHỊCH CHIỀU THƯỜNG THẤY

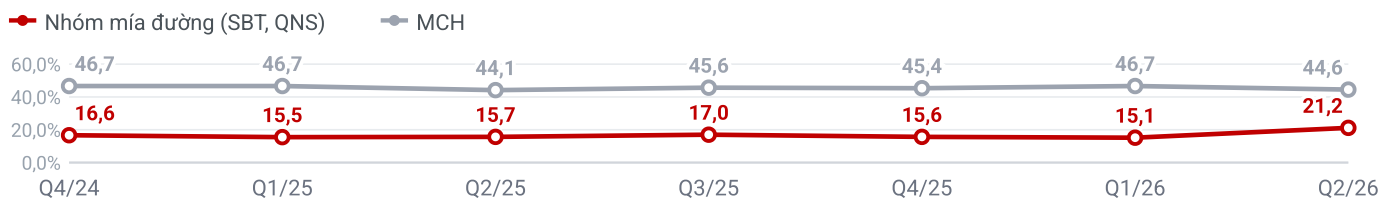
Biên gộp khối nhãn riêng đi từ 39,3% ở Q4/24 lên 40,6% ở Q2/26, còn khối hàng hoá từ 13,8% lên 15,2%. Thông thường hai khối nghịch chiều: giá nông sản lên thì khối hàng hoá được lợi, khối nhãn riêng chịu giá vốn cao hơn. Việc cả hai cùng mở rộng biên trong cùng một năm chưa có nguyên nhân giá nào giải thích được: giá đường quý hai còn ở vùng 13,3 đến 15,5 cent và chỉ bật lên từ tháng 7/2026, tức sau mốc cuối của chuỗi này. Đó cũng là lý do phần biên tăng thêm của cả hai khối chưa nên coi là bền, và báo cáo chưa có giá vốn đơn vị sản phẩm theo từng mã để truy nguyên.

1.3. Cú sốc giá đường và cơ chế chia đôi ngành

Giá đường thô trên sàn ICE vượt 20 cent mỗi pound ngày 07/10/2026, tăng hơn 8% từ đầu tháng 10 và là mức cao nhất kể từ tháng 2/2025. Bốn nguyên nhân cùng nằm ở phía cung và cùng xảy ra trong một vụ. Tác động của nó không đều: trong ngành thực phẩm, đường vừa là sản phẩm cuối của nhóm này vừa là nguyên liệu chính của nhóm kia, nên cùng một mức giá tạo ra hai dấu hiệu trái ngược trên hai nhóm cổ phiếu.

- Bốn nguyên nhân phía cung: mưa lớn ở Brazil làm chậm vụ thu hoạch; gió mùa Ấn Độ yếu; vụ củ cải đường châu Âu kém; và hạn hán ở Thái Lan. Cả bốn đều là yếu tố vụ mùa, nên mức giá hiện tại có thể đảo chiều nhanh khi vụ sau bình thường trở lại.
- Giá trong nước không bị hàng nhập kéo xuống, vì QĐ 1309 và QĐ 1310/QĐ-BCT ngày 02/06/2026 gia hạn năm năm các biện pháp chống bán phá giá và chống trợ cấp với đường mía Thái Lan, hiệu lực từ 16/06/2026 đến 15/06/2031; kèm theo là biện pháp chống lẫn tránh với đường từ Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar. Đây là điều kiện nền của toàn bộ luận điểm về nhóm mía đường, và cũng là rủi ro chính sách nếu một ngày nào đó biện pháp được rà soát giữa kỳ.

Biên gộp theo quý của bên bán đường và bên mua đường lớn nhất rõ, %



1.4. Các đầu vào còn lại đều thuận, nên 2026 là một cú sốc đường đơn lẻ

Đầu vào	Mức gần nhất	Chiều tác động và nhóm chịu ảnh hưởng
Đường thô ICE	trên 20 cent/lb	Cao nhất kể từ tháng 2/2025. Có lợi cho SBT, QNS và nhóm mía đường nhỏ. Về nguyên tắc bất lợi cho MCH, KDC và nhóm bánh kẹo, nhưng sáu tháng đầu 2026 chưa thấy: biên gộp MCH 45,5 lên 45,7% và KDC 17,5 lên 20,1%. Giá quý hai còn ở vùng đáy nên mặt bằng mới chỉ vào giá vốn từ quý ba
Lúa mì CBOT kỳ hạn tháng 12	6,9225 USD/gia	Vừa hồi lên từ vùng thấp nhất một tháng; xuất khẩu lúa mì Mỹ niên vụ 2026/27 dự báo 775 triệu gia so với 908 triệu gia niên vụ trước, giảm 15%. Về nguyên tắc có lợi cho nhóm mì ăn liền và bánh, nhưng biên gộp MCH chưa phản ánh: quý hai 44,6%, thấp hơn quý một 2,1 điểm
Dầu cọ Malaysia	4.524 MYR/tấn	Giá đóng cửa ngày 07/10/2026, hai phiên sau hồi lên. Đầu vào chính của KDC ở mảng dầu ăn và của nhóm mì
Gạo trong nước	0,06% tháng	Giá bán lẻ 14,6–16,8 nghìn đồng mỗi kg. Xuất khẩu chín tháng 6,4 triệu tấn, giảm 6,1%, và 3,11 tỷ USD, giảm 10,9%, tức giá trị giảm nhanh hơn lượng. Bất lợi cho VSF
Heo hơi	57–60 nghìn đồng/kg	Mức Cục Thống kê công bố tại 26/09/2026, là nguồn chính thức gần ngày chốt nhất. Giá đi xuống có lợi cho MML ở khâu mua lợn và bất lợi ở khâu bán thịt
Tỷ giá trung tâm	25.639 đồng	Biên dao động 24.357–26.921 đồng. Chỉ số giá đô la Mỹ của Cục Thống kê giảm 0,69% so với tháng trước và 1,34% so với cùng kỳ, nên năm nay tỷ giá chưa tạo sức ép lên giá vốn

Nguồn: đường thô ICE và dầu cọ Malaysia kỳ hạn tháng 12 đóng cửa 07/10/2026, lúa mì CBOT ngày 08/10/2026; giá gạo, heo hơi, xuất khẩu gạo và chỉ số giá đô la Mỹ theo Cục Thống kê và Bộ Nông nghiệp và Môi trường; tỷ giá trung tâm theo Ngân hàng Nhà nước ngày 20/10/2026.

ĐÒN BẨY HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP BÁNH KẸO NHỎ: QUÝ LỖ ĐẦU TIÊN CỦA HHC KỂ TỪ Q1/2021

Bánh kẹo Hải Hà lỗ trước thuế gần 1,7 tỷ đồng trong quý hai, so với lãi 728 triệu đồng cùng kỳ. Doanh thu giảm 26% còn lợi nhuận gộp giảm 58% về 9,7 tỷ, tức biên gộp từ 19,7% xuống 11,2%. Ban điều hành giải thích bằng mùa vụ thấp điểm và nắng nóng. Biên mất đi lớn hơn doanh thu mất đi, và cơ chế ở đây là đòn bẩy hoạt động: sản lượng sụt làm định phí nhà máy phân bổ trên mỗi đơn vị tăng lên. Giá đường quý hai còn ở vùng 13,3 đến 15,5 cent nên chưa phải nguyên nhân. Phạm vi của ca này có hạn: nửa đầu năm HHC vẫn lãi trước thuế 21,7 tỷ, tăng 78,0%, nên đây là một quý đảo chiều hơn là một năm khủng hoảng, và HHC ngoài rủi ro của nó là ca minh chứng về quy mô nhà máy.

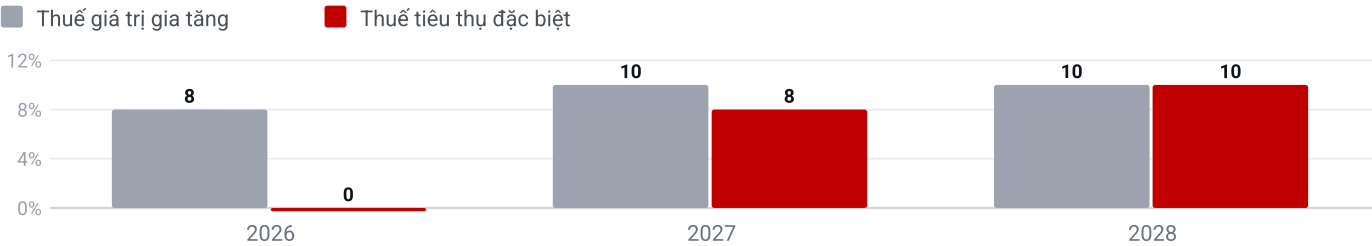
1.5. Hai sắc thuế cùng đổi vào ngày 01/01/2027

Đây là mốc chính sách quan trọng nhất của ngành và nó nằm ngoài năm tài chính 2026, nên không xuất hiện trong bất kỳ con số nào ở Phần 2 đến Phần 4. Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt 66/2025/QH15 được thông qua ngày 14/06/2025, hiệu lực 01/01/2026, nhưng riêng nước giải khát có đường thì thuế suất chỉ bắt đầu từ 01/01/2027. Cùng ngày, Nghị quyết 204/2025/QH15 hết hiệu lực nên thuế giá trị gia tăng quay từ 8% về 10%. Hai thay đổi cùng chiều, cùng ngày, và cùng rơi vào giá bán lẻ.

Mốc	Nội dung	Mức	Ái chịu
01/07/2025	Nghị quyết 204/2025/QH15 thông qua 17/06/2025 giảm thuế giá trị gia tăng, thực phẩm đã qua chế biến thuộc phạm vi	8%	Toàn ngành được lợi, nhưng phần lợi nằm ở giá bán lẻ nên không hiện lên biên gộp
01/01/2026	Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt 66/2025/QH15 có hiệu lực, nhưng thuế suất với nước giải khát có hàm lượng đường trên 5 g trên 100 ml theo tiêu chuẩn TCVN chưa áp dụng	0%	Chưa áp dụng với mã nào. Trong cả năm 2026, nhóm hàng này chưa phát sinh thuế tiêu thụ đặc biệt. Sữa, nước quả nguyên chất và thực phẩm dạng rắn không thuộc phạm vi
31/12/2026	Nghị quyết hết hiệu lực. Nếu không có nghị quyết mới thay thế thì thuế quay về mức cũ ngay hôm sau	10%	Toàn ngành. Đây là phần dễ bị bỏ sót nhất khi dự phóng 2027
01/01/2027	Thuế tiêu thụ đặc biệt với nước giải khát có đường bắt đầu áp dụng	8%	Trong rổ, MCH là mã chịu tác động rõ nhất qua các nhãn nước tăng lực. Với QNS thì chưa rõ, phụ thuộc cách phân loại sữa đậu nành có đường theo tiêu chuẩn và hàm lượng đường thực tế
01/01/2028	Thuế suất nâng tiếp theo đúng lộ trình đã ghi trong luật	10%	Cùng nhóm trên. Lộ trình đã rõ nên đây là biến số đo được hơn là rủi ro bất định

Nguồn: Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt 66/2025/QH15 thông qua 14/06/2025, hiệu lực 01/01/2026, và Nghị quyết 204/2025/QH15 thông qua 17/06/2025, hết hiệu lực 31/12/2026. Ngưỡng đường theo tiêu chuẩn TCVN; thuế suất và ngày áp dụng trong bảng lấy nguyên văn từ hai văn bản.

Thuế gián thu trên nước giải khát có đường theo lộ trình đã ghi trong luật, %



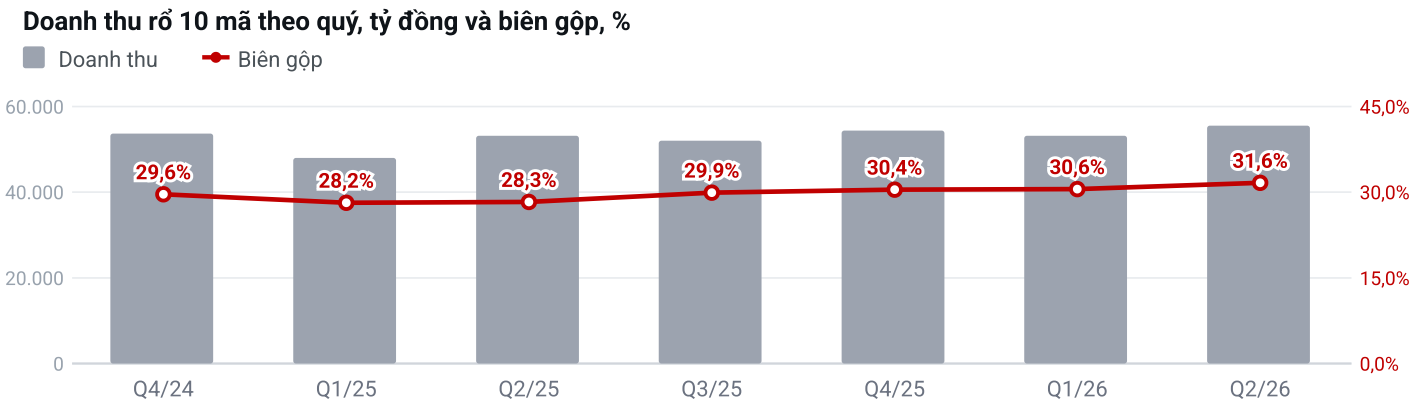
1.6. Khung an toàn thực phẩm giữa hai nghị định

- Nghị định 46/2026/NĐ-CP được ban hành đầu năm rồi bị tạm dừng, và Nghị quyết 15/2026/NQ-CP ngày 06/04/2026 dừng vô thời hạn. Khung đang áp dụng vì thế vẫn là Nghị định 15/2018/NĐ-CP với cơ chế tự công bố sản phẩm. Dự thảo Luật An toàn thực phẩm sửa đổi, 9 chương 76 điều, đã có báo cáo thẩm tra trình Ủy ban Thường vụ Quốc hội ngày 24/09/2026, dự kiến cho ý kiến tại kỳ họp tháng 10/2026 và thông qua 05/2027. Hai thay đổi lớn là dồn về một đầu mỗi Bộ Y tế và chuyển trọng tâm từ tiền kiểm sang hậu kiểm. Dự thảo chưa có ngày hiệu lực, nên chưa doanh nghiệp nào trong ngành chịu chi phí tuân thủ mới.
- Ghi nhãn dinh dưỡng đã chuyển sang Thông tư 30/2026/TT-BYT ban hành ngày 09/07/2026, hiệu lực 10/07/2026, thay cho Thông tư 29/2023/TT-BYT. 5 chỉ tiêu bắt buộc giữ nguyên là năng lượng, protein, carbohydrate, chất béo và natri; thông tư mới bổ sung đường tổng số với đồ uống và thực phẩm có thêm đường và chất béo bão hòa với thực phẩm chiên rán. Yêu cầu ghi đường tổng số liên quan trực tiếp tới nhóm nước giải khát, vì nó công khai chính chỉ tiêu mà thuế tiêu thụ đặc biệt lấy làm ngưỡng. Chi phí đổi nhãn rơi vào giá vốn các quý tới.
- Về đợt kiểm tra thực phẩm giả năm 2026, phạm vi ảnh hưởng tới nhóm trên sàn là hẹp: các vụ lớn nhất đều thuộc doanh nghiệp ngoài sàn. Mã trên sàn duy nhất bị nêu tên là CAN, với trên 130 tấn thịt lợn nhiễm dịch bị niêm phong tại 4 kho ngày 08/09/2025, vụ án được khởi tố 12/09/2025 và tổng giám đốc cùng ba người bị bắt ngày 10/01/2026; cổ phiếu vào diện kiểm soát từ 13/05/2026. Kết quả niên độ 2025 của CAN cho thấy toàn bộ cú sốc rơi vào biên: doanh thu 663,0 tỷ, giảm 3%, nhưng lợi nhuận chỉ 1,9 tỷ, bằng 29,0% kế hoạch theo báo cáo tài chính tự lập quý bốn.

PHẦN 2 · KẾT QUẢ KINH DOANH

2.1. Quý hai 2026 cao nhất chuỗi về doanh thu và biên gộp, chưa cao nhất về lợi nhuận

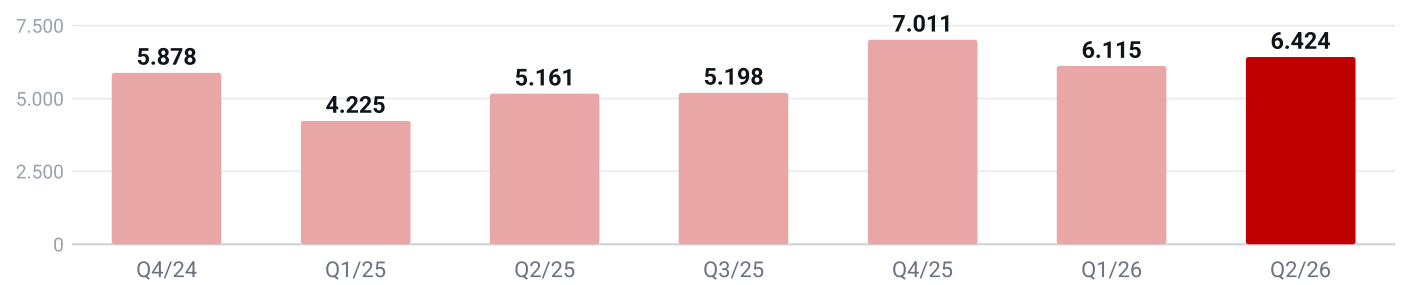
Rổ 10 mã làm ra **55.504 tỷ đồng** doanh thu trong quý hai, cao nhất trong 7 quý theo dõi, và biên gộp **31,6%** cũng là mức cao nhất chuỗi. Lợi nhuận cổ đông mẹ 6.424 tỷ thì chưa phải cao nhất: Q4/25 vẫn hơn với 7.011 tỷ, và biên ròng quý đó 12,9% cũng trên mức 11,6% của quý hai. Hình dạng chuỗi mới là chỗ đáng đọc: doanh thu đi ngang suốt bốn quý giữa rồi mới bật, còn biên thì lên liên tục từ Q1/25, nên phần lớn mức tăng lợi nhuận đến từ biên.



Chỉ tiêu	6T/2025	6T/2026	Thay đổi	Q2/2025	Q2/2026	Thay đổi
Doanh thu	101.156	108.680	+7,4%	53.161	55.504	+4,4%
Lợi nhuận gộp	28.545	33.802	+18,4%	15.033	17.552	+16,8%
Biên gộp	28,2%	31,1%	+2,9% đ	28,3%	31,6%	+3,3% đ
Chi phí bán hàng và quản lý	18.126	19.786	+9,2%	9.421	10.089	+7,1%
trên doanh thu	17,9%	18,2%	+0,3% đ	17,7%	18,2%	+0,5% đ
LNST cổ đông mẹ	9.386	12.539	+33,6%	5.161	6.424	+24,5%
Biên ròng	9,3%	11,5%	+2,3% đ	9,7%	11,6%	+1,9% đ

Đơn vị tỷ đồng, trừ các dòng phần trăm. Mọi dòng cộng 10 mã, không cộng MSN. Chi phí bán hàng và quản lý là dòng chi phí hoạt động của báo cáo kết quả, mỗi kỳ chia cho doanh thu đúng kỳ đó: tỷ lệ sáu tháng tăng 0,3 điểm, còn tỷ lệ quý hai tăng 0,5 điểm. Hai con số không thay thế được nhau vì chi phí bán hàng của ngành này dồn theo mùa vụ.

Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ, rổ 10 mã theo quý, tỷ đồng



BIÊN GỘP SÁU THÁNG MỞ TỪ 28,2% LÊN 31,1%, MANG TOÀN BỘ KHOẢNG CÁCH GIỮA MỨC TĂNG LỢI NHUẬN VÀ MỨC TĂNG DOANH THU

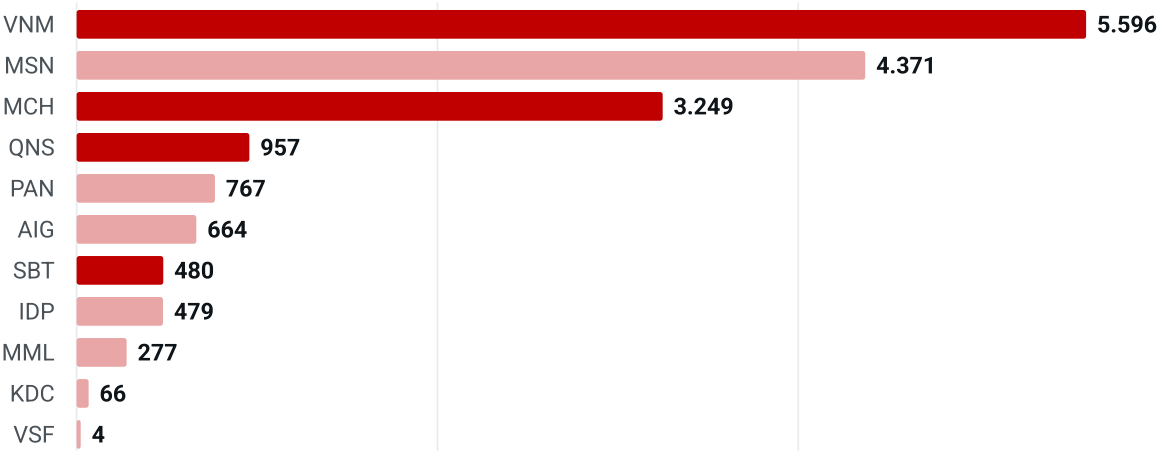
Doanh thu sáu tháng tăng 7,4% còn lợi nhuận cổ đông mẹ tăng 33,6%, tức doanh thu tăng 1% thì lợi nhuận tăng khoảng 4,5%. Đo bằng tiền thì chỉ có một nguồn tạo ra khoảng cách. Lợi nhuận gộp thêm 5.257 tỷ, trong đó 3.134 tỷ là do biên mở từ 28,2% lên 31,1%, phần còn lại do bán nhiều hơn. Hai dòng dưới đều trừ đi: chi phí bán hàng và quản lý thêm 1.660 tỷ, tăng nhanh hơn doanh thu, và phần dưới dòng lợi nhuận hoạt động âm 444 tỷ. Toàn bộ mức tăng vì vậy nằm ở biên gộp, không ở chi phí. Biên mở được là do giá bán lên hay do giá đầu vào hạ thì báo cáo chưa tách được, vì không có giá bán và giá vốn trên đơn vị sản phẩm theo từng mã. Mục 2.3 đo riêng phần một lần, vì ở rổ này nó đủ lớn để làm lệch mẫu số P/E của bốn mã.

2.2. Kết quả từng mã và nguồn gốc lợi nhuận của rổ

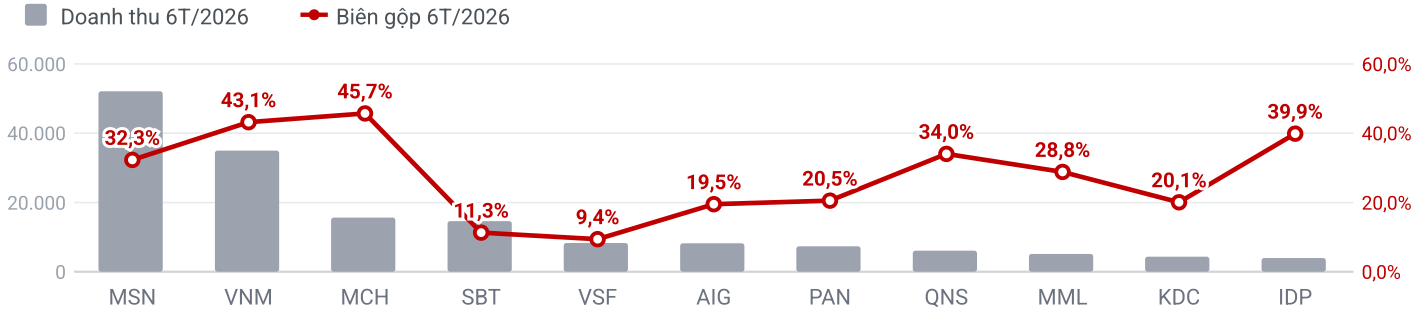
Mã	Doanh nghiệp	DT 6T	%	Biên gộp	LNST mẹ	%	Đóng góp	Khối
VNM	VINAMILK	34.996	+18,0%	43,1%	5.596	+38,4%	44,6%	Nhãn riêng
MSN	Tập đoàn Masan	52.138	+40,1%	32,3%	4.371	+206,6%	34,9%	Holding
MCH	Hàng Tiêu Dùng MaSan	15.637	+13,6%	45,7%	3.249	+11,6%	25,9%	Nhãn riêng
QNS	Đường Quảng Ngãi	6.052	+16,7%	34,0%	957	+2,1%	7,6%	Nhãn riêng
PAN	Tập đoàn PAN	7.380	-9,4%	20,5%	767	+211,0%	6,1%	Hàng hoá
AIG	Nguyên liệu Á Châu AIG	8.220	+17,8%	19,5%	664	+63,1%	5,3%	Hàng hoá
SBT	Mía đường Thành Thành Công - Biên Hòa	14.627	+3,6%	11,3%	480	+27,2%	3,8%	Hàng hoá
IDP	Sữa Quốc tế LOF	3.978	+0,9%	39,9%	479	+575,1%	3,8%	Nhãn riêng
MML	Masan MEATLife	5.162	+17,1%	28,8%	277	-23,0%	2,2%	Nhãn riêng
KDC	Tập đoàn KIDO	4.346	+4,5%	20,1%	66	+140,3%	0,5%	Nhãn riêng
VSF	Tổng công ty Lương thực Miền Nam (Vinafood 2)	8.282	-23,2%	9,4%	4	+50,2%	0,0%	Hàng hoá

Đơn vị tỷ đồng. Hai cột phần trăm là mức tăng so với cùng kỳ. Cột đóng góp tính trên lợi nhuận cổ đông mẹ của rổ 10 mã, 12.539 tỷ đồng. Mười dòng của rổ cộng lại đúng 100%; riêng dòng MSN, 34,9%, là tỷ lệ so sánh quy mô MSN với rổ thay vì một phần của 100%, vì lợi nhuận hợp nhất của MSN đã chứa trọn MCH và MML.

LNST cổ đông mẹ sáu tháng 2026, tỷ đồng. Tô đậm là bốn mã vốn hoá lớn nhất của rổ



Doanh thu sáu tháng (cột, tỷ đồng) và biên lợi nhuận gộp (đường, %) từng mã



BỐN MÃ LỚN NHẤT RỔ GIỮ 82,0% LỢI NHUẬN, NHƯNG VÌ NHỮNG LÝ DO KHÁC NHAU

MCH, VNM, SBT và QNS cộng lại chiếm 83,6% vốn hoá rổ, 65,6% doanh thu và 82,0% lợi nhuận cổ đông mẹ. Mức tập trung đó che khác biệt về nguồn tăng trưởng: VNM tăng 38,4% nhờ biên gộp lên 43,1%, MCH tăng 11,6% tức gần như đi ngang, còn SBT tăng 27,2% trong khi hoạt động kinh doanh chỉ tăng 8,5%, phần chênh nằm ở thuế và khoản ngoài lõi chứ chưa ở giá đường. Mức tăng bình quân của bốn mã này không nói được gì về ngành, và mục 2.3 đo lại.

2.3. Chất lượng lợi nhuận: phần đến từ bán hàng và phần đến từ các dòng dưới

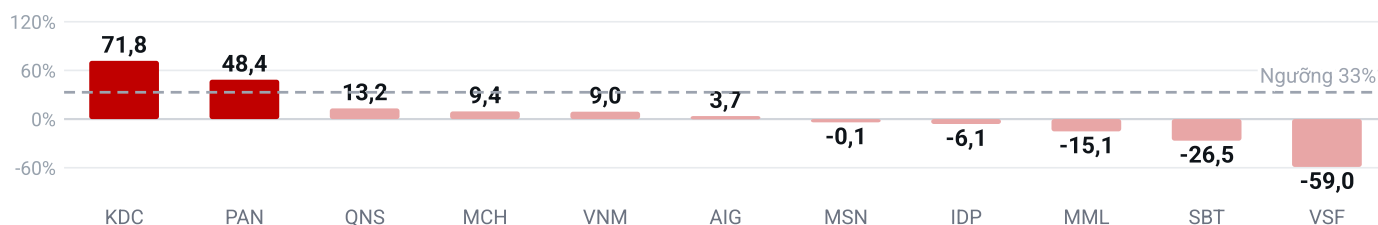
Lợi nhuận trước thuế của một doanh nghiệp thực phẩm gồm phần từ bán hàng và phần từ những dòng khác: lãi tiền gửi, lãi chuyển nhượng, lãi liên kết, thu nhập khác. Phần thứ hai không bền, nhưng nó nằm trong đúng con số mà mọi P/E công bố đang dùng làm mẫu số. Bảng dưới đo lường tỷ trọng đó, với ngưỡng 33% đặt theo khoảng trống trong phân bố của rổ.

Mã	LNTT 6T	LN hoạt động	Ngoài lãi	% LNTT	% cùng kỳ	Đổi	Thuế	% về mẹ
KDC	149	42	107	71,8%	195,2%	-57	32,9%	66,0%
PAN	1.143	590	553	48,4%	14,9%	472	10,1%	74,6%
QNS	1.110	963	147	13,2%	8,2%	60	13,8%	100,0%
MCH	3.829	3.470	359	9,4%	8,2%	80	14,2%	98,9%
VNM	6.913	6.291	622	9,0%	11,7%	33	18,4%	99,2%
AIG	995	958	37	3,7%	6,4%	-2	17,1%	80,5%
MSN	6.483	6.491	-8	-0,1%	0,9%	-37	10,9%	75,7%
IDP	545	578	-33	-6,1%	30,2%	-62	13,2%	101,3%
MML	365	420	-55	-15,1%	54,7%	-254	7,2%	82,0%
SBT	506	640	-134	-26,5%	-44,6%	48	5,1%	100,0%
VSF	39	62	-23	-59,0%	-239,4%	56	30,8%	14,8%

Đơn vị tỷ đồng. Lợi nhuận hoạt động là lợi nhuận gộp trừ chi phí bán hàng và quản lý. Ngoài lãi là phần chênh giữa lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận hoạt động, nên gồm cả lãi vay đã trừ; số âm nghĩa là các dòng dưới đang làm giảm lợi nhuận. Cột cuối là phần còn lại cho cổ đông mẹ sau khi chia cho cổ đông thiểu số. Nguồn: tính từ báo cáo tài chính hợp nhất đã công bố; thuế suất hiệu dụng của MML lấy theo số đồng chưa làm tròn.

- **Phụ thuộc khoản ngoài lãi, và khoản đó mới mở rộng trong năm nay:** PAN. Khoản ngoài lãi của PAN chiếm 48,4% lợi nhuận trước thuế, so với 14,9% cùng kỳ, tức tăng thêm 472 tỷ đồng trong một năm. Đây là nhóm mà tăng trưởng hiện tại không lặp lại được, và mục 2.5 tách riêng từng khoản.
- **Phụ thuộc khoản ngoài lãi đã kéo qua nhiều kỳ:** KDC. KDC có khoản ngoài lãi 71,8% lợi nhuận trước thuế, đã giảm từ 195,2% cùng kỳ, nên vấn đề của KDC nằm ở việc hoạt động kinh doanh chính tạo ra quá ít lợi nhuận. Nửa đầu 2026 lợi nhuận lõi của KDC là 42,3 tỷ trên doanh thu 4.345,1 tỷ, tức biên 1,0%, trong khi lãi công ty liên kết một mình đã 121,5 tỷ.
- **Hoạt động kinh doanh cải thiện nhưng lợi nhuận mẹ vẫn giảm:** MML. Lợi nhuận hoạt động của MML tăng 154,5% lên 420 tỷ, mà lợi nhuận mẹ lại giảm 23,0%. Khoản ngoài lãi đảo chiều 254 tỷ đồng chỉ giải thích vì sao lợi nhuận trước thuế đi ngang, 364 lên 365 tỷ. Lợi nhuận mẹ giảm là do hai dòng khác: thuế từ gần bằng không lên 27 tỷ, và phần cổ đông thiểu số từ 4,6 lên 61,2 tỷ. Đọc riêng con số lợi nhuận mẹ của MML sẽ kết luận ngược hẳn với thực tế vận hành.
- **Lợi nhuận mẹ tăng nhanh hơn hoạt động kinh doanh:** VSF và SBT. Hoạt động kinh doanh của SBT chỉ tăng 8,5% nhưng lợi nhuận mẹ tăng 27,2%, phần chênh đến từ thuế suất hiệu dụng xuống 5,1% và từ việc khoản lỗ ngoài lãi thu hẹp 48 tỷ. VSF thì hoạt động kinh doanh giảm 44,6% mà lợi nhuận mẹ vẫn tăng, trên một nền chỉ 3 tỷ đồng nên mọi tỷ lệ phần trăm của VSF đều không mang thông tin.
- **Cổ đông thiểu số nhận trên 30% lợi nhuận hợp nhất:** VSF và KDC, trên ngưỡng 30%. Với VSF, 85,2% lợi nhuận hợp nhất không thuộc về người mua cổ phiếu VSF. Con số lợi nhuận hợp nhất mà báo chí dẫn lại với hai mã này không phải con số dùng để tính P/E.

Tỷ trọng khoản ngoài lãi trong lợi nhuận trước thuế, %

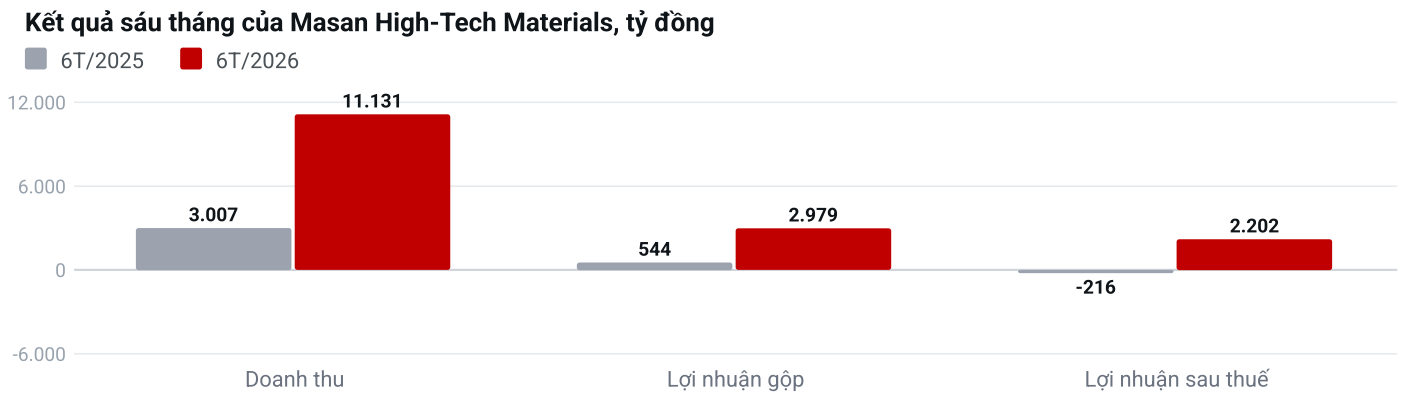


2.4. Mức tăng lợi nhuận của MSN đến từ vonfram, không phải từ thực phẩm

MSN báo lợi nhuận cổ đông mẹ tăng 206,6% trong sáu tháng, và đây là con số được dẫn lại nhiều nhất của ngành trong năm 2026. Nhưng nguồn của nó là khoáng sản. 54,4% mức tăng doanh thu và 76,3% mức tăng lợi nhuận sau thuế của tập đoàn đến từ Masan High-Tech Materials, công ty con vonfram đăng ký giao dịch trên UPCoM với mã MSR. Phải tách khoản này ra trước khi đặt MSN vào bất cứ bảng so sánh ngành nào. Một công ty con khoáng sản đi từ chưa tới một phần mười lên hơn một phần năm doanh thu của tập đoàn, mà tập đoàn đó vẫn được xếp vào nhóm tiêu dùng.

Khoản mục tại MSR	6T/2025	6T/2026	Thay đổi	Vì sao
Doanh thu	3.007	11.131	+270,2%	Giá APT bình quân nửa đầu năm 2.528 USD mỗi MTU, gấp 4,9 lần bình quân 2025 (518 USD)
Lợi nhuận gộp	544	2.979	+447,6%	Biên gộp từ 18,1% lên 26,8%; giá bán tăng trên một nền chi phí khai thác gần như không đổi
Lợi nhuận trước thuế	-198	2.329	2.527 tỷ	Từ lỗ sang lãi, nên không tính được tỷ lệ phần trăm
Lợi nhuận sau thuế	-216	2.202	2.418 tỷ	Thuế suất hiệu dụng của riêng MSR 5,45%, trong khi phần còn lại của tập đoàn gần như không đổi, 13,7% so với 14,0%
Tỷ trọng MSR trong doanh thu tập đoàn	8,1%	21,3%	+13,2% đ	Doanh thu MSR +270,2%, phần còn lại của tập đoàn +19,9%, nên tỷ trọng dịch lên

Nguồn: báo cáo tài chính hợp nhất bán niên 2026 đã soát xét của MSN và thuyết minh bộ phận, lấy từ báo cáo đã công bố. Đã kiểm ba giả thuyết thay thế và cả ba đều không đúng: không có khoản thu nhập một lần nào trong kỳ, không có thay đổi phạm vi hợp nhất, và việc phân cổ đông thiếu số giảm từ 45,2% xuống 24,3% không phải do mua lại thiếu số mà là hệ quả số học của việc lợi nhuận tăng thêm phát sinh tại MSR, nơi MSN sở hữu khoảng 92%; phần thiếu số chỉ tăng 226 tỷ trong khi lợi nhuận sau thuế tăng 3.171 tỷ.



2.5. IDP, PAN và KDC: ba nguồn tăng trưởng khác nhau

Mã	Tăng LNST mẹ	Bản chất	Con số chứng minh
IDP	+575,1%	Chuẩn hoá chi phí, lặp lại được	Doanh thu gần như không đổi, 3.944,4 lên 3.978,4 tỷ. Chi phí bán hàng và quản lý giảm 421,3 tỷ, bằng 93,8% toàn bộ mức tăng lợi nhuận trước thuế, trong đó riêng chi phí bán hàng giảm 378,7 tỷ. Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu từ 32,2% về 22,4%, tức nền 2025 mới là nền bất thường: chi phí bán hàng bốn quý 2025 là 511,8 rồi 757,8 rồi 590,8 rồi 336,9 tỷ
PAN	+211,0%	Phần lớn là một lần	Chuyển toàn bộ phần vốn tại Bibica Capital, công ty sở hữu 99,13% Bibica, cho Momogi trong 03/2026. Doanh thu sáu tháng giảm 9,4% còn doanh thu tài chính tăng từ 400,6 lên 777,5 tỷ; phần tài chính thuần chiếm 78,1% mức tăng lợi nhuận trước thuế. Riêng quý hai thì là kinh doanh thật: lợi nhuận mẹ 182,1 tỷ, tăng 31%, biên gộp 19,22% lên 21,91%
KDC	+140,3%	Nền cùng kỳ thấp và khoản đã mất đi	Lãi thoái vốn niên độ 2025 là 578,9 tỷ, gồm 74,8 tỷ ở nửa đầu và 504,1 tỷ ở quý bốn khi bán 19,6% KIDO Foods; nửa đầu 2026 là 0,0 tỷ. Lợi nhuận cổ đông mẹ nửa sau 2025 đạt 494,7 tỷ, gấp 17,9 lần nửa đầu (27,7 tỷ). Lãi liên kết Nuti KD đóng 71,0% toàn bộ lãi liên kết 2025 và Nuti KD đã rời phạm vi liên kết ngày 18/09/2026

Nguồn: báo cáo tài chính bán niên 2026 đã soát xét của từng mã. Mức tách khoản một lần của PAN, 447 tỷ đồng, là ước tính của TCBS Research theo chênh lệch doanh thu hoạt động tài chính quý một giữa hai năm, không phải số thuyết minh, và là số trước thuế trước thiếu số. Báo cáo riêng quý một ghi lãi chuyển nhượng 522,2 tỷ, nhưng số riêng không dùng được cho mẫu số hợp nhất.

PHẦN 3 · BẢNG CÂN ĐỐI VÀ KHẢ NĂNG TRẢ NỢ

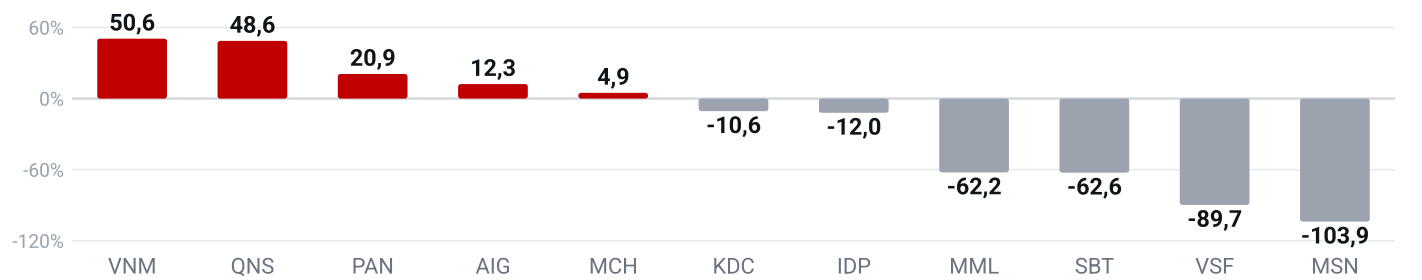
3.1. Hai nhóm đối lập về tiền ròng trong cùng một rổ

Trong rổ 11 mã, 5 mã có tiền ròng dương và 6 mã nợ ròng. Điều này quan trọng vì nó quyết định mã nào chịu được một chu kỳ giá nguyên liệu xấu mà không phải cắt cổ tức. Hai đầu của phổ cách nhau 69.562 tỷ đồng: VNM có 18.050 tỷ đồng tiền ròng, còn MSN nợ ròng 51.512 tỷ, bằng 1,0 lần vốn chủ sở hữu của chính nó. Cả hai đều nằm trong cùng một ngành và cùng một rổ.

Mã	Tiền và TG	Nợ vay	Tiền ròng	Nợ/VCSH	LN lãi/lãi vay	Tồn kho	Ngày tồn	TSCĐ/TS
VNM	26.504	8.454	18.050	0,24	26,9 lần	13,4%	68 ngày	19,6%
QNS	8.974	3.794	5.180	0,36	10,0 lần	14,6%	118 ngày	17,8%
PAN	6.125	4.228	1.897	0,46	6,3 lần	25,4%	118 ngày	17,3%
AIG	2.921	1.929	992	0,24	11,5 lần	28,5%	91 ngày	18,9%
MCH	9.892	8.950	942	0,46	11,1 lần	9,9%	67 ngày	16,5%
MSN	17.628	69.140	-51.512	1,39	2,2 lần	12,1%	76 ngày	24,5%
SBT	9.069	16.863	-7.794	1,35	0,7 lần	11,1%	59 ngày	9,2%
MML	598	4.044	-3.446	0,73	2,5 lần	4,2%	31 ngày	36,1%
VSF	841	3.025	-2.184	1,24	0,9 lần	34,0%	56 ngày	31,6%
KDC	3.168	3.833	-665	0,61	0,3 lần	11,4%	67 ngày	19,1%
IDP	2.776	3.161	-385	0,99	6,2 lần	6,8%	52 ngày	27,8%

Đơn vị tỷ đồng. Tiền và tương đương gồm cả đầu tư ngắn hạn. Cột LN lãi trên lãi vay là lợi nhuận hoạt động lãi sáu tháng đầu 2026 chia chi phí lãi vay cùng sáu tháng đó, dưới 3 lần là vùng cần theo dõi; với SBT là 640 tỷ chia 858 tỷ. Đây không phải EBIT: cộng lãi vay vào lợi nhuận trước thuế thì không mã nào xuống dưới một lần, nên hệ số dưới một ở đây không có nghĩa là không đủ tiền trả lãi. Số liệu bảng cân đối tại 30/06/2026 theo báo cáo hợp nhất đã soát xét, trừ các chỉ số vòng quay lấy từ dữ liệu TCBS Research. Nợ ròng của MSN gồm cả phần nợ của MCH và MML đã hợp nhất; bóc ba công ty con có giá thị trường là MCH, MML và MSR ra thì phần còn lại vẫn nợ ròng 40.059 tỷ.

Tiền ròng trên vốn chủ sở hữu từng mã, %



- SBT là trường hợp cần đọc kỹ nhất. Nợ vay 16.863 tỷ trên vốn chủ 12.460 tỷ, tức 1,35 lần, trong khi lợi nhuận hoạt động lãi chỉ phủ được 0,7 lần chi phí lãi vay, và kể cả tính theo EBIT thì cũng chỉ 1,6 lần. Đây là mã hưởng lợi rõ nhất từ giá đường, nhưng cũng là mã mà một vụ mía kém sẽ chạm vào khả năng trả lãi trước khi chạm vào lợi nhuận. Hai chiều này phải đọc cùng nhau.
- Tồn kho của PAN, AIG và VSF là tồn kho hàng hoá, không phải tồn kho hàng chậm bán. Ba mã này có tỷ trọng tồn kho trên tổng tài sản 25,4%, 28,5% và 34,0%, cao nhất rổ, vì mô hình của chúng là mua nông sản trữ rồi bán. Số ngày tồn kho của PAN và AIG, 118 và 91 ngày, là độ dài vòng vụ mùa. Với nhóm này, tồn kho cao khi giá lên là lợi thế, khi giá xuống là lỗ.
- MML có thanh toán hiện hành dưới một. Hệ số 0,5 nghĩa là tài sản ngắn hạn không phủ hết nợ ngắn hạn, và tiền chỉ còn 598 tỷ. MML là công ty con của MSN với tỷ lệ nhóm kiểm soát 91,18%, nên trên thực tế nguồn vốn của nó phụ thuộc vào tập đoàn mẹ. Đây là lý do kết quả vận hành đang khá lên của MML vẫn chưa đổi được cách định giá.
- Tài sản cố định của MML, VSF và IDP cao nhất rổ. 36,1%, 31,6%, 27,8% tổng tài sản, so với 16,5% ở MCH. Một cấu trúc nặng tài sản như vậy tạo ra đòn cân hoạt động lớn theo cả hai chiều: sản lượng lên thì biên mở rộng nhanh, sản lượng xuống thì chi phí khấu hao không giảm theo.

PHẦN 4 · CỔ TỨC VÀ ĐỊNH GIÁ

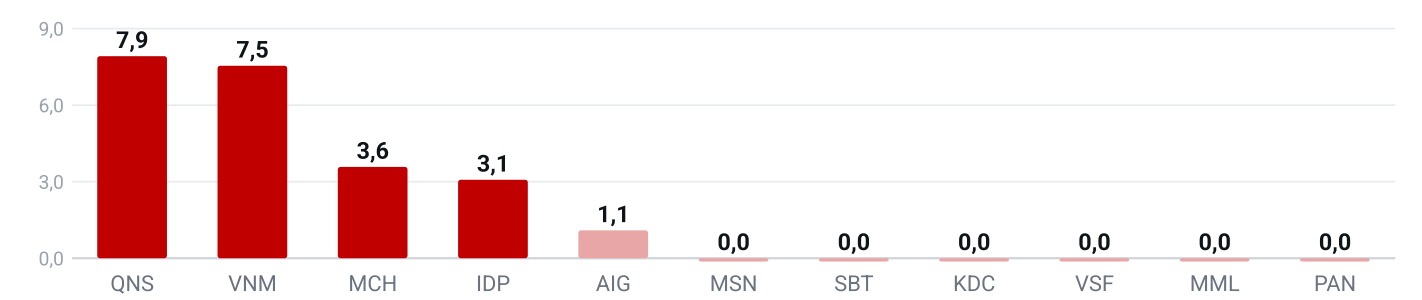
4.1. Chỉ 5 trên 11 mã trả cổ tức tiền niên độ 2025

Thực phẩm vẫn được coi là ngành cổ tức, nhưng ở rổ này điều đó chỉ đúng với một nửa. 6 mã không trả đồng tiền nào cho niên độ 2025: MSN, SBT, KDC, VSF, MML và PAN. Tỷ suất bình quân của cả rổ là 4,3%, nhưng con số bình quân đó bị kéo xuống bởi các mã không trả.

Mã	Doanh nghiệp	DPS	Giá	Tỷ suất	EPS	Chi trả	Tiền trả	Ngày GDKHQ
QNS	Đường Quảng Ngãi	4.000	50.500	7,9%	5.267	76,7%	1.470	13/08/2025 13/01/2026 16/04/2026
VNM	VINAMILK	4.350	57.700	7,5%	5.246	96,6%	9.092	16/10/2025 26/06/2026
MCH	Hàng Tiêu Dùng MaSan	5.000	139.900	3,6%	5.358	98,1%	6.537	07/07/2025 09/01/2026
IDP	Sữa Quốc tế LOF	8.000	260.000	3,1%	9.438	282,5%	494	19/06/2026
AIG	Nguyên liệu Á Châu AIG	500	45.900	1,1%	5.906	10,9%	98	31/07/2026
MSN	Tập đoàn Masan	0	73.600	0,0%	4.830	0,0%	0	–
SBT	Mía đường Thành Thành Công - Biên Hòa	0	21.100	0,0%	901	0,0%	0	–
KDC	Tập đoàn KIDO	0	50.700	0,0%	2.022	0,0%	0	–
VSF	Tổng công ty Lương thực Miền Nam (Vinafood 2)	0	28.800	0,0%	60	0,0%	0	–
MML	Masan MEATLife	0	25.400	0,0%	1.392	0,0%	0	–
PAN	Tập đoàn PAN	0	18.500	0,0%	4.760	0,0%	0	–

DPS, giá và EPS tính bằng đồng trên mỗi cổ phiếu; tiền trả tính bằng tỷ đồng. Giá tại 20/10/2026. Tỷ suất là DPS niên độ 2025 chia giá tại 20/10/2026, theo quy ước công bố, và cùng một định nghĩa ở các bảng 4.2, 5.1, 5.2, 7.1 và 7.2. Cả 5 mã đều đã qua ngày giao dịch không hưởng quyền trước 20/10/2026, nên giá này là giá thuần; cộng lại phần đã tách vào mẫu số thì VNM còn 7,0% và QNS còn 7,3%. Cột EPS là EPS bốn quý gần nhất, dùng cho P/E; cột Chi trả là tiền cổ tức trên lợi nhuận niên độ 2025, nên DPS chia EPS trong bảng sẽ không bằng cột Chi trả. PAN đã trả 3.000 đồng tiền mặt ngày 29/05/2026 và KDC trả 12% ngày 13/01/2026, nhưng hai khoản này thuộc niên độ 2026 và 2024 nên không vào bảng. Cả rổ 10 mã trả 17.691 tỷ đồng trên 21.595 tỷ lợi nhuận niên độ 2025, tức 81,9%.

Tỷ suất cổ tức niên độ 2025, %



HAI MÃ TRẢ CỔ TỨC CAO NHẤT RỔ, NHƯNG VÌ HAI LÝ DO KHÁC NHAU

VNM và QNS cùng có tỷ suất 7,5% và 7,9%, nhưng cấu trúc phía sau không giống nhau. VNM trả 4.350 đồng trên EPS 5.246 đồng, tức chi trả 96,6%, và làm được vậy nhờ 18.050 tỷ tiền ròng cộng dòng tiền hoạt động ổn định. QNS trả 4.000 đồng trên EPS 5.267 đồng, chi trả 76,7%. Lợi nhuận của QNS đến từ hai nguồn: nhãn sữa đậu nành Vinasoy và mảng đường. Phần Vinasoy là nền ổn định, phần đường mang tính chu kỳ giá, và trong sáu tháng đầu 2026 hai phần bù trừ nhau nên lợi nhuận mẹ chỉ tăng 2,1% dù giá đường lên, với chi phí bán hàng và quản lý tăng 50%. Khi lập luận về tính bền của cổ tức, đây là chỗ phân biệt đáng kể nhất giữa hai mã.

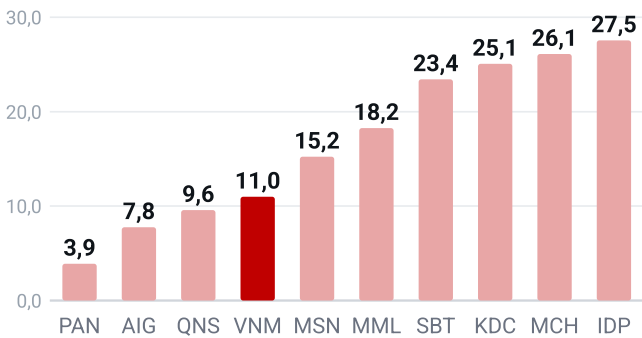
4.2. Định giá dọc theo lịch sử của từng mã, không theo mặt bằng rõ

So P/E giữa các mã trong rõ này không nói lên nhiều, vì mô hình kinh doanh khác nhau quá xa: một công ty nhãn riêng biên 40,3% và một công ty thương mại nông sản biên 14,4% thì không có lý do gì phải giao dịch ở cùng một bội số. Cách đọc có nội dung hơn là so P/E hiện tại với trung vị ba năm của chính từng mã. Theo thước đo đó, 6 trên 10 mã đang rẻ hơn mặt bằng lịch sử của chính nó, và trung vị rõ rẻ hơn 18,9%.

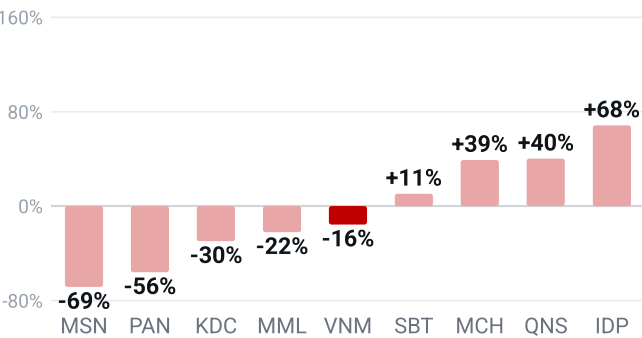
Mã	Giá	P/E	P/E 3N	Lệch	P/B	ROE	Tỷ suất	YTD	Ghi chú đọc số
MCH	139.900	26,1	18,8	+39,2%	9,8	39,4%	3,6%	-21,4%	Đắt hơn lịch sử của chính nó 39,2%
VNM	57.700	11,0	13,1	-15,7%	3,8	34,5%	7,5%	-2,6%	Mẫu số là lợi nhuận bán hàng, không chứa khoản ngoài lãi đáng kể
MSN	73.600	15,2	48,4	-68,5%	2,7	19,5%	0,0%	-4,4%	Trung vị ba năm bị đẩy cao vì nền lợi nhuận quá khứ thấp, mức rẻ hơn là ảo
SBT	21.100	23,4	21,2	+10,5%	1,7	7,5%	0,0%	-10,9%	Mẫu số nở nhờ lỗ ngoài lãi thu hẹp và thuế giảm, bán hàng chỉ thêm 8,5%
QNS	50.500	9,6	6,8	+40,2%	1,7	18,8%	7,9%	+17,1%	Đắt hơn lịch sử của chính nó 40,2%
IDP	260.000	27,5	16,4	+68,5%	5,4	18,9%	3,1%	+23,7%	Đắt hơn lịch sử của chính nó 68,5%
VSF	28.800	480,0	723,6	-33,7%	6,3	1,3%	0,0%	+16,6%	P/E ba chữ số trên nền lợi nhuận gần bằng 0, không dùng được
KDC	50.700	25,1	35,7	-29,7%	2,4	9,0%	0,0%	-0,2%	Mẫu số chứa lãi liên kết, và Nuti KD đã rời phạm vi từ 18/09/2026
AIG	45.900	7,8	—	—	1,4	19,0%	1,1%	+6,6%	Chưa đủ ba năm giao dịch nên không có trung vị để so
MML	25.400	18,2	23,4	-22,1%	1,6	9,5%	0,0%	-28,9%	Mẫu số là lợi nhuận bán hàng, không chứa khoản ngoài lãi đáng kể
PAN	18.500	3,9	8,8	-56,1%	0,9	22,5%	0,0%	-10,5%	Mẫu số chứa khoản một lần; loại ra thì P/E là 5,2 lần

Giá bảng đồng tại 20/10/2026. P/E tính trên lợi nhuận cổ đông mẹ bốn quý gần nhất; P/E 3N là trung vị P/E ba năm của chính mã, tính từ chuỗi giá điều chỉnh. ROE lấy từ dữ liệu TCBS Research. Trung vị rõ: P/E 18,2 lần, P/B 2,4 lần, ROE 18,9%. Hai biểu đồ dưới để VSF ra ngoài vì bội số ba chữ số làm vỡ thang đo, và để AIG ra ngoài biểu đồ bên phải vì AIG chưa có trung vị ba năm.

P/E bốn quý gần nhất, lần



Lệch P/E so với trung vị ba năm, %



BA ĐIỀU CHỈNH CẦN THỰC HIỆN TRƯỚC KHI DÙNG P/E CÔNG BỐ

Thứ nhất, PAN hiện ở 3,9 lần, rẻ nhất rõ, nhưng mẫu số chứa khoảng 447 tỷ đồng lãi chuyển nhượng Bibica trước thuế. Hạ về cơ sở của mẫu số, tức sau thuế suất hiệu dụng 10,1% và sau phần cổ đông thiểu số 25,4%, khoản này còn 300 tỷ; loại ra thì lợi nhuận bốn quý còn 893 tỷ và P/E thành 5,2 lần, vẫn rẻ nhưng không rẻ như con số 3,9 lần mà bảng giá hiển thị. Thứ hai, MSN và PAN đều có trung vị ba năm bị đẩy lên bởi nền lợi nhuận thấp của quá khứ, MSN là 48,4 lần, nên mức rẻ hơn lịch sử 68,5% của MSN là hệ quả của mẫu số năm nay mở rộng, không phải của giá giảm. Thứ ba, VSF ở 480 lần với ROE 1,3% nghĩa là VSF không có đủ lợi nhuận để định giá bằng P/E, và 85,2% phần lợi nhuận hợp nhất ấy còn thuộc về cổ đông thiểu số.

4.3. MSN theo tổng các phần: thị trường đang trả giá âm cho phần còn lại

MSN không định giá được bằng P/E vì nó là công ty mẹ của bốn tài sản có giá thị trường. Cách đúng là cộng giá trị thị trường của từng phần sở hữu rồi so với vốn hoá. Phần thứ tư là MSR, công ty vonfram, đăng ký giao dịch trên UPCoM nên có giá khớp hàng phiên và không được để trống: riêng phần MSN nằm tại MSR đã là 66.438 tỷ đồng, bằng 61,8% vốn hoá của chính MSN. Tổng bốn phần là 186.164 tỷ, bằng 173,2% vốn hoá MSN 107.485 tỷ. Nghĩa là thị trường đang gán cho toàn bộ phần còn lại một giá trị âm.

Phần sở hữu	Tỷ lệ	Giá trị	% vốn hoá MSN	Cơ sở tính
MCH · Masan Consumer	41,62%	76.129	70,8%	Vốn hoá MCH 182.905 tỷ tại 20/10/2026 nhân tỷ lệ sở hữu
MML · Masan MEATLife	91,18%	7.992	7,4%	Vốn hoá MML 8.766 tỷ tại 20/10/2026 nhân tỷ lệ sở hữu
TCB · Ngân hàng Techcombank	14,80%	35.605	33,1%	7.086,2 triệu cổ phiếu nhân giá 33.950 đồng, tức vốn hoá 240.576 tỷ, nhân tỷ lệ sở hữu
MSR · Masan High-Tech Materials	92,36%	66.438	61,8%	1.105 triệu cổ phiếu nhân giá 65.100 đồng trên UPCoM tại 20/10/2026, tức vốn hoá 71.936 tỷ, nhân tỷ lệ sở hữu
Tổng bốn phần có giá thị trường	–	186.164	173,2%	Vốn hoá MSN 107.485 tỷ, nên giá trị vốn chủ ngầm định của phần còn lại là -78.679 tỷ đồng

Đơn vị tỷ đồng. Tỷ lệ sở hữu MCH là 41,622% qua Masan Consumer Holdings; tỷ lệ MML 91,18% là tỷ lệ nhóm kiểm soát qua Masan Agri và Wineco; tỷ lệ MSR 92,36% là 92,45% Tầm Nhìn Masan giữ tại MSR nhân 99,9% MSN giữ tại Tầm Nhìn Masan. Hai con số âm ở đây không cùng một thước đo. Âm 78.679 tỷ là giá trị vốn chủ ngầm định của phần còn lại, vì vốn hoá là giá trị vốn chủ. Cộng lại nợ ròng 40.059 tỷ của phần tập đoàn ngoài bốn mã này thì ra âm 38.620 tỷ, là giá trị doanh nghiệp ngầm định của WinCommerce, Phúc Long và các khoản khác. Đọc hai con số đó có hai điều kiện. Float của MSR chỉ 7,2% và giá MSR đã tăng 162,8% trong mười hai tháng, nên giá UPCoM là giá của một phần vốn mỏng. Tỷ lệ nhìn xuyên 41,6% tới MCH lấy từ chuỗi sở hữu đã công bố, chưa đối chiếu với thuyết minh công ty con trên báo cáo hợp nhất bán niên 2026. Đây là phép tham chiếu chứ không phải giá mục tiêu. Công bố quan hệ liên quan: Techcombank là công ty mẹ của TCBS và MSN là cổ đông lớn của Techcombank, nên phần TCB ở bảng trên được tính đúng theo quy tắc chung của báo cáo, không có điều chỉnh riêng.

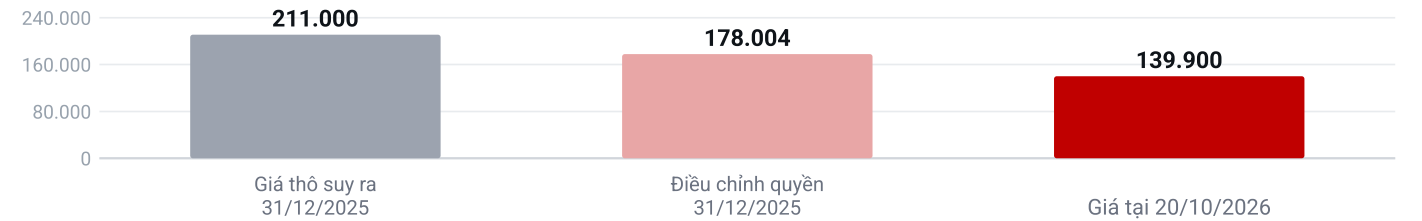
4.4. Giá MCH sau điều chỉnh quyền: mức giảm thật thấp hơn mức giảm trên biểu đồ

MCH chuyển sàn sang HOSE ngày 25/12/2025 với giá tham chiếu 212.800 đồng, rồi trong năm 2026 có các sự kiện quyền làm chuỗi giá thô và chuỗi giá điều chỉnh tách xa nhau. Mốc đầu năm của báo cáo là phiên 31/12/2025, giá đã điều chỉnh 178.004 đồng, đúng mốc mà cột biến động từ đầu năm ở bảng 4.2, 5.1 và 7.1 đang dùng.

Cách đo	Mức	Vì sao khác nhau và hệ quả khi đọc
Giá thô, từ 31/12/2025	-33,8%	Báo cáo không quan sát được giá thô phiên 31/12/2025 mà suy ra từ hệ số ở dòng dưới, quãng 211.000 đồng, nên đây là mức suy ra chứ không phải giá công bố. Nó cộng phần giảm vì sự kiện quyền vào phần giảm vì thị trường
Giá điều chỉnh quyền, từ 31/12/2025	-21,4%	Đây là con số dùng trong cột biến động từ đầu năm của báo cáo này, và là mức lỗ thật của người giữ cổ phiếu MCH. Khoảng cách 12,4 điểm giữa hai con số là phần bị đếm hai lần
Hệ số điều chỉnh đòn	1,1875	Đo trực tiếp trên dữ liệu: giá tham chiếu HOSE 25/12/2025 chia giá đóng cửa đã điều chỉnh của đúng phiên đó. Thành phần của hệ số thì chưa dựng lại được từ công bố thông tin, nên báo cáo không nêu

Nguồn: chuỗi giá đã điều chỉnh quyền và công bố thông tin chuyển sàn của MCH, TCBS Research. Báo cáo nêu mục này vì trong rõ chỉ MCH có sự kiện quyền lớn trong năm, nên chỉ MCH có khoảng cách thô và điều chỉnh đủ lớn để làm đổi kết luận.

Ba mức giá MCH cần phân biệt khi đọc mức giảm từ đầu năm, đồng



PHẦN 5 · SÀNG LỌC TOÀN NGÀNH

5.1. Toàn bộ 48 mã có giá, để thấy mặt bằng ngành thay vì mặt bằng nhóm dẫn đầu

Phần 2 đến Phần 4 nói về rổ 11 mã chiếm 95,0% vốn hoá rỗng ngành. Phần này đi ngược lại: liệt kê toàn bộ 48 mã trên tổng 51 mã của ngành có chuỗi giá giao dịch, không lọc theo quy mô, để người đọc thấy mặt bằng định giá và cổ tức của cả ngành. Kết quả khác biệt rõ: trung vị P/E toàn ngành 11,5 lần so với 18,2 lần ở rổ 11 mã, còn trung vị ROE 11,9% so với 18,9%. Phần đuôi của ngành rẻ hơn và sinh lời kém hơn, nên mức rẻ đó là giá của mức sinh lời kém.

- **Ô trống là chỉ số không đọc được, không phải giá trị bằng 0.** 9 mã không có P/E dùng được, 6 mã không có ROE. VSF có P/E ba chữ số trên nền lợi nhuận gần bằng 0; AGM và HKB có vốn chủ sở hữu âm nên P/B và ROE của hai mã này không mang nghĩa nào. 4 mã lỗ trong kỳ gần nhất: AGM, CAN, HAF, HKB.
- **Dấu • cạnh tên nghĩa là mã đang trong diện giám sát của sở giao dịch.** Có 6 mã như vậy và mục 5.3 nêu từng lý do. Với nhóm này, bội số thấp là hệ quả của việc cổ phiếu bị hạn chế giao dịch.

Mã	Doanh nghiệp	Sàn	Vốn hoá	P/E	P/B	ROE	Tỷ suất	YTD
<u>MCH</u>	Hàng Tiêu Dùng MaSan	HOSE	182.905	26,1	9,8	39,4%	3,6%	-21,4%
<u>VNM</u>	VINAMILK	HOSE	120.593	11,0	3,8	34,5%	7,5%	-2,6%
<u>MSN</u>	Tập đoàn Masan	HOSE	107.485	15,2	2,7	19,5%	0,0%	-4,4%
<u>SBT</u>	Mía đường Thành Thành Công - Biên Hòa	HOSE	19.720	23,4	1,7	7,5%	0,0%	-10,9%
<u>QNS</u>	Đường Quảng Ngãi	UPCOM	18.564	9,6	1,7	18,8%	7,9%	17,1%
<u>IDP</u>	Sữa Quốc tế LOF	UPCOM	16.068	27,5	5,4	18,9%	3,1%	23,7%
<u>VSF</u>	Tổng công ty Lương thực Miền Nam (Vinafood 2)	UPCOM	14.400	480,0	6,3	1,3%	0,0%	16,6%
<u>KDC</u>	Tập đoàn KIDO	HOSE	14.008	25,1	2,4	9,0%	0,0%	-0,2%
<u>AIG</u>	Nguyên liệu Á Châu AIG	UPCOM	9.006	7,8	1,4	19,0%	1,1%	6,6%
<u>MML</u>	Masan MEATLife	UPCOM	8.766	18,2	1,6	9,5%	0,0%	-28,9%
<u>PAN</u>	Tập đoàn PAN	HOSE	4.638	3,9	0,9	22,5%	0,0%	-10,5%
<u>CMF</u>	Thực phẩm Cholimex	UPCOM	3.151	10,2	2,1	22,7%	1,3%	5,8%
<u>MCM</u>	Giống bò sữa Mộc Châu	HOSE	2.761	10,6	1,2	11,3%	8,0%	-1,3%
<u>CMM</u>	Camimex	UPCOM	1.664	46,7	1,4	3,1%	0,0%	-27,4%
<u>APF</u>	Nông sản Quảng Ngãi	UPCOM	1.555	6,5	1,3	19,8%	5,3%	24,7%
<u>BCF</u>	Thực phẩm Bích Chi	HNX	1.490	15,6	3,2	20,7%	5,1%	-2,8%
<u>SLS</u>	Mía đường Sơn La	HNX	1.454	7,6	0,8	11,0%	0,0%	-8,3%
<u>OCH</u>	Khách sạn và Dịch vụ OCH (kem Thủy Tạ, bánh Givral) •	HNX	1.400	13,0	0,9	6,9%	0,0%	14,8%
<u>HHC</u>	Bánh kẹo Hải Hà	HNX	1.243	22,7	1,8	8,4%	0,0%	-49,4%
<u>VSN</u>	Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản (Vissan)	UPCOM	1.173	13,7	0,9	6,9%	1,4%	-4,3%
<u>CLX</u>	Xuất nhập khẩu và Đầu tư Chợ Lớn (Cholimex)	UPCOM	1.134	5,1	0,6	11,8%	5,7%	-11,4%
<u>SGC</u>	Bánh phồng tôm Sa Giang	HNX	746	5,7	1,4	28,3%	1,0%	29,2%
<u>GCF</u>	Thực phẩm G.C	UPCOM	739	26,7	1,1	5,1%	0,0%	-49,0%
<u>LSS</u>	Mía đường Lam Sơn	HOSE	702	13,3	0,4	3,0%	0,0%	-9,3%

Vốn hoá tính bằng tỷ đồng tại 20/10/2026. P/E và P/B tính trên lợi nhuận và giá trị sổ sách bốn quý gần nhất theo dữ liệu TCBS Research; ô trống nghĩa là chỉ số không đọc được. Tỷ suất là cổ tức tiền niên độ 2025 trên giá hiện tại. YTD tính trên chuỗi giá đã điều chỉnh quyền. Bảng sắp theo vốn hoá giảm dần và tiếp tục ở trang sau. Ba mã BLT, C22, HCO nằm trong vũ trụ 51 mã nhưng để ngoài bảng vì không trả về chuỗi giá. Mã gạch chân dẫn sang báo cáo 1-Click của mã đó.

5.2. Phần đuôi của ngành, từ vốn hoá nghìn tỷ xuống dưới trăm tỷ

Mã	Doanh nghiệp	Sàn	Vốn hoá	P/E	P/B	ROE	Tỷ suất	YTD
SAF	Thực phẩm Safoco	HNX	678	14,0	4,3	31,0%	5,3%	14,6%
TFC	Trang Corporation	HNX	630	4,5	1,1	27,8%	5,9%	-23,6%
HNF	Bánh kẹo Hữu Nghị	UPCOM	606	6,0	0,9	15,2%	14,9%	-36,9%
NCS	Suất ăn Hàng không Nội Bài	UPCOM	557	7,7	2,5	33,4%	10,6%	-12,8%
ANT	Rau quả Thực phẩm An Giang (Antesco)	HOSE	547	3,8	1,2	33,2%	2,2%	-46,1%
KTC	Thương mại Kiên Giang	UPCOM	438	8,4	1,0	12,0%	0,0%	20,0%
HNM	HANOIMILK	UPCOM	355	22,3	0,7	3,3%	0,0%	0,0%
HSL	Công nghệ Sinh học Helios	HOSE	294	95,2	0,7	0,7%	0,0%	9,0%
LAF	Chế biến Hàng xuất khẩu Long An	HOSE	258	7,2	1,1	15,0%	8,8%	-3,2%
HAF	Thực phẩm Hà Nội (Hafoco) ●	UPCOM	257	—	10,7	-79,0%	0,0%	-34,2%
TT6	Tập đoàn Tiến Thịnh	UPCOM	237	11,5	0,9	8,4%	0,0%	70,1%
CMN	Colusa - Miliket	UPCOM	223	—	—	—	0,0%	-36,4%
FCS	Lương thực TP Hồ Chí Minh (Foodcosa)	UPCOM	195	17,2	3,0	18,8%	0,0%	8,2%
SEP	Thương mại Quảng Trị	UPCOM	151	—	—	—	2,8%	-5,1%
CBS	Mía đường Cao Bằng	UPCOM	116	—	—	—	0,0%	-23,0%
CAN	Đồ hộp Hạ Long ●	HNX	113	—	0,9	-12,6%	0,0%	-28,0%
KTS	Đường Kon Tum	HNX	101	18,0	0,4	2,2%	0,0%	-44,5%
MCF	Cơ khí và Lương thực Thực phẩm (Mecofood)	HNX	78	4,8	0,6	13,5%	9,0%	6,0%
BMV	Bột mỳ Vinafood 1	UPCOM	77	11,7	0,3	2,6%	0,0%	-38,1%
BNA	Tập đoàn Đầu tư Bảo Ngọc ●	HNX	56	0,9	0,1	12,0%	0,0%	-75,3%
VHF	Chế biến lương thực Vĩnh Hà	UPCOM	39	4,3	0,2	3,9%	16,1%	-89,2%
AGM	Xuất nhập khẩu An Giang (Angimex) ●	UPCOM	38	—	—	24,8%	0,0%	-8,7%
HKB	Thực phẩm Hà Nội - Kinh Bắc ●	UPCOM	21	—	—	-205,6%	0,0%	-33,3%
PRO	Procimex Việt Nam	UPCOM	20	—	—	—	0,0%	-39,8%

Tiếp theo bảng trang trước. 38 mã ngoài mười mã lớn nhất cộng lại chỉ 27.161 tỷ đồng vốn hoá ròng, bằng 6,0% vốn hoá ròng của ngành.

Nhóm vốn hoá	Số mã	Vốn hoá	% gộp	Đặc điểm chung của nhóm
Từ 10.000 tỷ trở lên	8	493.744	91,2%	Nơi gần như toàn bộ vốn hoá ngành nằm, và là nơi duy nhất đủ thanh khoản để tổ chức vào ra được
Từ 1.000 đến dưới 10.000 tỷ	13	39.436	7,3%	Có doanh nghiệp tốt nhưng cổ đông quá đặc nên giá ít phản ánh giá trị, ví dụ MCM, CMF và VSN
Từ 200 đến dưới 1.000 tỷ	15	7.266	1,3%	Phần lớn là doanh nghiệp một nhà máy, lợi nhuận biến động theo vụ mùa và theo một hợp đồng lớn
Dưới 200 tỷ	12	1.004	0,2%	Một lệnh vài trăm triệu đồng đã làm đổi giá, nên bội số của nhóm này không phải tín hiệu định giá

TRUNG VỊ P/E THẤP CỦA PHẦN ĐUÔI LÀ HỆ QUẢ CỦA MỨC SINH LỜI THẤP

Trung vị P/E toàn ngành 11,5 lần thoát nhìn là mức rẻ, nhưng con số đó do nhóm có trung vị ROE 11,9% và biên lợi nhuận 5,6% tạo ra. Khi sinh lời trên vốn chủ chỉ xấp xỉ chi phí vốn chủ, một đồng vốn chủ chỉ đáng quanh một đồng, tức P/B hợp lý khoảng 1 lần. P/B 1 lần trên ROE 11,9% tương đương P/E khoảng 8,4 lần, thấp hơn chính trung vị 11,5 lần mà bảng đang in. 16 mã giao dịch dưới giá trị sổ sách, phần lớn vì tài sản trên sổ chưa sinh ra dòng tiền.

5.3. Các mã trong diện giám sát: 6 mã và lý do từng mã

Mã	Doanh nghiệp	Diện	Từ ngày	Lý do theo quyết định của sở
OCH	Khách sạn và Dịch vụ OCH (kem Thủy Tạ, bánh Givral)	Cảnh báo	02/04/2025	Lỗi lũy kế tại báo cáo kiểm toán 2024
HAF	Thực phẩm Hà Nội (Hafoco)	Cảnh báo	01/04/2026	Ý kiến kiểm toán ngoại trừ từ ba năm liên tiếp trở lên
CAN	Đồ hộp Hạ Long	Kiểm soát	11/05/2026	Chậm nộp báo cáo tài chính kiểm toán 2025 quá 30 ngày
BNA	Tập đoàn Đầu tư Bảo Ngọc	Hạn chế giao dịch và cảnh báo	20/05/2026	Chậm nộp báo cáo tài chính kiểm toán 2025 quá 45 ngày, và chưa họp đại hội đồng cổ đông quá sáu tháng
AGM	Xuất nhập khẩu An Giang (Angimex)	Hạn chế giao dịch	–	Vốn chủ sở hữu âm 340,2 tỷ đồng tại báo cáo kiểm toán 2025
HKB	Thực phẩm Hà Nội - Kinh Bắc	Hạn chế giao dịch	01/04/2026	Kiểm toán từ chối đưa ra ý kiến với báo cáo tài chính 2025

Nguồn: quyết định của HOSE, HNX và thông báo trạng thái UPCOM. HKB, AGM và BNA đang ở diện hạn chế giao dịch nên thanh khoản của ba mã này không so sánh được với phần còn lại. Riêng VHF ở trạng thái Giao dịch đặc biệt nhưng không thuộc hạng mục giám sát tiêu chuẩn, nên báo cáo không xếp mã này vào bảng trên.

5.4. Thanh khoản: 11 mã khớp dưới 1.000 cổ phiếu một phiên

Mọi bội số trong Phần 5 chỉ có nghĩa nếu cổ phiếu khớp lệnh thật. Do bằng khối lượng bình quân 20 phiên gần nhất tính tới 20/10/2026, có 11 mã khớp dưới 1.000 cổ phiếu mỗi phiên, trong đó một mã nằm ngay trong rổ phân tích sâu.

Mã	Doanh nghiệp	Sàn	KL bình quân	GTGD	Vốn hoá	Hệ quả khi đọc số
VHF	Chế biến lương thực Vĩnh Hà	UPCOM	0 cp	0,00 tỷ	39	Không khớp lệnh trong cả cửa sổ đo, nên mọi chỉ số định giá của mã này là số trên giấy
BMV	Bột mỳ Vinafood 1	UPCOM	85 cp	0,00 tỷ	77	Thanh khoản không đủ cho một quyết định đầu tư có kích thước
HAF	Thực phẩm Hà Nội (Hafoco)	UPCOM	110 cp	0,00 tỷ	257	Đang trong diện giám sát, và thanh khoản mỏng là hệ quả của việc đó
CAN	Đồ hộp Hạ Long	HNX	110 cp	0,00 tỷ	113	Đang trong diện giám sát, và thanh khoản mỏng là hệ quả của việc đó
KTC	Thương mại Kiên Giang	UPCOM	300 cp	0,00 tỷ	438	Thanh khoản không đủ cho một quyết định đầu tư có kích thước
TFC	Trang Corporation	HNX	329 cp	0,01 tỷ	630	Thanh khoản không đủ cho một quyết định đầu tư có kích thước
CMF	Thực phẩm Cholimex	UPCOM	455 cp	0,16 tỷ	3.151	Cổ đông đặc, giá không phản ánh giá trị doanh nghiệp
IDP	Sữa Quốc tế LOF	UPCOM	660 cp	0,18 tỷ	16.068	Nằm trong rổ 11 mã. Biến động giá của IDP phần lớn là hệ quả của việc thiếu người mua, hơn là của kết quả kinh doanh
BCF	Thực phẩm Bích Chi	HNX	713 cp	0,03 tỷ	1.490	Cổ đông đặc, giá không phản ánh giá trị doanh nghiệp
FCS	Lương thực TP Hồ Chí Minh (Foodcosa)	UPCOM	720 cp	0,00 tỷ	195	Thanh khoản không đủ cho một quyết định đầu tư có kích thước
SGC	Bánh phồng tôm Sa Giang	HNX	975 cp	0,10 tỷ	746	Thanh khoản không đủ cho một quyết định đầu tư có kích thước

Khối lượng và giá trị giao dịch tự tính từ chuỗi giá và khối lượng từng phiên, bình quân 20 phiên tính tới phiên chốt 20/10/2026; giá trị bằng tổng giá đóng cửa nhân khối lượng chia số phiên, không phải tích của hai số bình quân. Ba mã thanh khoản lớn nhất ngành là MSN, VNM, MCH với 392 rồi 110 rồi 77 tỷ đồng một phiên.

PHẦN 6 · RỦI RO VÀ LỊCH THEO DÕI

6.1. Danh mục 7 rủi ro, kèm dấu hiệu nhận ra sớm cho từng rủi ro

Rủi ro	Chịu ảnh hưởng	Cơ chế truyền dẫn	Dấu hiệu nhận ra sớm
Giá đường đảo chiều	SBT, QNS và nhóm mía đường nhỏ	Bốn nguyên nhân đẩy giá đường lên trên 20 cent đều là yếu tố vụ mùa, nên một vụ Brazil và Ấn Độ bình thường là đủ để giá về vùng cũ. Với SBT, nợ vay 16.863 tỷ và lợi nhuận hoạt động lõi chỉ phủ 0,7 lần lãi vay làm cú sốc giá truyền vào khả năng trả lãi	Giá đường thô ICE và giá đường trong nước theo tuần; biên gộp quý của SBT và QNS; lượng tồn kho đường cuối quý so với cùng kỳ
Thuế tiêu thụ đặc biệt 8% từ 01/01/2027	MCH, QNS ở phần nước giải khát	Doanh nghiệp phải chọn: chuyển thuế vào giá bán và mất sản lượng, hoặc giữ giá và mất biên. Thuế lên tiếp 10% sau một năm nên áp lực chia hai đợt. Lộ trình đã ghi trong luật nên đây là biến số đo được	Thông báo đổi giá bán lẻ trong quý bốn 2026; tỷ trọng doanh thu nước giải khát trong thuyết minh bộ phận; động thái đổi công thức để hạ hàm lượng đường xuống dưới ngưỡng 5 g trên 100 ml
Thuế giá trị gia tăng về 10% từ 01/01/2027	Toàn ngành, nặng nhất ở nhóm bán hàng cho người tiêu dùng cuối	Nghị quyết 204/2025/QH15 hết hiệu lực đúng ngày thuế tiêu thụ đặc biệt bắt đầu. Phần thuế cộng thêm, từ 8% lên 10%, nằm trên giá bán lẻ nên không hiện trên biên gộp mà hiện trên sức mua. Đây là phần dễ bị bỏ sót nhất khi dự phóng 2027	Có hay không nghị quyết mới gia hạn, thường bàn trong kỳ họp Quốc hội cuối năm; tốc độ bán lẻ hàng hoá chín tháng, hiện 12,8% so với cùng kỳ
Khoản lợi nhuận một lần không lặp lại	PAN, KDC	Mẫu số P/E của các mã này chứa phần không đến từ bán hàng. Sang năm, nếu khoản đó không lặp lại thì P/E tự giãn ra dù giá không đổi. Riêng KDC còn mất thêm lãi liên kết Nuti KD từ 18/09/2026, trong khi lợi nhuận lõi nửa đầu 2026 chỉ 42,3 tỷ đồng, biên 1,0%	Dòng doanh thu hoạt động tài chính và lãi công ty liên kết trong báo cáo quý ba và quý bốn; so lợi nhuận hoạt động với lợi nhuận trước thuế thay vì độc riêng lợi nhuận mẹ
Giá vonfram quay về nền cũ	MSN, và qua đó cả cách thị trường định giá tập đoàn	Giá APT bình quân nửa đầu năm 2.528 USD mỗi MTU, gấp 4,9 lần bình quân 2025. Đây là lợi nhuận hoạt động theo chu kỳ giá hàng hoá, co lại cùng giá thay vì mất hẳn một lần: bảng 2.1 xếp phần ngoài lõi của MSN ở -0,1%. Phần lớn mức tăng giá đến từ việc Trung Quốc siết xuất khẩu, một quyết định hành chính có thể đảo lại. Nếu giá về nền cũ thì 76,3% mức tăng lợi nhuận của MSN biến mất	Giá APT theo tháng; quota xuất khẩu Trung Quốc công bố theo kỳ; doanh thu bộ phận khoáng sản trong thuyết minh quý của MSN
Khả năng trả nợ của nhóm đòn cân cao	MSN, SBT, MML, VSF, KDC	Nhóm này phủ chi phí lãi vay dưới 3 lần. Trong ngành biến mỏng như thực phẩm, một quý doanh thu kém là đủ để tỷ lệ này xuống quanh một. MML còn có thanh toán hiện hành 0,5, tức phụ thuộc vốn công ty mẹ	Số lần phủ lãi vay theo quý; nợ vay ngắn hạn đến hạn trong mười hai tháng; động thái phát hành trái phiếu hoặc vay mới
Thanh khoản của chính cổ phiếu	11 mã khớp dưới 1.000 cổ phiếu một phiên, gồm IDP trong rổ	Thanh khoản mỏng làm giá lệch khỏi giá trị theo cả hai chiều và làm mọi bội số mất nghĩa. Với IDP, mức giảm giá trong năm phần lớn là hệ quả của việc cổ đông đặc tới 78,5% và chỉ còn 21,5% cổ phiếu tự do, không phải của kết quả kinh doanh	Khối lượng khớp lệnh bình quân hai mươi phiên; tỷ lệ cổ phiếu tự do sau mỗi đợt thay đổi cổ đông lớn

Số lần lợi nhuận hoạt động lõi phủ chi phí lãi vay, nhóm 6 mã nợ rỗng, lần



6.2. Lịch theo dõi từ 20/10/2026 tới hết quý một 2027

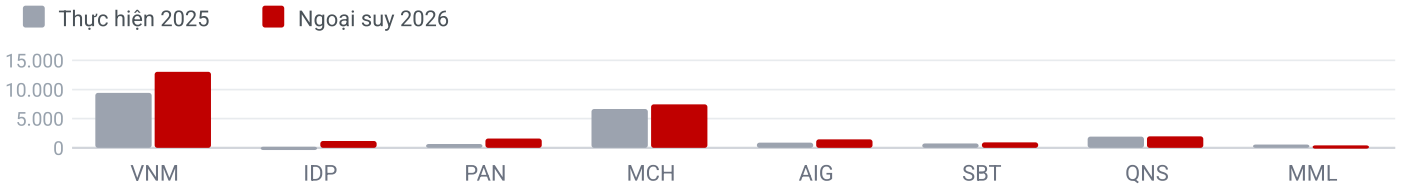
Mốc	Việc cần đọc	Vì sao mốc này quan trọng
Nửa cuối tháng 10 tới đầu tháng 11/2026	Báo cáo quý ba của cả rổ 11 mã	Quý đầu tiên kiểm được hai luận điểm chính: biên gộp khối nhãn riêng có giữ được mức 40,6% khi giá đường đã lên, và PAN có lập lại được quý hai 182,1 tỷ bằng kinh doanh thật
Quý ba và quý bốn 2026	Khoản lãi thoái vốn đợt hai của KDC	Nuti KD rời phạm vi liên kết ngày 18/09/2026, KDC còn giữ 14,7%. Quy mô khoản lãi chưa có báo cáo nên chưa đưa vào bất kỳ con số nào trong báo cáo này
Kỳ họp Quốc hội cuối 2026	Có hay không nghị quyết gia hạn thuế giá trị gia tăng 8%	Không gia hạn thì thuế giá trị gia tăng quay từ 8% về 10% trên giá bán lẻ từ 01/01/2027, đúng ngày thuế tiêu thụ đặc biệt bắt đầu
01/01/2027	Thuế tiêu thụ đặc biệt 8% với nước giải khát có đường	Đọc kèm thông báo đổi giá bán lẻ và động thái đổi công thức. Cách xử lý đợt đầu cho biết họ xử lý đợt 10% năm sau thế nào
Tháng 01 tới tháng 02/2027	Kết quả niên độ 2026 và kế hoạch 2027	Mốc kiểm mục 6.3: tổng 28.017 tỷ, tăng 33,1%, và trên 6 mã đối chiếu được thì đồng thuận thấp hơn cách dựng này 7,2%
Trong năm tài chính 2026–2027 của SBT	Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận niên độ mới	Niên độ SBT kết thúc 30/06 nên sáu tháng của SBT không trùng sáu tháng của mười mã còn lại. Kế hoạch 2026-2027: doanh thu 28.000 tỷ và lợi nhuận trước thuế 956 tỷ, tăng 4,7% và 4,9%

Con số 2026 của mục 6.3 là một phép ngoại suy máy móc, không phải dự phóng theo mô hình; cách dựng và chỗ nó không dùng được nằm ở ghi chú cuối mục đó. AIG có chuỗi báo cáo từ 2024 nên chưa có trung vị P/E ba năm, và CBS, CMN, PRO và SEP chưa đủ chuỗi để tính bội số.

6.3. Ngoại suy 2026 từ nửa đầu năm, và chỗ phép ngoại suy này không dùng được

8 mã trong rổ ngoại suy được lợi nhuận 2026, tổng 28.017 tỷ đồng so với 21.045 tỷ thực hiện niên độ 2025. Mức tăng 33,1% không phân bổ đều: riêng VNM đóng 51,8% phần tăng thêm, và MML là mã duy nhất được dự phóng lãi ít hơn 2025. Phép tính chỉ phóng nửa đầu năm lên cả năm nên nó kế thừa đúng những chỗ méo của nửa đầu năm, và cột lưu ý của bảng đánh dấu từng chỗ. 12.595 tỷ của MSN để ngoài tổng vì đã chứa cả MCH và MML, và con số đó ngầm định nửa cuối 2026 lãi 8.224 tỷ, gấp 3,1 lần nửa cuối 2025, tức giả định giá APT giữ mặt bằng nửa đầu năm.

Lợi nhuận sau thuế niên độ 2025 và mức ngoại suy 2026, tỷ đồng



Mã	Thực hiện 2025	Ngoại suy 2026	Hệ số mùa vụ	Đồng thuận thị trường	Lệch	Góp vào mức tăng	Lưu ý
VNM	9.410	13.025	2,33 lần	11.200	-14,0%	3.615	
IDP	175	1.181	2,46 lần	—	—	1.006	Nền bất thường
PAN	673	1.573	2,72 lần	1.105	-29,7%	900	Đã bóc một lần
MCH	6.667	7.439	2,29 lần	7.480	+0,6%	772	
AIG	902	1.472	2,22 lần	—	—	570	
SBT	739	940	1,96 lần	967	+2,9%	201	
QNS	1.916	1.956	2,04 lần	1.956	+0,0%	40	
MML	563	434	1,57 lần	822	+89,6%	-129	Nền bất thường

Đơn vị tỷ đồng. Cách dựng: lấy lợi nhuận cổ đông mẹ nửa đầu 2026, bóc khoản một lần ra, nhân hệ số mùa vụ riêng của từng mã, rồi cộng khoản một lần trở lại. Tức giả định nửa cuối năm giữ nguyên mức tăng so với cùng kỳ của nửa đầu, không giả định gì về giá đầu vào, thuế hay sản lượng. Hệ số đo trên chính phân bổ niên độ 2025 của mã nên chỉ đáng tin khi đó là một năm bình thường. Nửa đầu năm của PAN chứa 447,0 tỷ lãi chuyển nhượng Bibica ghi tháng 03/2026, còn 300,0 tỷ sau thuế và sau cổ đông thiểu số, nên phép tính bóc khoản đó ra trước khi nhân rồi cộng lại một lần: 1.573 tỷ thay vì 2.090 tỷ. Nền 2025 của IDP chỉ 175 tỷ, thấp hơn riêng nửa đầu 2026 là 479 tỷ, nên mức 1.181 tỷ là phép thử giả định hơn là kỳ vọng, và bốn quý gần nhất mới 583 tỷ. Nửa đầu 2025 của MML có 199 tỷ lãi ngoài kinh doanh, đẩy nền lên và kéo hệ số xuống 1,57 lần, nên mức 434 tỷ có phần thấp hơn thực tế. Cột lệch để trống ở IDP và AIG vì nguồn chưa có dự phóng 2026, nên hai mã đó không có cách kiểm độc lập. Nguồn: phép ngoại suy của báo cáo và đồng thuận từ dữ liệu TCBS Research.

PHẦN 7 · SỐ LIỆU VÀ NHẬN ĐỊNH TỪNG DOANH NGHIỆP

7.1. Toàn bộ số liệu rở 11 mã trên một trang

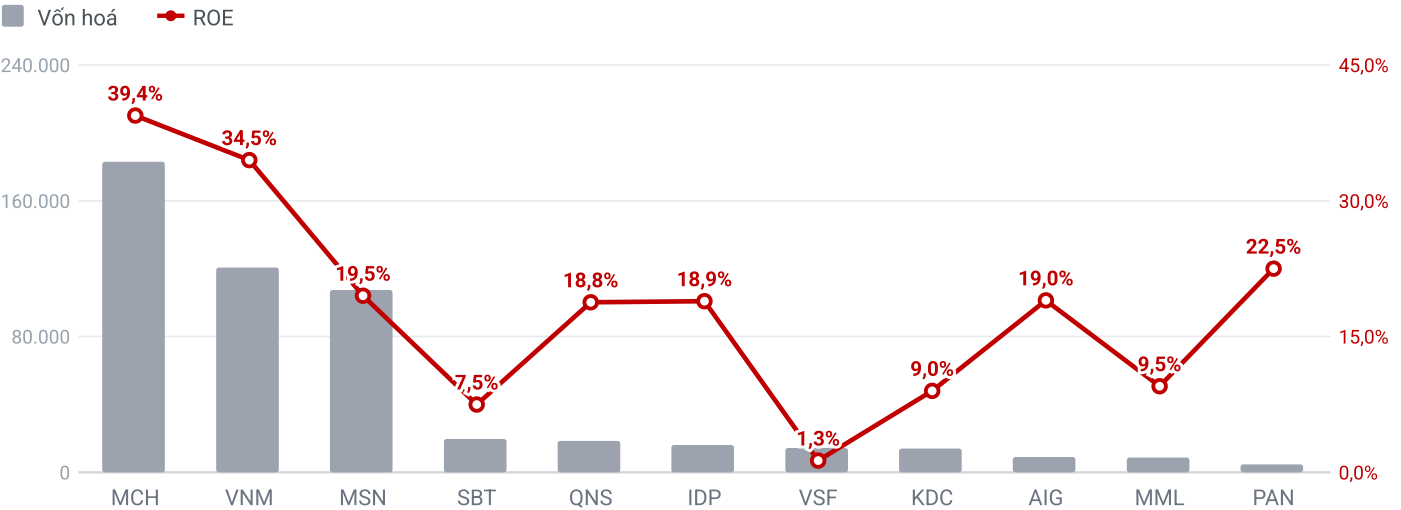
Mã	Vốn hoá	DT 6T	LNST mẹ	Biên gộp	ROE	P/E	P/B	Tiền rông	Nợ/VCSH	Tỷ suất	Cô đặc	NN	YTD
MCH	182.905	15.637	3.249	45,7%	39,4%	26,1	9,8	942	0,46	3,6%	69,4%	16,0%	-21,4%
VNM	120.593	34.996	5.596	43,1%	34,5%	11,0	3,8	18.050	0,24	7,5%	58,3%	49,7%	-2,6%
MSN	107.485	52.138	4.371	32,3%	19,5%	15,2	2,7	-51.512	1,39	0,0%	—	24,3%	-4,4%
SBT	19.720	14.627	480	11,3%	7,5%	23,4	1,7	-7.794	1,35	0,0%	51,4%	23,7%	-10,9%
QNS	18.564	6.052	957	34,0%	18,8%	9,6	1,7	5.180	0,36	7,9%	31,9%	9,3%	+17,1%
IDP	16.068	3.978	479	39,9%	18,9%	27,5	5,4	-385	0,99	3,1%	78,5%	13,3%	+23,7%
VSF	14.400	8.282	4	9,4%	1,3%	480,0	6,3	-2.184	1,24	0,0%	76,4%	0,0%	+16,6%
KDC	14.008	4.346	66	20,1%	9,0%	25,1	2,4	-665	0,61	0,0%	34,2%	13,1%	-0,2%
AIG	9.006	8.220	664	19,5%	19,0%	7,8	1,4	992	0,24	1,1%	75,9%	45,1%	+6,6%
MML	8.766	5.162	277	28,8%	9,5%	18,2	1,6	-3.446	0,73	0,0%	91,2%	1,3%	-28,9%
PAN	4.638	7.380	767	20,5%	22,5%	3,9	0,9	1.897	0,46	0,0%	29,2%	20,8%	-10,5%

Đơn vị tỷ đồng, trừ các cột phần trăm và hai cột bội số. Cô đặc là tỷ lệ sở hữu của nhóm cổ đông lớn; MSN để trống vì cấu trúc sở hữu của MSN không có một nhóm cổ đông lớn gộp được. NN là tỷ lệ sở hữu nước ngoài. Số liệu tài chính tại 30/06/2026, giá và vốn hoá tại 20/10/2026. Mã gạch chân dẫn sang báo cáo 1-Click của mã đó.

Chỉ tiêu toàn rở	Giá trị	Chỉ tiêu toàn rở	Giá trị
Doanh thu sáu tháng	108.680 tỷ	Trung vị P/E rở	18,2 lần
LNST cổ đông mẹ sáu tháng	12.539 tỷ	Trung vị P/B rở	2,4 lần
Biên gộp sáu tháng	31,1%	Trung vị ROE rở	18,9%
Biên rông sáu tháng	11,5%	Tỷ suất cổ tức bình quân	4,3%
Tiền và tương đương	70.868 tỷ	Số mã rẻ hơn trung vị ba năm của chính mình	6 trên 10
Tiền rông toàn rở	12.587 tỷ	Nợ vay trên vốn chủ toàn rở	0,52 lần

Các dòng cộng dồn và các tỷ lệ tính trên số tổng đều là của rở 10 mã, trừ MSN; các trung vị và số đếm tính theo từng mã nên lấy đủ 11 mã, vì trung vị không chịu ảnh hưởng của cộng trùng. Tiền rông của rở dương 12.587 tỷ đồng, với 5 mã tiền rông dương và 5 mã nợ rông. Cộng thêm MSN thì tổng này đảo dấu thành âm 38.925 tỷ, vì một mình MSN nợ rông 51.512 tỷ. Mọi kết luận về khả năng trả nợ phải đọc theo từng mã ở Phần 3.

Vốn hoá (cột, tỷ đồng) và ROE (đường, %) từng mã trong rở



7.2. Nhận định từng mã

Mã	Vốn hoá	P/E	ROE	Tỷ suất	Đánh giá	Nhận định TCBS Research
MCH	182.905	26,1	39,4%	3,6%	Trung tính	Chất lượng kinh doanh tốt nhất rõ: biên gộp 45,7%, tiền ròng 942 tỷ, khoản ngoài lãi chỉ 9,4% lợi nhuận trước thuế, tức tiền đến từ bán hàng. Nhưng lợi nhuận sáu tháng chỉ tăng 11,6%, P/E 26,1 lần đắt hơn trung vị ba năm của chính nó 39,2%, P/B 9,8 lần. Thuế tiêu thụ đặc biệt từ 01/01/2027 chạm nhóm nước giải khát có đường.
VNM	120.593	11,0	34,5%	7,5%	Hấp dẫn	Mã duy nhất qua cả hai lớp sàng. Chi trả 96,6% lợi nhuận niên độ, tiền ròng 18.050 tỷ, và P/E rẻ hơn trung vị ba năm của chính mình 15,7%. Lợi nhuận mẹ sáu tháng tăng 38,4% và nguồn tăng là biên gộp lên 43,1%, trong đó khoản ngoài lãi chỉ 9,0%. Biên mở thêm chưa chắc bền và đó là rủi ro chính.
MSN	107.485	15,2	19,5%	0,0%	Không xếp hạng	Lợi nhuận mẹ tăng 206,6% nhưng 76,3% mức tăng đến từ vonfram tại MSR, trên giá APT bình quân 2.528 USD mỗi MTU, gấp 4,9 lần bình quân 2025. Tổng bốn phần có giá thị trường 186.164 tỷ bằng 173,2% vốn hoá nên về tổng các phần thì rẻ; nhưng nợ ròng 51.512 tỷ, lợi nhuận lõi phủ lãi vay 2,2 lần. Luận điểm nằm ở giá khoáng sản và chiết khấu holding, ngoài thang đánh giá ngành thực phẩm.
SBT	19.720	23,4	7,5%	0,0%	Kém hấp dẫn	Biên gộp quý hai lên 13,8% từ 8,3% cùng kỳ, cùng chiều với mặt bằng giá đường mới dù báo cáo chưa tách được phần do giá bán. Lợi nhuận hoạt động chỉ tăng 8,5% còn lợi nhuận mẹ tăng 27,2%, phần chênh từ thuế và lỗ ngoài lãi thu hẹp. Nợ vay 16.863 tỷ, lợi nhuận lõi phủ lãi vay 0,7 lần. Đòn cân theo giá đường lớn, đòn cân nợ cũng vậy.
QNS	18.564	9,6	18,8%	7,9%	Trung tính	Đạt chất lượng và cổ tức: tiền ròng 5.180 tỷ, nợ trên vốn chủ 0,36 lần. Nhưng giá đã chạy +17,1% từ đầu năm và P/E hiện đắt hơn trung vị ba năm của chính nó 40,2%. Thuế tiêu thụ đặc biệt từ 01/01/2027 còn chưa rõ với QNS, phụ thuộc cách phân loại sữa đậu nành có đường.
IDP	16.068	27,5	18,9%	3,1%	Trung tính	Lợi nhuận mẹ tăng 575,1% nhưng doanh thu gần như không đổi; 93,8% mức tăng lợi nhuận trước thuế đến từ việc chi phí bán hàng và quản lý giảm 421,3 tỷ. Đây là chuẩn hoá chi phí sau năm 2025 bất thường, không phải tăng trưởng. Cổ đông đặc 78,5%, cổ phiếu tự do 21,5% và khớp 660 cổ phiếu một phiên, nên P/E 27,5 lần kém đại diện cho một mức giá giao dịch được.
VSF	14.400	480,0	1,3%	0,0%	Kém hấp dẫn	P/E ba chữ số trên ROE 1,3% nghĩa là không có lợi nhuận để định giá bằng bội số, và 85,2% phần lợi nhuận hợp nhất thuộc về cổ đông thiểu số. Nợ ròng 2.184 tỷ trong khi giá gạo xuất khẩu đang giảm nhanh hơn lượng.
KDC	14.008	25,1	9,0%	0,0%	Kém hấp dẫn	Vấn đề nằm ở phần lãi, không ở một khoản bất thường. Lợi nhuận hoạt động sáu tháng 42,3 tỷ trên doanh thu 4.345,1 tỷ, tức biên 1,0%, trong khi lãi liên kết 121,5 tỷ. Nuti KD, nguồn đóng 71,0% lãi liên kết 2025, đã rời phạm vi ngày 18/09/2026. ROE 9,0%.
AIG	9.006	7,8	19,0%	1,1%	Chưa đánh giá	Chỉ số bề ngoài tốt: P/E thấp nhất nhóm có lợi nhuận thật, tiền ròng dương 992 tỷ, lợi nhuận mẹ tăng 63,1% với khoản ngoài lãi chỉ 3,7%. Hạn chế là dữ liệu: chưa đủ ba năm giao dịch nên không có trung vị để so, cổ đông đặc 75,9%. Cần thêm vài quý trước khi kết luận.
MML	8.766	18,2	9,5%	0,0%	Kém hấp dẫn	Mã dễ đọc sai nhất rõ. Lợi nhuận hoạt động tăng 154,5% lên 420 tỷ, biên gộp lên 28,8%, nhưng lợi nhuận mẹ giảm 23,0% vì thuế và phần cổ đông thiểu số cùng tăng. Hạn chế ở bảng cân đối: thanh toán hiện hành 0,5, nợ ròng 3.446 tỷ, cổ phiếu tự do 8,8%, giá đã giảm 28,9% từ đầu năm.
PAN	4.638	3,9	22,5%	0,0%	Chưa đánh giá	P/E rẻ nhất rõ nhưng mẫu số chứa khoảng 447 tỷ lãi chuyển nhượng Bibica Capital trước thuế; bóc ra sau thuế sau thiểu số thì P/E là 5,2 lần. Doanh thu sáu tháng giảm 9,4%, khoản ngoài lãi chiếm 48,4% lợi nhuận trước thuế. Quý hai độc lập đã là kinh doanh thật: lợi nhuận mẹ 182,1 tỷ tăng 31% với biên gộp lên 21,9%. Cần thêm một quý để biết là xu hướng hay cá biệt.

Thang Hấp dẫn, Trung tính và Kém hấp dẫn phản ánh tương quan giữa chất lượng lợi nhuận, sức khoẻ tài chính và định giá so với lịch sử của chính mã tại ngày 20/10/2026. Chưa đánh giá là chưa đủ dữ liệu để so với lịch sử của chính mã, hoặc lợi nhuận chứa khoản một lần lớn; Không xếp hạng là luận điểm chính nằm ngoài ngành thực phẩm.

7.3. Kết luận

TOÀN BỘ MỨC TĂNG NẰM Ở BIÊN GỘP, BỐN MÃ CÓ LỢI NHUẬN KHÔNG ĐẾN TỪ BÁN HÀNG, VÀ HAI SẮC THUẾ CÙNG MỘT MỐC

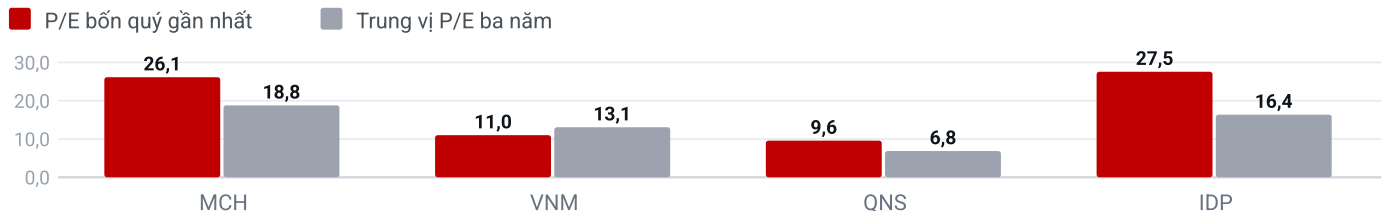
Ngành có đang tốt lên không. Có, nhưng toàn bộ mức tăng nằm ở biên gộp, không ở chi phí. Lợi nhuận cổ đông mẹ của rổ 10 mã tăng 33,6% trong khi doanh thu chỉ tăng 7,4%. Biên gộp mở từ 28,2% lên 31,1%, riêng phần mở biên đã là 3.134 tỷ trong 5.257 tỷ lợi nhuận gộp tăng thêm. Hai dòng dưới đều trừ đi: tính đủ sáu tháng, chi phí bán hàng và quản lý tăng 9,2%, nhanh hơn doanh thu, nên tỷ lệ trên doanh thu lên từ 17,9% thành 18,2%, và phần dưới dòng lợi nhuận hoạt động âm 444 tỷ. Phần mở biên này tập trung ở một mã: nhân mức thay đổi biên với doanh thu nửa đầu năm thì VNM chiếm 64,8% toàn bộ hiệu ứng biên 1.029 tỷ của khối nhãn riêng, còn MCH chỉ 2,7%. Giá lúa mì và giá gạo vì vậy không giải thích được mức mở biên: VNM và QNS gánh 71,8% hiệu ứng mà không lấy hai thứ đó làm đầu vào chính, trong khi MCH, mã dùng lúa mì nhiều nhất, có biên quý hai lùi về 44,6% từ 46,7% của quý một. Báo cáo chưa có giá vốn trên đơn vị sản phẩm theo từng mã nên chưa quy được mức mở biên về một nguyên nhân.

Con số nào đang bị đọc sai. IDP, PAN, MSN và KDC tăng lợi nhuận trên 100%, mỗi mã từ một nguồn riêng. MSN tăng 206,6% nhờ vonfram, với 76,3% mức tăng phát sinh ở công ty con khoáng sản trên UPCoM. IDP tăng 575,1% vì chi phí bán hàng và quản lý trở lại bình thường sau năm 2025 bất thường. PAN tăng 211,0% mà doanh thu giảm, vì lãi thoái Bibica. KDC tăng 140,3% trên nền cùng kỳ gần như bằng không, và biên lỗi nửa đầu 2026 chỉ 1,0%. Ngược chiều, MML là mã duy nhất có kinh doanh khá lên 154,5% mà lợi nhuận mẹ vẫn giảm.

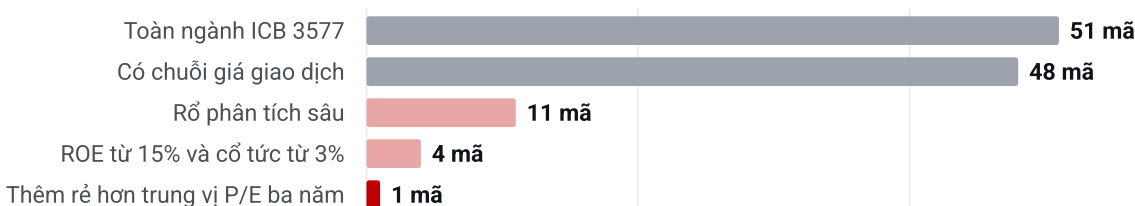
Mã nào qua được bộ tiêu chí. Đặt hai điều kiện chất lượng, ROE từ 15% và cổ tức tiền từ 3% trở lên, thì còn MCH, VNM, QNS và IDP. Thêm điều kiện rẻ hơn trung vị P/E ba năm của chính mã thì chỉ còn **VNM**, ở P/E 11,0 lần tức rẻ hơn lịch sử của chính nó 15,7%, với tiền ròng 18.050 tỷ và khoản ngoài lãi chỉ 9,0% lợi nhuận trước thuế. MCH, QNS và IDP đạt chất lượng nhưng đang đắt hơn chính mình 39,2%, 40,2%, 68,5%, nên chúng tôi đánh giá trung tính. IDP vào lớp một sát ngưỡng, tỷ suất 3,1% trên ngưỡng 3% đúng 0,1 điểm, nên nếu đo tỷ suất trên giá đã cộng lại phần cổ tức tách thì IDP còn 3,0% và lớp một chỉ có ba mã.

Đánh giá theo từng mã. Hấp dẫn: VNM. Trung tính: MCH, QNS và IDP. Kém hấp dẫn: SBT, VSF, KDC và MML. Chưa đánh giá: AIG và PAN. MSN không xếp hạng vì luận điểm nằm ở vonfram và chiết khấu holding hơn là ở thực phẩm. Bảy mã không ở hai bậc đầu, mỗi mã vì một lý do riêng. SBT là đòn cân giá đường đặt trên nợ vay 16.863 tỷ với lợi nhuận lãi phủ lãi vay 0,7 lần. KDC mất lãi liên kết từ 18/09/2026 nên biên lỗi 1,0% là mặt bằng thật. VSF ở P/E 480 lần với 85,2% lợi nhuận hợp nhất thuộc cổ đông thiểu số. MML khá lên ở kinh doanh nhưng thanh toán hiện hành 0,5 và nợ ròng 3.446 tỷ. AIG chưa đủ ba năm giao dịch để có trung vị P/E làm mốc, còn P/E của PAN chứa lãi chuyển nhượng Bibica.

P/E hiện tại và trung vị ba năm của nhóm đạt chất lượng, lần



Bộ tiêu chí lọc từ toàn ngành, số mã



Nguồn: Nguồn dữ liệu: báo cáo tài chính hợp nhất đã soát xét bán niên 2026 và báo cáo quý của từng doanh nghiệp; chỉ số tài chính, cổ tức và cơ cấu sở hữu lấy từ dữ liệu TCBS Research, còn dự phóng 2026 do báo cáo tự dựng; chuỗi giá, khối lượng và vốn hoá là giá đóng cửa đã điều chỉnh quyền trên HOSE, HNX và UPCoM tại 20/10/2026; văn bản pháp luật theo công báo; giá hàng hoá theo sản phẩm yết tương ứng; số liệu bán lẻ và chỉ số giá tiêu dùng theo Cục Thống kê.

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ **research.feedback@tcbs.com.vn**. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.