

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

Mã Bloomberg (QNS VN) | Mã Reuters (QNS.HM)

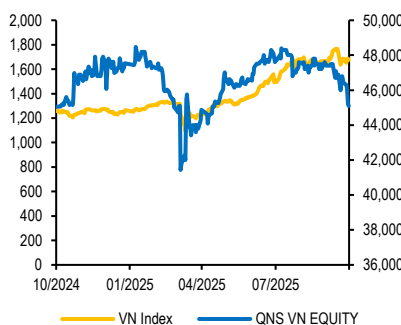
MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **56,000 VND**
 Giá hiện tại (03/11/2025) **44,800 VND**
Suất sinh lời (%) **25%**

VNINDEX	1,617
P/E thị trường	13.8
Vốn hóa (tỷ VND)	16,471
SLCP lưu hành (triệu CP)	368
Tự do giao dịch (triệu CP)	242
52-tuần cao/thấp (VND)	52,300/43,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.17
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	8
Sở hữu nước ngoài (%)	9.26

Cổ đông lớn (%)	Công ty TM Thành Phát			15.11
	Vinacapital			6.54
Biến động giá	3T	6T	12T	
Tuyệt đối (%)	-8.0	-2.2		-8.4
So với VN-Index (%)	-16.2	-34.0		-37.2



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyễn

☎️ (84-28) 6299-8000
 ✉️ nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Mía đường bột ngọt

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 56,000 đồng

CTCP Đường Quảng Ngãi (UpCOM: QNS) là doanh nghiệp đầu ngành sản xuất sữa đậu nành có thương hiệu với thị phần trên 90% và đứng thứ hai về sản xuất đường mía tại Việt Nam. Dựa trên phương pháp FCFF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua QNS với giá mục tiêu ở mức 56,000 đồng. Chúng tôi kỳ vọng mảng sữa tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tốt trong Q4 và bù đắp cho sự sụt giảm của mảng đường trong ngắn hạn.

Cập nhật KQKD Quý 3 và 9T/2025

Trong quý 3/2025, QNS ghi nhận doanh thu 2,685 tỷ đồng (-1.5% YoY), trong đó hai mảng chính tăng trưởng trái chiều nhau (DT mảng đường và sữa đậu nành lần lượt đạt 945 và 1,281 tỷ đồng, -9.2% YoY và +5.6% YoY). Theo đó, LN gộp đạt 871 tỷ đồng (-4.5% YoY) và LNST đạt 381 tỷ đồng (-28.4% YoY) - có mức sụt giảm mạnh hơn do biên chi phí bán hàng tăng đột biến lên 15.6% trong quý.

Trong kỳ 9 tháng đầu năm, doanh thu thuần lũy kế đạt 7,872 tỷ đồng (-2.4% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,319 tỷ đồng (-24.8% YoY). Biên lợi nhuận ròng 9T sụt giảm 4.9 điểm phần trăm so với cùng kỳ do chịu ảnh hưởng bởi mảng đường sụt giảm và chi phí bán hàng gia tăng mạnh. Trái ngược, mảng sữa ghi nhận tăng trưởng tốt đi kèm với cải thiện biên lợi nhuận, cho thấy hiệu quả của việc triển khai các chiến dịch marketing và bán hàng từ năm 2024, một phần hưởng lợi từ giá nguyên vật liệu đầu vào giảm đủ tỷ giá USD tăng.

Dự phóng KQKD 2025

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo kết quả kinh doanh 2025 do phản ánh ảnh hưởng của việc giá đường giảm. Theo đó, chúng tôi dự phóng đóng góp của mảng đường vào doanh thu sẽ giảm 10.5% so với năm ngoái với giá định giá bán bình quân giảm 6%. Với mảng sữa, chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng 2025 đạt mức 5%, tương ứng doanh thu từ mảng này đạt 4,579 tỷ đồng (+9.7% YoY) và đồng thời biên lợi nhuận gộp cũng được cải thiện nhờ giá đậu nành nguyên liệu giảm.

Qua đó, chúng tôi kỳ vọng cho năm 2025, QNS sẽ đạt DT 10,014 tỷ đồng (-2.2% YoY) và LNST 2,054 tỷ đồng (-13.6% YoY), với biên chi phí bán hàng cả năm ghi nhận ở mức 11%.

Rủi ro: (1) Rủi ro giá đậu nành nhập khẩu tăng; (2) Rủi ro đa dạng hóa; (3) Rủi ro ENSO diễn biến khó lường gây ảnh hưởng lên sản lượng đường; (4) Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt đối với nước giải khát có đường; (5) Rủi ro đường nhập lậu.

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	10,021	10,243	10,014	10,221	10,574
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,155	2,380	1,990	1,918	2,079
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	2,184	2,377	2,054	2,023	2,186
EPS (VND)	7,172	7,680	6,518	6,419	6,936
BPS (VND)	28,468	32,650	34,603	37,128	39,864
OPM (%)	21.5	23.2	19.9	18.8	19.7
NPM (%)	21.8	23.2	20.5	19.8	20.7
ROE (%)	25.5	23.77	19.0	17.5	17.6
PER (x)	6.4	6.5	8.6	8.7	8.1
PBR (x)	1.6	1.5	1.6	1.5	1.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3/2025 và dự phóng

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2024	Thay đổi (YoY)	9T/2025	Thay đổi (YoY)	2025F	Thay đổi (YoY)
Doanh thu thuần	2,685	2,727	-1.5%	7,872	-2.4%	10,014	-2.2%
Màng đường	945	1,041	-9.2%	2,635	-18.3%	3,526	-10.5%
Sữa đậu nành	1,281	1,213	5.6%	3,596	12.8%	4,579	9.7%
Khác*	459	473	-3.0%	1,641	-1.0%	1,909	-10.4%
Lợi nhuận gộp	871	912	-4.5%	2,573	-4.8%	3,391	-2.7%
Màng đường	190	350	-45.7%	581	-44.2%	846	-34.4%
Sữa đậu nành	554	470	17.9%	1,570	27.7%	1,923	22.6%
Khác*	127	92	38.0%	422	-2.5%	622	-0.9%
LN sau thuế	381	532	-28.4%	1,319	-24.8%	2,054	-13.6%
Biên LN gộp	32.4%	33.4%	-1.0%	32.7%	-0.8%	33.9%	
Màng đường	20.1%	33.6%	-13.5%	22.0%	-10.3%	24.0%	
Màng sữa	43.2%	38.7%	4.5%	43.7%	5.1%	42.0%	
Khác*	27.7%	19.5%	8.2%	25.7%	-0.4%	32.6%	
Biên LNST	14.2%	19.5%	-5.3%	16.8%	-4.9%	20.5%	

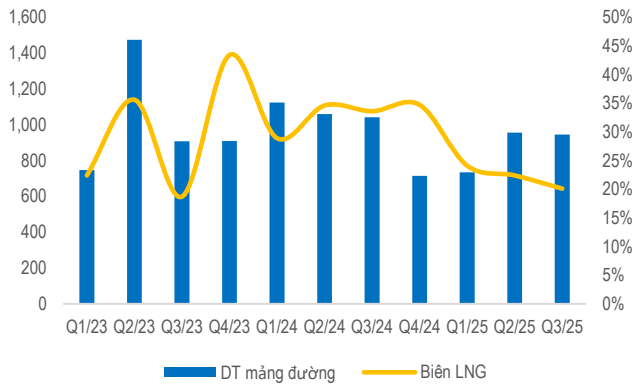
(*) Bao gồm doanh thu từ công ty con Thành Phát, các mảng khác như bánh kẹo, bia, nước giải khát và khoản giảm trừ doanh thu

Quý 3/2025, QNS ghi nhận Doanh thu thuần đạt 2,685 tỷ đồng (-1.5% YoY) và LNST đạt 381 tỷ đồng, giảm mạnh -28.4% so với cùng kỳ năm ngoái. Lũy kế 9 tháng đầu năm, tuy doanh thu hợp nhất chỉ giảm nhẹ -2.4% so với cùng kỳ nhưng LNST lại giảm mạnh -24.8% do chịu ảnh hưởng bởi việc biên lợi nhuận gộp màng đường sụt giảm mạnh và chi phí bán hàng gia tăng. Như vậy, kết quả đạt được sau 3 quý đã hoàn thành lần lượt 77% và 74% kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ.

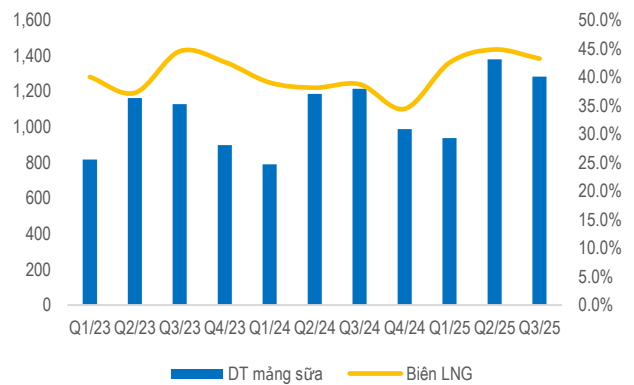
Màng sữa đậu nành tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng trong bối cảnh màng đường sụt giảm

Tiếp nối xu hướng hai quý trước, doanh thu màng sữa đậu nành trong Q3 duy trì mức tăng trưởng tốt so với cùng kỳ, đạt 1,281 tỷ đồng (+5.6% YoY), màng đường diễn biến trái chiều khi ghi nhận doanh thu 945 tỷ đồng, tương ứng với mức sụt giảm -9.2% YoY. Nguyên nhân là do sản lượng tiêu thụ và giá đường đều sụt giảm so với nền cao của năm 2024. Theo đó, tuy sản lượng sản xuất toàn vụ tăng trưởng nhưng sản lượng tiêu thụ lại kém khả quan. Trái lại, sản lượng tiêu thụ sữa 9 tháng tăng trưởng tích cực 4% YoY, là kết quả của việc triển khai tốt các chính sách marketing và bán hàng.

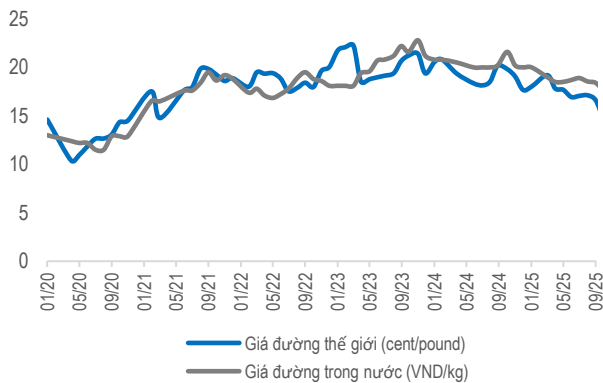
Biên lợi nhuận gộp có sự cải thiện ở màng sữa khi tăng 4.5 điểm phần trăm so với cùng kỳ, lên mức 43.2%. Như vậy, màng sữa cho thấy sự tăng trưởng tốt về sản lượng, kèm theo sự cải thiện biên lợi nhuận. Đây cũng được xem là động lực tăng trưởng của QNS khi tận dụng tốt lợi thế về thị phần và hệ thống phân phối. Tuy tỷ giá USD tăng, việc giá đậu nành thế giới duy trì ở mức thấp cũng là một yếu tố hỗ trợ cho biên LNG màng sữa. Ngược lại, biên LNG màng đường sụt giảm do giá đường giảm trong nửa đầu năm, khiến cho biên LNG hợp nhất giảm so với cùng kỳ.

Doanh thu và biên LNG mảng đường

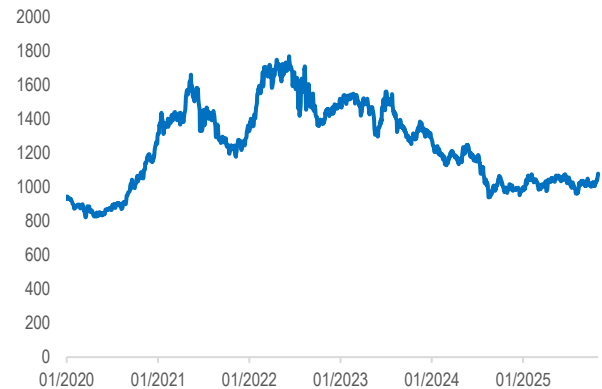
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu và biên LNG mảng sữa

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Diễn biến giá đường

Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Diễn biến giá đậu nành thế giới (USD/giạ)

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Giá đường diễn biến kém tích cực

Giá đường thế giới đã điều chỉnh khoảng 18% tính từ đầu năm, nguyên nhân đến từ tăng dự báo sản lượng tại các quốc gia xuất khẩu đường chủ lực như Brazil, Thái Lan và Ấn Độ cũng như lo ngại về nhu cầu tiêu thụ trước biến động bất ổn của tình hình kinh tế thế giới, đặc biệt là dưới ảnh hưởng của chính sách thuế Hoa Kỳ.

Giá đường trong nước cũng cùng chung xu hướng giảm trong bối cảnh lượng hàng tồn kho còn cao và giao dịch khá trầm lắng, chịu ảnh hưởng thêm bởi xu hướng các công ty sản xuất nước giải khát chuyển dịch sang sử dụng đường lỏng siro ngô (HFCS).

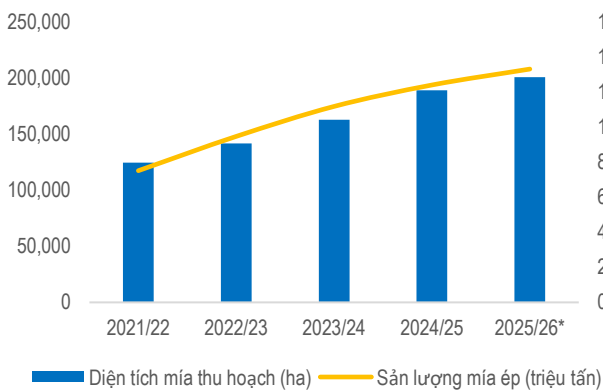
Nghị định 70 quy định về hóa đơn và thuế là một yếu tố ảnh hưởng đến các nhà bán lẻ (kể cả trong lĩnh vực F&B), làm giảm lượng trữ hàng tại các đại lý và đường tiểu ngạch về nhiều là các yếu tố góp phần làm giao dịch đường khá trầm lắng.

Chúng tôi đưa ra dự phóng KQKD mảng đường trong năm 2025 dựa trên giả định giá bán bình quân giảm 6% và sản lượng giảm 6.2%; tương ứng doanh thu từ mảng đường đạt 3,526 tỷ đồng (-10.5% YoY). Đối với mảng sữa đậu nành, chúng tôi tăng dự phóng tăng trưởng sản lượng 2025 lên mức 5% dựa trên kết quả tích cực đạt được trong 9 tháng đầu năm, tương ứng doanh thu 2025 đạt 4,579 tỷ đồng (+9.7% YoY) và đồng thời biên LN gộp cải thiện nhờ hưởng lợi từ giá đậu nành nguyên liệu giảm. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng cho năm 2025, QNS sẽ đạt DT 10,014 tỷ đồng (-2.2% YoY) và LNST 2,054 tỷ đồng (-13.6% YoY), với biên chi phí bán hàng cả năm dự kiến ở mức 11%.

Cập nhật niên vụ 2024/25:

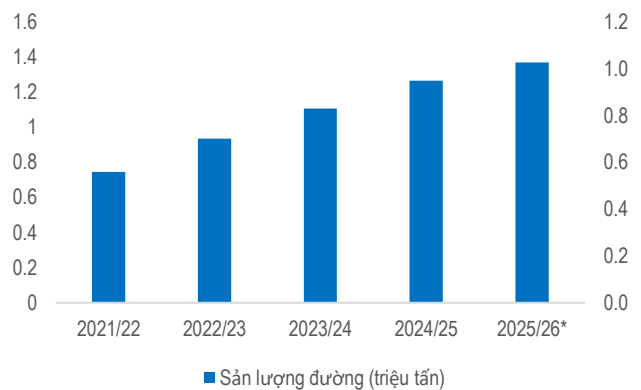
Niên vụ 2024/25 đã kết thúc vào tháng 6/2025 với kết quả ghi nhận tích cực. Về nguồn cung, diện tích mía thu hoạch lên tới 189,360 hecta, sản lượng mía ép đạt 12.43 triệu tấn (+16.2% YoY), thành phẩm 1.26 triệu tấn đường (+14.3% YoY), chỉ số chữ đường (CCS) bình quân đạt 10.19%, tăng 3% so với niên vụ trước. Giá thu mua mía tại ruộng dao động từ 1.2 – 1.3 triệu đồng/tấn, đảm bảo biên lợi nhuận cho người nông dân và tạo điều kiện mở rộng diện tích canh tác mía. Tuy nguồn cung liên tục ghi nhận tăng trưởng ấn tượng, về phía cầu lại chưa được tích cực. Giá đường cũng như sản lượng tiêu thụ sụt giảm trước ảnh hưởng từ giá đường thế giới, vấn nạn đường nhập lậu cũng như cạnh tranh tăng từ siro ngô HFCS gây sụt giảm tới nhu cầu sử dụng đường; khiến nguồn tồn kho đường bị đẩy lên khá cao.

Diện tích trồng và sản lượng mía theo niên vụ



Nguồn: VSSA (Hiệp hội Mía đường Việt Nam), Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng đường trong nước



Nguồn: VSSA, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E để định giá QNS với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi chuyển định giá về đầu năm 2026 và sử dụng các giả định và dự phóng như bên dưới:

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	10.0
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.0
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.66
Beta	0.79
Chi phí nợ sau thuế (%)	4.5
Chi phí sử dụng vốn (%)	10.8
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.17
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	2,368

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCFF của QNS						
Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	2,054	2,023	2,186	2,207	2,217	2,292
Cộng: Lãi vay sau thuế	434	446	458	470	489	489
Cộng: Chi phí không bằng tiền	120	110	121	121	126	130
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	580	-211	234	-163	611	585
Trừ: Vốn đầu tư	307	312	306	314	476	476
Dòng tiền tự do (FCFF)	1,721	2,478	2,225	2,647	1,745	1,850
Tỷ lệ chiết khấu	1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,721	2,255	1,847	1,985	1,187	1,147
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	11,470					
Giá trị doanh nghiệp	19,891					
Nợ vay	2,368					
Tiền và tương đương tiền	346					
Lợi ích cổ đông thiểu số	0					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.312					
Giá mục tiêu (VND)	57,20					
	0					

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Với phương pháp P/E, chúng tôi tiến hành định giá đối với từng mảng kinh doanh của doanh nghiệp. Đối với mỗi mảng, giá trị P/E mục tiêu mà chúng tôi sử dụng là giá trị bình quân giữa P/E trung bình ngành và P/E lịch sử 5 năm của cổ phiếu QNS. Cụ thể như sau:

- Mảng đường: Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu 8.9x cho mảng đường.
- Mảng sữa đậu nành: Do hạn chế về số lượng các công ty niêm yết xét trên phân khúc sữa đậu nành, chúng tôi đã sử dụng giá trị P/E tham chiếu là P/E trung bình của các công ty sản xuất và phân phối sữa, sau đó chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% nhằm phản ánh (1) mức độ cạnh tranh với sữa đậu nành truyền thống không thương hiệu và các loại sữa hạt khác đang ngày càng được ưa chuộng và (2) khả năng tăng trưởng hạn chế khi QNS đã chiếm lĩnh trên 90% thị phần sữa đậu nành có thương hiệu (2024). P/E mục tiêu áp dụng định giá mảng này là 9.1x.
- Với các mảng còn lại (điện sinh khối, bia, nước khoáng, bánh kẹo): Chúng tôi áp dụng giá P/E mục tiêu 5x.

(Đơn vị: Tỷ đồng)	LNST 2026F	P/E mục tiêu (x)	Vốn chủ sở hữu
Mảng đường	558	8.9x	4,966
Mảng sữa đậu nành	1,179	9.1x	10,729
Các mảng khác	286	5.0x	1,430
Giá trị vốn chủ sở hữu			17,125
Số lượng cổ phiếu (tỷ đơn vị)			0.312
Giá mục tiêu (VND)			54,800

Các công ty ngành đường chúng tôi lựa chọn trong định giá:

Mã chứng khoán	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	Tăng trưởng DT (%)	Tăng trưởng EPS (%)	P/E (x)	ROE (%)
DCB IN Equity	DALMIA BHARAT SUGAR & INDUST	Ấn Độ	8,753	29.2	42.0	7.6	12.5
BRCM IN Equity	BALRAMPUR CHINI MILLS LTD	Ấn Độ	28,251	-3.2	-18.3	18.1	11.1
LSS VN Equity	CTCP MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN	Việt Nam	822	-13.5	6.3	7.0	6.6
SLS VN Equity	CTCP MÍA ĐƯỜNG SƠN LA	Việt Nam	1,651	-17.8	-29.8	4.4	22.8
Trung bình						9.3	
P/E lịch sử 5 năm						8.5	
P/E mục tiêu						8.9	

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Các công ty ngành sữa chúng tôi lựa chọn trong định giá:

Mã chứng khoán	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	Tăng trưởng DT (%)	Tăng trưởng EPS (%)	P/E (x)	ROE (%)
ULTJ IJ Equity	ULTRAJAYA MILK IND & TRADING	Indonesia	23,895	6.9	-2.7	12.5	16.4
MCM VN Equity	MOC CHAU DAIRY COW BREEDING	Việt Nam	2,970	-7.0	-41.3	13.9	8.7
VNM VN Equity	VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC	Việt Nam	119,963	2.3	6.0	15.7	26.4
IDP VN Equity	INTERNATIONAL DAIRY PRODUCTS	Việt Nam	11,866	15.1	-8.3	13.5	27.0
Trung bình						13.9	
P/E lịch sử 5 năm						8.5	
P/E mục tiêu						9.1	

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

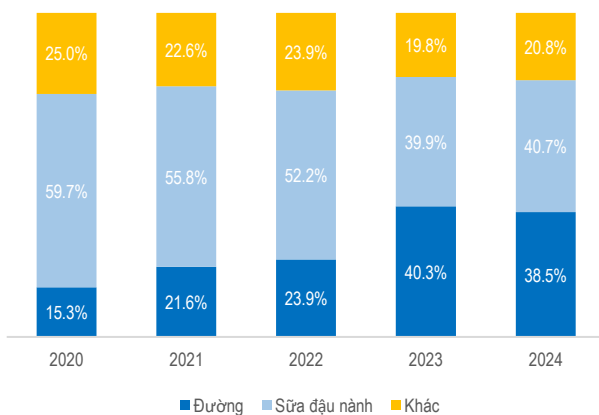
1. Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Đường Quảng Ngãi (UpCOM: QNS) tiền thân là công ty Đường Quảng Ngãi, được thành lập từ những năm 70 của thế kỉ XX. Ban đầu, QNS chủ yếu kinh doanh đường thô (Refine Standard – RS) và Cồn. Đến năm 2005, công ty đổi tên thành CTCP Đường Quảng Ngãi và chính thức niêm yết trên sàn GDCK UpCOM vào năm 2016.

Hiện nay, doanh nghiệp đang cung ứng cho thị trường thực phẩm và đồ uống gồm sữa đậu nành, đường, bia, đồ uống không cồn, bánh kẹo và điện sinh khối. QNS hiện dẫn đầu mảng sữa đậu nành đóng hộp với thị phần khoảng 90% và là doanh nghiệp sản xuất mía đường chiếm thị phần thứ 2 tại Việt Nam.

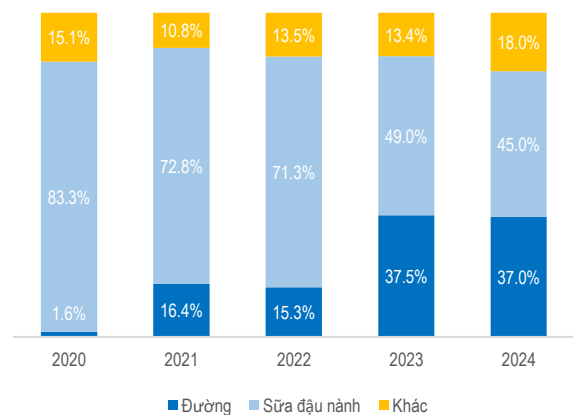
Sữa đậu nành là mảng chủ lực của doanh nghiệp với hai sản phẩm chính là Fami và Vinasoy. Mảng này đóng góp cao nhất trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của QNS với tỷ trọng lần lượt là 41% và 45% (2024). Bên cạnh, mảng đường cũng đóng góp khoảng 39% doanh thu và 37% lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp. QNS chủ yếu sản xuất đường từ mía và tinh luyện đường RE (Refined Extra - RE). Các mảng khác bao gồm sản xuất bia, bánh kẹo, điện sinh khối đóng góp tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 21% và 18%.

Cơ cấu doanh thu QNS



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu lợi nhuận gộp QNS

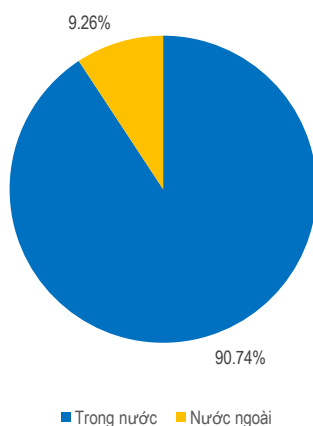


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Cơ cấu sở hữu

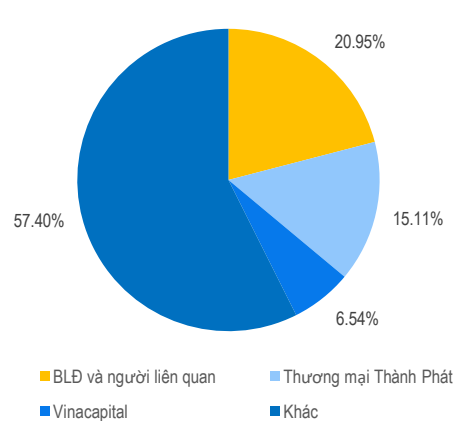
Cổ đông nước ngoài và cổ đông trong nước chiếm tỷ lệ lần lượt là 9.26% và 90.74% cơ cấu sở hữu tại QNS. Trong đó, cổ đông lớn nhất là Công ty TNHH MTV TM Thành Phát với tỷ lệ sở hữu chiếm 15.11%. Đây là công ty con mà QNS nắm giữ 100% tỷ lệ sở hữu và quyền biểu quyết.

Tỷ lệ sở hữu trong nước và nước ngoài tại QNS tại ngày 28/10/2025

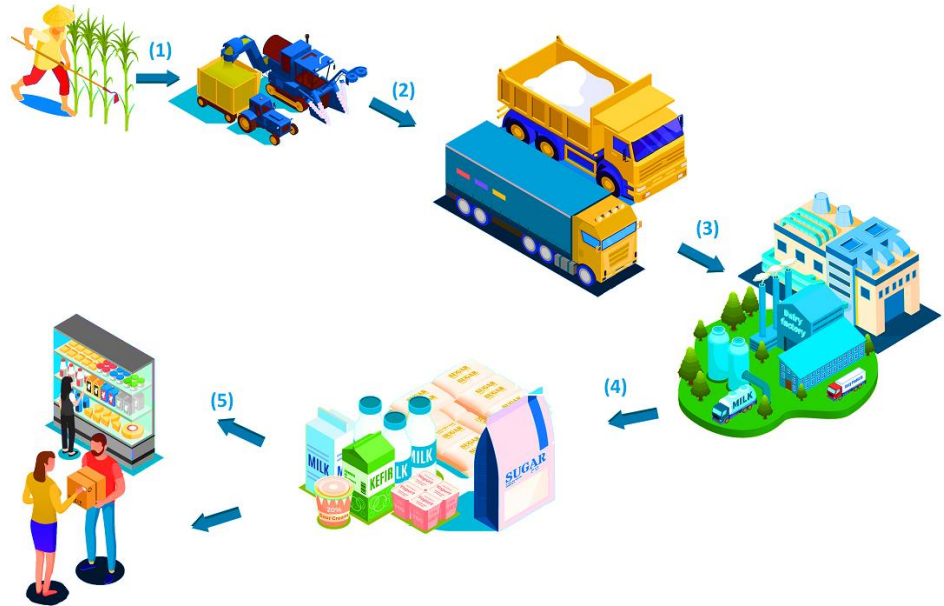


Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu sở hữu tại QNS tại ngày 28/10/2025



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

3. Chuỗi giá trị ngành sữa đậu nành và đường mía**Chuỗi giá trị ngành mía đường**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Với mảng đường mía, doanh nghiệp sử dụng mía nguyên liệu, trải qua một loạt quy trình để phân phối đường mía đến tay người tiêu dùng.

1. Mía nguyên liệu: Doanh nghiệp liên kết với nông dân vùng An Khê – Gia Lai để trồng mía. Diện tích nông nghiệp vùng này lớn, năng suất và tỷ lệ chuyển đổi đường – mía (chữ đường trong mía – CCS) đều cao. Trong đó, diện tích vùng nguyên liệu của nhà máy đường An Khê năm 2024 đạt 26 nghìn hecta. Doanh nghiệp thường chuyển giao các giống mía được khảo nghiệm tốt cho nông dân có ký hợp đồng hợp tác với doanh nghiệp. Điều này giúp kiểm soát năng suất và chữ đường. Bên cạnh đó, QNS cũng quản lý vùng nguyên liệu tại khu vực Quảng Ngãi với diện tích 2.5 nghìn hecta, phục vụ nhà máy Phổ Phong.
2. Thu hoạch: Thời gian thu hoạch và chế biến mía đường nhìn chung rơi vào quý 4 năm trước đến quý 2 năm sau. Ngành mía đường thường sản xuất một niên vụ cho tiêu thụ cả năm.
3. Vận chuyển đến nhà máy đường: Mía sau khi thu hoạch sẽ được vận chuyển đến nhà máy đường. Thông thường, mía cần được đưa vào chế biến trong khoảng 16 tiếng sau thu hoạch để đảm bảo chất lượng mía. Do đó, nhà máy đường thường gần các vùng nguyên liệu và quy mô vùng nguyên liệu cũng tác động đến quy mô của nhà máy đường.
4. Sản xuất: Mía đưa vào sản xuất trải qua các công đoạn gồm sơ chế - ép nước, lọc và luyện đường. Nhìn chung, kỹ thuật luyện đường khá đơn giản nhưng các nhà máy đường cần có quy mô lớn để đạt lợi thế về quy mô, nâng cao năng lực về giá. Nhà máy đường An Khê – Gia Lai của QNS được đầu tư với công suất lên đến 18,000 tấn mía/ngày (TMN). Đây là nhà máy đường có công suất lớn nhất tại Việt Nam. Được đầu tư với thiết bị hiện đại, nhà máy đường An Khê có thể tối ưu hóa sản xuất, giảm thất thoát chế biến.
5. Phân phối: Sản phẩm sau sản xuất được lưu trữ và phân phối đến người tiêu dùng.

Chuỗi giá trị ngành sữa đậu nành

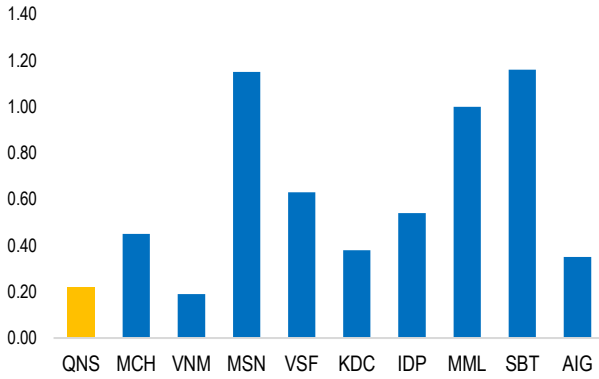
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Với mảng sữa đậu nành, doanh nghiệp sử dụng đậu nành nguyên liệu trải qua một loạt quy trình để phân phối đến tay người tiêu dùng.

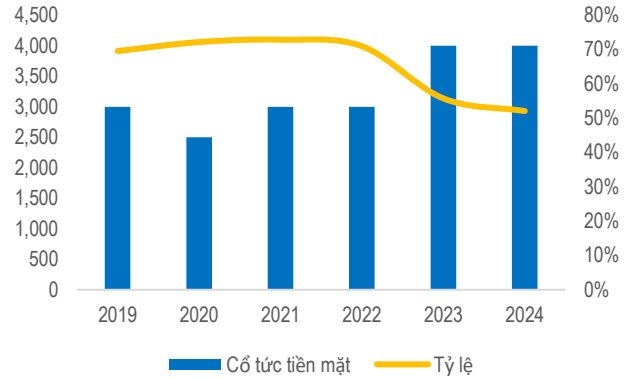
1. Đậu nành nguyên liệu: doanh nghiệp đầu tư đậu nành tại 4 vùng là Miền Trung, Tây Nguyên, đồng bằng sông Hồng và vùng ĐBSCL với diện tích lên đến 9,000 hecta. Với nguồn gen lên đến hơn 1,500 đơn vị, Ban lãnh đạo kì vọng tạo ra những loại đậu nành thích ứng tốt với tình hình biến đổi khí hậu, góp phần bền vững hóa nguồn cung trong nước. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng nhập khẩu từ 40-60% đậu nành từ các nước khác để phục vụ mục đích phối trộn, tăng hương vị sữa đậu nành.
2. Vận chuyển: Đậu nành sau khi thu hoạch được vận chuyển đến nhà máy để sản xuất.
3. Sản xuất: Đậu nành được đưa đến các nhà máy sữa của doanh nghiệp để chế biến. QNS hiện có 3 nhà máy sữa đậu nành VINASOY đặt tại Bắc Ninh, Quảng Ngãi và Bình Dương với tổng công suất thiết kế lên đến 390 triệu lít sữa/năm.
4. Phân phối: Sau khi sản xuất và đóng gói, sữa đậu nành được phân phối đến người tiêu dùng. Hiện tại, QNS đang tập trung vào các kênh truyền thống (General Trade – GT) và siêu thị với 150,000 điểm bán hàng và hợp tác với 178 nhà phân phối. Nhờ vậy, QNS có thể đưa sản phẩm đến người tiêu dùng một cách hiệu quả.

4. Tiềm lực tài chính vững mạnh, duy trì cổ tức ổn định

QNS là doanh nghiệp trong ngành thực phẩm – đồ uống với sản phẩm chủ lực là sữa và đường. Tỷ số nợ ròng/VCSH của QNS nhìn chung thấp hơn nhiều so với mặt bằng chung các doanh nghiệp trong cùng ngành.

Cơ cấu nợ ròng trên VCSH của các DN thực phẩm đồ uống (2024)

Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Mức chi trả cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của QNS

Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn vốn vay của QNS toàn bộ là vốn vay ngân hàng ngắn hạn, chủ yếu để tài trợ cho vốn lưu động cho doanh nghiệp như mua hàng hóa phục vụ sản xuất kinh doanh và đã thanh toán hết khoản vay dài hạn từ năm 2018. Với tổng tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn dồi dào, doanh nghiệp có nguồn tài chính bền vững để tài trợ cho các dự án mở rộng sản xuất kinh doanh cho các năm tiếp theo.

Ngoài ra, doanh nghiệp duy trì mức chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn qua các năm ở mức 3,000 VND đến 4,000 VND/cổ phiếu, với tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ 50 – 70% trong 3 năm qua sau khi đã hoàn thành nghĩa vụ nợ dài hạn và được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì mức chi trả cổ tức cao này trong tương lai.

Rủi ro

Rủi ro về giá đậu nành nguyên liệu nhập khẩu

QNS nhập khẩu đậu nành nguyên liệu với tỷ lệ 70-80% từ các quốc gia khác như Canada nhằm phối trộn nâng cao chất lượng sản phẩm. Khoảng 70% giá thành của sữa đậu nành đến từ đậu nành nguyên liệu, do đó, những biến động trong giá đậu nành thế giới sẽ tác động đến biên lợi nhuận gộp của QNS. Ngoài thời tiết, nhiều yếu tố ảnh hưởng lên giá đậu nành thế giới như giá trị đồng USD, giá phân bón, và các yếu tố khác.

Rủi ro đa dạng hóa

Thói quen tiêu thụ sản phẩm dinh dưỡng thực vật vẫn còn chưa cao. Theo Euromonitor, nguyên nhân chính đến từ việc suy nghĩ các sản phẩm dinh dưỡng từ thực vật chưa có giá trị cao như sữa tươi. Do đó, việc mở rộng thị trường, sản xuất các sản phẩm nguồn gốc thực vật như sữa chua uống thực vật là tiềm năng nhưng cũng đem đến rủi ro nhất định cho QNS khi thị trường còn chưa quen thuộc đối với loại sữa chua này.

Rủi ro tác động của ENSO lên sản lượng đường

Sản lượng mía bị tác động mạnh bởi hiện tượng El Niño và La Nina, do đó, lượng đường sản xuất được trong các năm có thời tiết cực đoan có khả năng giảm mạnh. Tuy vậy, hai loại hiện tượng thời tiết cực đoan này thường khó dự đoán trong dài hạn.

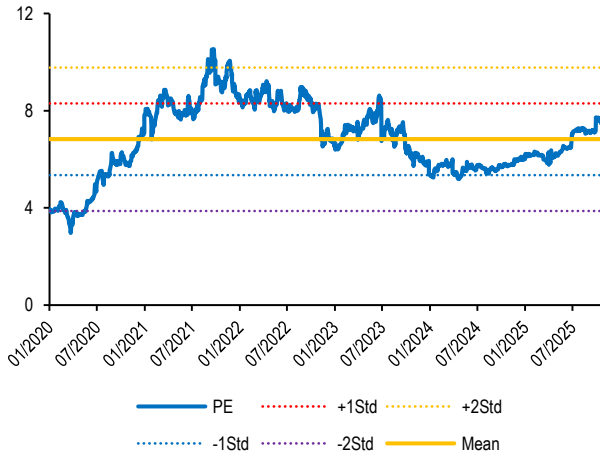
Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) đối với nước giải khát có đường

Dưới những ảnh hưởng tiêu cực của đường lên sức khỏe, Bộ Tài chính đã thông qua lộ trình áp thuế TTĐB đối với nước giải khát có đường. Theo đó, nước giải khát có đường thuộc diện chịu thuế là các sản phẩm trong phạm vi khái niệm về nước giải khát theo Tiêu chuẩn Việt Nam có hàm lượng đường trên 5g/100ml, không bao gồm các đồ uống như sữa và sản phẩm từ sữa; thực phẩm dạng lỏng dùng với mục đích dinh dưỡng; nước khoáng thiên nhiên và nước uống đóng chai; nước rau, quả nguyên chất và nectar (mật) rau, quả và sản phẩm từ cacao. Mức thuế sẽ là 8% từ năm 2027 và nâng lên 10% từ năm 2028. Việc áp thuế TTĐB đối với nước giải khát có đường dự kiến sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ cho các sản phẩm giải khát chứa đường và ảnh hưởng tiêu cực lên doanh thu của ngành đường nói chung và các công ty sản xuất đường tinh luyện nói riêng.

Diễn biến phức tạp của đường nhập lậu

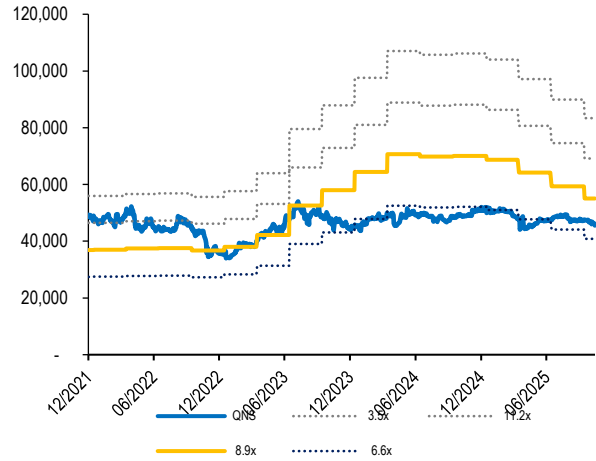
Đường nhập lậu là một trong những trở ngại lớn của ngành đường Việt Nam. Việc sản xuất chỉ đáp ứng được khoảng 40% nhu cầu tiêu thụ trong nước và mức áp thuế cho đường Thái Lan nhập khẩu chính ngạch lên đến 47.64% dẫn đến việc nhập lậu đường vào Việt Nam tại khu vực biên giới tăng. Đường nhập lậu với giá đường thấp kìm hãm giá đường trong nước và tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp sản xuất đường. Vì vậy, sự phát triển của ngành đường còn phụ thuộc nhiều vào việc kiểm soát đường nhập lậu của các cơ quan chức năng.

Biểu đồ P/E



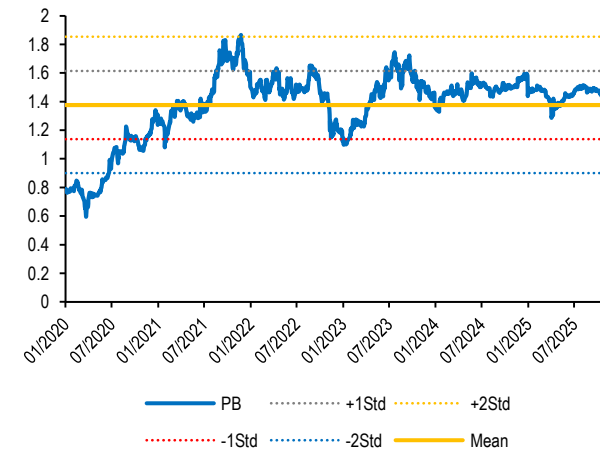
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PE Band



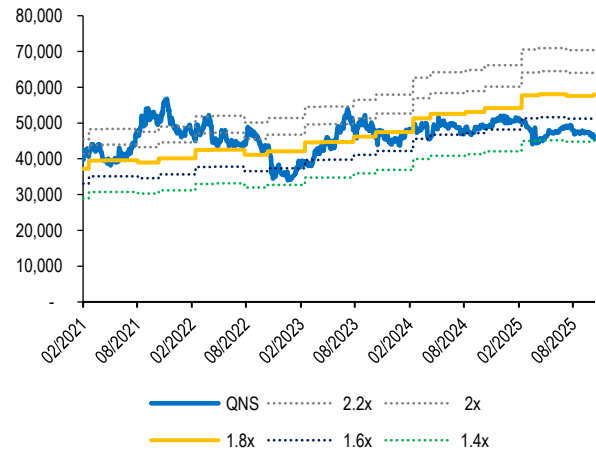
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/B



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PB Band



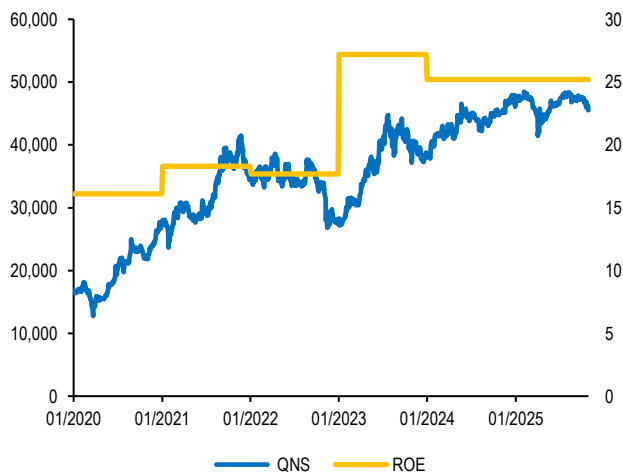
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ EV/EBITDA



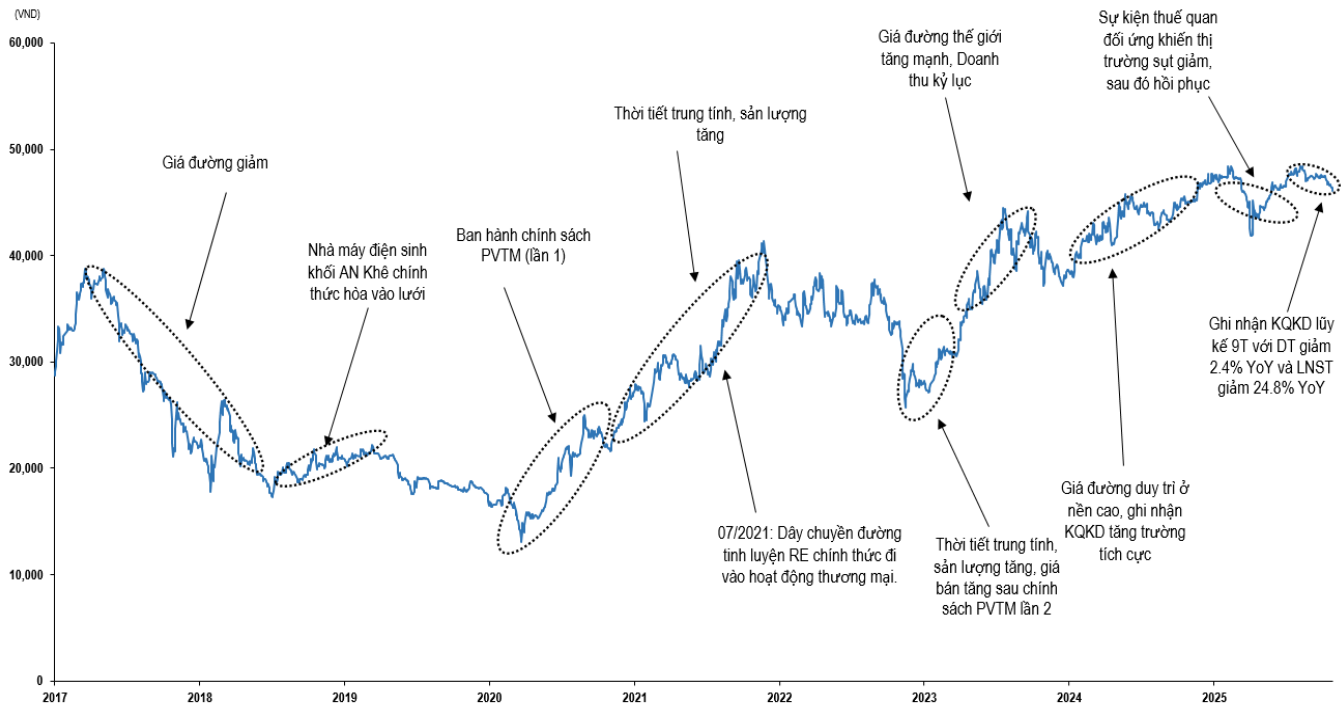
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của QNS



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	10,266	12,052	13,809	14,464	15,292
Tài sản ngắn hạn	6,090	8,093	10,011	10,755	11,710
Tiền và tương đương tiền	203	289	539	641	1,183
Đầu tư TC ngắn hạn	4,296	6,165	7,299	7,511	8,177
Các khoản phải thu	587	661	810	871	889
Hàng tồn kho	844	816	947	958	1,324
Tài sản ngắn hạn khác	160	162	416	774	137
Tài sản dài hạn	4,176	3,959	3,798	3,709	3,582
Tài sản cố định ròng	3,914	3,666	3,454	3,303	3,142
Tài sản đầu tư	33	53	82	106	133
Tài sản dài hạn khác	262	293	344	406	440
Tổng nợ	2,802	3,472	3,806	3,664	3,704
Nợ ngắn hạn	2,750	3,281	3,626	3,484	3,524
Khoản phải trả	479	456	464	451	470
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,896	2,411	2,714	2,659	2,713
Khác	375	414	448	374	341
Nợ dài hạn	52	191	180	180	180
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
Khác	52	191	180	180	180
Vốn chủ sở hữu	7,465	8,581	10,002	10,800	11,588
Vốn góp chủ sở hữu	3,569	3,569	3,676	3,676	3,676
Quỹ đầu tư và phát triển	354	354	529	529	529
Vốn khác	(159)	(120)	(55)	17	79
Lợi nhuận giữ lại	3,701	4,778	5,852	6,578	7,304
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0
*Nợ vay	1,896	2,411	2,714	2,659	2,713
*Nợ ròng (tiền)	(2,603)	(4,043)	(5,124)	(5,493)	(6,647)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	1,385	2,408	2,033	1,607	2,353
Lợi nhuận ròng	1,287	2,183	2,377	2,054	2,023
Khấu hao TSCĐ	490	445	444	434	446
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(159)	(311)	(234)	(300)	(327)
Thay đổi vốn lưu động	(276)	(62)	(538)	(566)	226
Thay đổi khác	43	153	(16)	(15)	(15)
Tiền từ HĐ đầu tư	(322)	(1,782)	(1,153)	(219)	(651)
Thay đổi tài sản cố định	(102)	(219)	(250)	(307)	(312)
Thay đổi tài sản đầu tư	(373)	(1,869)	(1,134)	(212)	(666)
Khác	153	306	231	300	327
Tiền từ HĐ tài chính	(1,041)	(539)	(632)	(1,287)	(1,160)
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	282	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(136)	515	302	(55)	54
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(904)	(1,055)	(1,216)	(1,232)	(1,214)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	22	87	248	101	542
Tổng tiền đầu năm	179	203	289	539	641
Thay đổi trong kỳ giá	2	(1)	2	1	-
Tổng tiền cuối năm	203	289	539	641	1,183

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

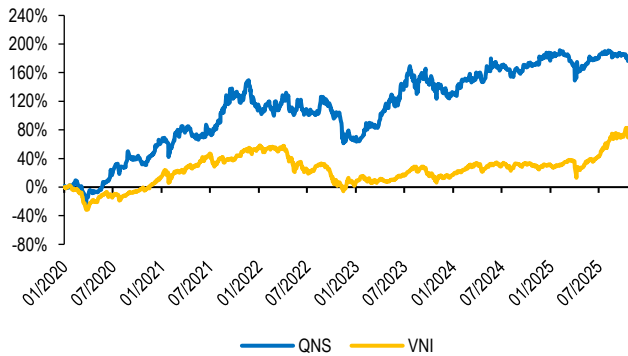
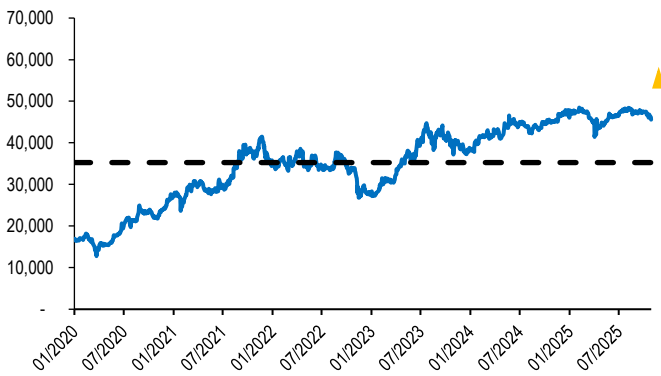
Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	8,255	10,021	10,243	10,014	10,221
Tăng trưởng (%)	12.5	21.4	2.2	-2.2	2.1
Giá vốn hàng bán	(5,796)	(6,670)	(6,759)	(6,622)	(6,923)
Lợi nhuận gộp	2,459	3,351	3,484	3,392	3,298
Biên lợi nhuận gộp (%)	29.8	33.4	34.0	33.9	32.3
Chi phí BH & QLDN	(1,100)	(1,196)	(1,104)	(1,402)	(1,380)
LN từ HĐKD	1,359	2,155	2,380	1,990	1,918
Tăng trưởng (%)	3.3	58.6	10.4	(16.4)	(3.6)
Biên LN từ HĐKD (%)	16.5	21.5	23.2	19.9	18.8
LN khác	146	293	265	292	330
Thu nhập tài chính	191	341	262	331	358
Chi phí tài chính	(84)	(139)	(96)	(134)	(124)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(83)	(136)	(94)	(133)	(122)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	39	91	99	95	96
LNTT	1,505	2,447	2,645	2,282	2,248
Thuế TNDN	(219)	(263)	(268)	(228)	(225)
LNST	1,286	2,184	2,377	2,054	2,023
Tăng trưởng (%)	2.6	69.6	8.9	(13.6)	(1.5)
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.6	21.8	23.2	20.5	19.8
LNST cổ đông công ty mẹ	1,286	2,184	2,377	2,054	2,023
Lợi ích CĐTTS	0	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	1,588	2,583	2,739	2,415	2,370
Tăng trưởng (%)	5.5	62.7	6.0	(11.8)	(1.9)
Biên LN (%)	19.2	25.8	26.7	24.1	23.2
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	2,078	3,028	3,183	2,849	2,816
Tăng trưởng (%)	5.0	45.7	5.1	(10.5)	(1.2)
Biên LN (%)	25.2	30.2	31.1	28.5	27.6

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	4,226	7,172	7,680	6,518	6,419
BPS (đồng)	24,766	28,468	32,650	34,603	37,128
PER (x)	8.5	6.4	6.5	8.6	8.7
PBR (x)	1.4	1.6	1.5	1.6	1.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	70.3	48.3	51.2	60.0	60.0
Lãi cổ tức (%)	2.5	2.3	2.4	2.2	2.2
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	25.2	30.2	31.1	28.5	27.6
Biên LN từ HĐKD (%)	16.5	21.5	23.2	19.9	18.8
Biên LNST (%)	15.6	21.8	23.2	20.5	19.8
ROA (%)	12.5	18.1	17.2	14.2	13.2
ROE (%)	17.2	25.5	23.77	19.0	17.5
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	25.4	28.1	27.1	24.6	23.4
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(125.3)	(133.5)	(161.0)	(192.8)	(236.0)
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	163.6	196.7	216.2	234.0	265.6
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	19.1	19.0	29.1	18.2	19.4
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	25.9	25.5	23.6	23.9	25.3
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	55.5	52.1	61.6	83.4	82.6
Số ngày khoản phải thu (ngày)	21.5	22.7	26.2	30.6	31.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (QNS VN)**Giá cổ phiếu****Giá mục tiêu**

Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
14/06/2023 (BC lần đầu)	MUA	55,700	17.7	32.5/4.2
09/11/2023 (BC cập nhật)	MUA	64,200	54.5	21.5/102.6
27/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	63,500	33.9	23.1/46.0
03/11/2025 (BC cập nhật)	MUA	56,000	20.1	15.5/35.1

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam**Cổ phiếu**

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599