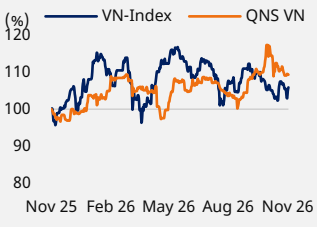
MIRAE ASSET
Securities

Equity Research
5/11/2026

(Cập nhập)	Tăng tỷ trọng
Giá mục tiêu (VND)	58,400
Thị giá (4/11/2026, VND)	49,400
Lợi nhuận kỳ vọng	18.2%

Lợi nhuận HĐKD (26F, tỷ đồng)	1,882
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (26F, %)	0.2%
Kỳ vọng thị trường (26F, %)	-
P/E (26F, x)	9.5
P/E thị trường (x)	10.8
VNIndex	1,700
Vốn hóa (tỷ đồng)	18,493
SLCP đang lưu hành (triệu)	312
% tự do chuyển nhượng (%)	61.2
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	9.3
Beta (12T)	0.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	39,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	53,100

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	1.4	11.7	8.8
Tương đối	2.6	16.6	4.1



CTCP Chứng Khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên
nguyen.nhb@miraeasset.com.vn

QNS • Hàng tiêu dùng

CTCP Đường Quảng Ngãi

Trụ cột cũ, kỳ vọng mới

Cập nhập KQKD

Trong Q3/2026 QNS ghi nhận doanh thu đạt 3,1 nghìn tỷ đồng (+14,5% CK) và LNST đạt 450 tỷ đồng (+18,1% CK). Biên lợi nhuận gộp tăng 2,9%p CK lên 35,4%, với sự cải thiện ở cả mảng sữa đậu nành và đường. Trong đó mảng sữa là động lực tăng trưởng chính, với mức tăng doanh thu/lợi nhuận gộp đạt 23,9%/33,6 CK. Biên gộp mảng sữa cũng mở rộng lên 48,3% từ mức 44,8% cùng kì. Song song với tăng trưởng doanh thu, chi phí bán hàng và quản lý tăng 35,4% CK, thu hẹp mức tăng lợi nhuận hoạt động (+10.6% CK). Lợi nhuận trong kì cũng được hỗ trợ từ thu nhập tài chính ròng, đạt 98 tỷ đồng (+89.6% CK; tương đương khoảng 18.5% LNTT).

Lũy kế 9 tháng đầu năm, QNS khi nhận doanh thu đạt 9,1 nghìn tỷ đồng (+15.9% CK) và lợi nhuận ròng đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (+6.7% YoY) tương ứng với tỷ lệ hoàn thành 87%/93% mục tiêu doanh thu/lợi nhuận ròng 2026.

Triển vọng

Sau KQKD 9T26 tích cực của mảng sữa đậu nành và đà phục hồi gần đây của giá đường, chúng tôi nâng dự báo doanh thu QNS trong giai đoạn FY26–28. Đồng thời, giả định chi phí hoạt động cũng được điều chỉnh tăng, phản ánh việc QNS đẩy mạnh quảng cáo, khuyến mại và trưng bày để hỗ trợ các sản phẩm sữa đậu nành mới. Theo đó, chi phí bán hàng và quản lý dự kiến tăng lên 2,4 nghìn tỷ đồng trong FY26 và duy trì ở mức cao trong FY27–28. Biên lợi nhuận hoạt động FY26 dự kiến đạt 15,3%, trước khi cải thiện nhẹ trong các năm sau nhờ quy mô doanh thu tăng. Trong FY26, doanh thu dự kiến đạt 12.287 tỷ đồng (+16,2% CK) với LNST đi ngang cùng kì, đạt 1.920 tỷ đồng.

Trong trung hạn, sữa đậu nành tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của QNS nhờ biên lợi nhuận cao, nhu cầu ổn định và dư địa mở rộng tại thị trường trong nước. Sau mức tăng mạnh trong FY26, tăng trưởng doanh thu FY27 dự kiến sẽ bình ổn hơn do nền so sánh cao, nhưng dư địa phát triển sản phẩm và mở rộng tiêu thụ vẫn còn đáng kể. Đối với mảng đường, đà phục hồi của giá bán là tín hiệu tích cực; tuy nhiên, dự báo hiện chỉ phản ánh mức cải thiện biên lợi nhuận nhẹ trong khi chờ xu hướng giá trở nên rõ ràng và bền vững hơn. Theo đó, doanh thu FY27 dự kiến đạt 12.942 tỷ đồng (+5,3% CK) và LNST đạt 1.955 tỷ đồng (+1,8% CK).

Nâng giá mục tiêu lên 58.400 (+18.2% upside)

Chúng tôi cập nhập GMT khi chuyển cơ sở định giá DCF sang 2027. Giá mục tiêu mới tương ứng 9,3x PE forward 2027 (+15% sv TB 5 năm). Đáng chú ý, giá đường trong nước đã phục hồi 24% kể từ T8/2026, lên khoảng 20.000 đồng/kg, theo đà tăng của giá đường thế giới và tồn kho nội địa ở mức thấp. Nếu duy trì, mặt bằng giá này có thể hỗ trợ biên lợi nhuận mảng đường và cải thiện định giá kỳ vọng cho QNS.

FY (31/12)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	10,243	10,575	12,287	12,942	13,666
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	2,381	1,920	1,882	1,985	2,187
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	23.2	18.2	15.3	15.3	16.0
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2,377	1,916	1,920	1,955	2,127
EPS (VND)	7,615	6,140	6,152	6,264	6,815
ROE (%)	25.6	18.6	17.4	16.4	16.6
P/E (x)	7.7	9.5	9.5	9.3	8.6
P/B (x)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
Lợi suất cổ tức (%)	5.7	5.8	5.1	5.1	5.1

Ghi chú: lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ
Nguồn: dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research ước tính

Please see analyst certifications and important disclosures & disclaimers in Appendix 1 at the end of the report.

Cập nhập KQKD và triển vọng

Tăng trưởng mảng sữa đến từ cả sản lượng và cơ cấu sản phẩm

Doanh thu đạt 1.634 tỷ đồng (+23,9% CK), với sản lượng tăng 16% và giá bán bình quân tăng 6%. Giá bán cải thiện phản ánh tỷ trọng gia tăng của các sản phẩm cao cấp trong cơ cấu doanh thu. Cùng với cơ cấu sản phẩm thuận lợi hơn, biên lợi nhuận gộp tăng 3,5%p CK lên 48,3%, đưa lợi nhuận gộp lên 789 tỷ đồng (+33,6% CK), tương đương 72,6% tổng lợi nhuận gộp của QNS. Mảng này cũng đóng góp 48% lợi nhuận trước thuế hợp nhất, so với khoảng 30% của mảng đường.

Trong năm, QNS đã phát triển thêm bốn sản phẩm thuộc phân khúc trung và cao cấp, có biên lợi nhuận gộp cao hơn 3–5%p so với các dòng cũ. Vinasoy duy trì vị thế dẫn đầu thị phần sữa hạt (>90%) với ước tính thị phần gia tăng khoảng 1-2% trong nửa đầu năm.

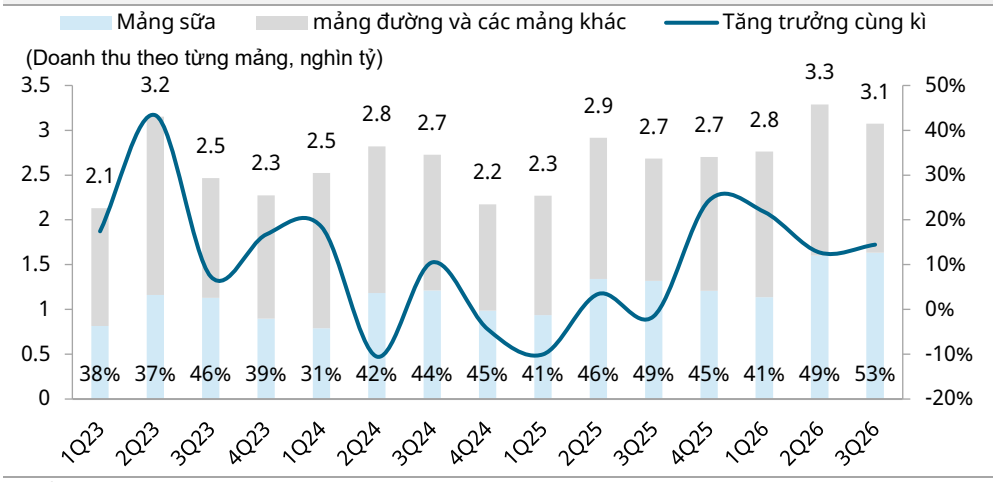
Để phát triển các dòng sản phẩm mới, chi phí hoạt động cũng gia tăng đáng kể. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý theo đó tăng lên 21,8% doanh thu trong 3Q26 (+4,0%p sv quý trước; +3,4%p CK), chủ yếu do chi phí khuyến mại (+67.3% CK) và hoa hồng (+199.5% CK). Chi tiết được trình bày trong bảng dưới.

Hình 1: Cập nhập kết quả kinh doanh Q3/2026

(Tỷ đồng)								Thay đổi (%)	
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Sv 2Q/26	Svck
Doanh thu	**2,269**	**2,918**	**2,685**	**2,703**	**2,763**	**3,289**	**3,073**	**-6.6**	**14.5**
Mảng đường	734	955	947	994	934	1,031	871	-15.5	-8.0
Mảng sữa	937	1,341	1,318	1,209	1,139	1,601	1,634	2.0	23.9
Thành Phát	360	545	510	402	428	473	521	10.1	2.1
Các mảng khác	544	549	336	435	622	575	481	-16.3	43.1
Các khoản loại trừ	-305	-472	-426	-338	-359	-391	-433	10.7	1.7
Lợi nhuận gộp	**739**	**963**	**871**	**952**	**888**	**1,169**	**1,086**	**-7.1**	**24.7**
Mảng đường	177	213	191	190	150	200	191	-4.6	0.2
Mảng sữa	398	581	591	649	557	760	789	3.8	33.6
Thành Phát	8	11	13	10	11	14	14	6.2	7.7
Các mảng khác	157	163	79	107	174	200	94	-53.0	18.5
Các khoản loại trừ	-2	-4	-3	-4	-3	-5	-2	-56.6	-30.0
Chi phí hoạt động	**-337**	**-393**	**-495**	**-379**	**-509**	**-585**	**-671**	**14.7**	**35.4**
Nhân viên	-118	-127	-146	-39	-131	-163	-144	-11.8	-1.2
Quảng cáo	-19	-32	-79	-5	-30	-18	-80	348.7	2.1
Khuyến mãi	-64	-119	-95	-179	-171	-160	-158	-1.3	67.3
Trưng bày	-44	31	-51	32	-51	11	-58	n.m	14.4
Hoa hồng	-4	-26	-25	-36	-16	-80	-74	-8.2	199.5
Vận chuyển và các chi phí khác	-88	-120	-99	-152	-110	-175	-157	-10.3	58.6
Lợi nhuận hoạt động	**402**	**570**	**376**	**573**	**379**	**584**	**416**	**-28.9**	**10.6**
Lợi nhuận trước thuế	438	621	441	713	447	663	529	-20.2	20.1
Lợi nhuận ròng	**392**	**546**	**381**	**598**	**391**	**566**	**450**	**-20.5**	**18.1**
Chỉ số tài chính (%)									
Biên gộp	**32.5**	**33.0**	**32.4**	**35.2**	**32.1**	**35.6**	**35.4**	**-0.2%p**	**+2.9%p**
Mảng đường	24.1	22.3	20.1	19.1	16.0	19.4	21.9	+2.5%p	+1.8%p
Mảng sữa	42.5	43.3	44.8	53.7	48.9	47.4	48.3	+0.8%p	+3.5%p
Thành Phát	2.2	2.0	2.6	2.4	2.5	2.9	2.8	-0.1%p	+0.1%p
Các mảng khác	28.9	29.6	23.6	24.6	27.9	34.8	19.6	-15.3%p	-4.1%p
Chi phí hoạt động/doanh thu	**14.8**	**13.5**	**18.4**	**14.0**	**18.4**	**17.8**	**21.8**	**+4.0%p**	**+3.4%p**
Chi phí phát triển dòng SP mới	5.8	5.0	9.3	7.0	9.7	7.5	12.1	+4.5%p	+2.8%p
Biên lợi nhuận hoạt động	**17.7**	**19.5**	**14.0**	**21.2**	**13.7**	**17.8**	**13.5**	**-4.2%p**	**-0.5%p**
Biên lợi nhuận trước thuế	19.3	21.3	16.4	26.4	16.2	20.2	17.2	-2.9%p	+0.8%p
Biên lợi nhuận ròng	**17.3**	**18.7**	**14.2**	**22.1**	**14.2**	**17.2**	**14.6**	**-2.6%p**	**+0.4%p**

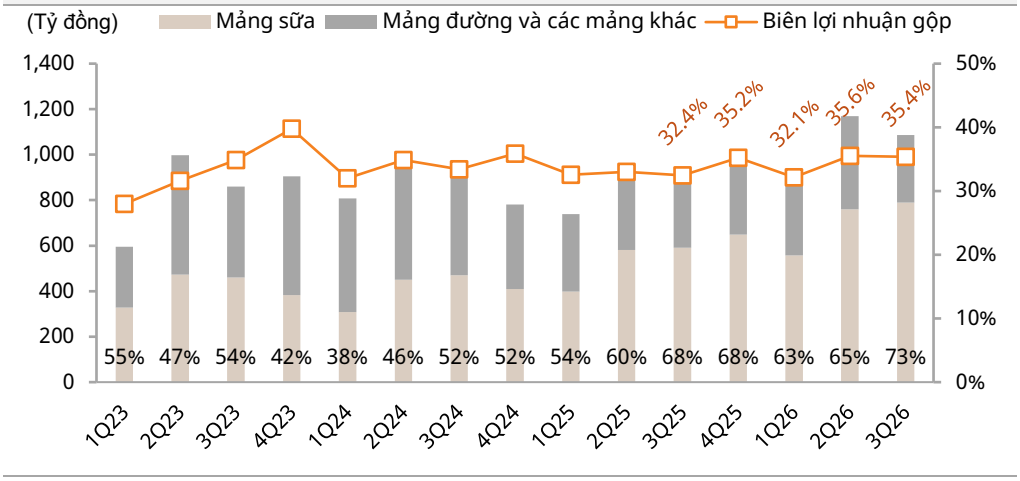
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 2: Doanh thu QNS trong 9T2026 duy trì mức tăng 15,9% CK dù mảng đường suy yếu nhờ tăng trưởng mảng sữa (+21.6% CK)



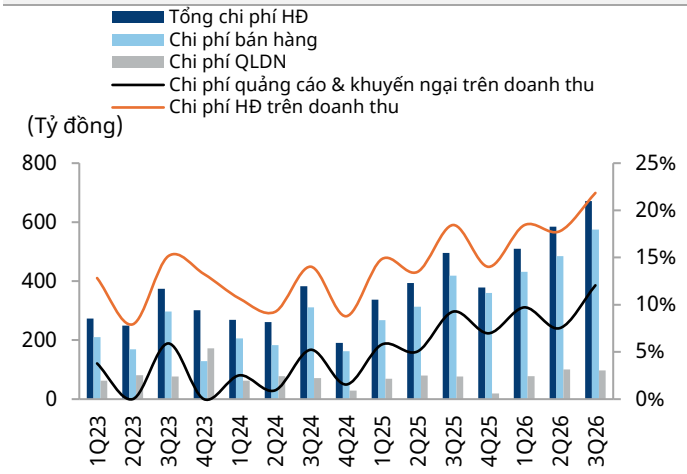
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 3. Biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện nhờ tỷ trọng đóng góp gia tăng của mảng sữa

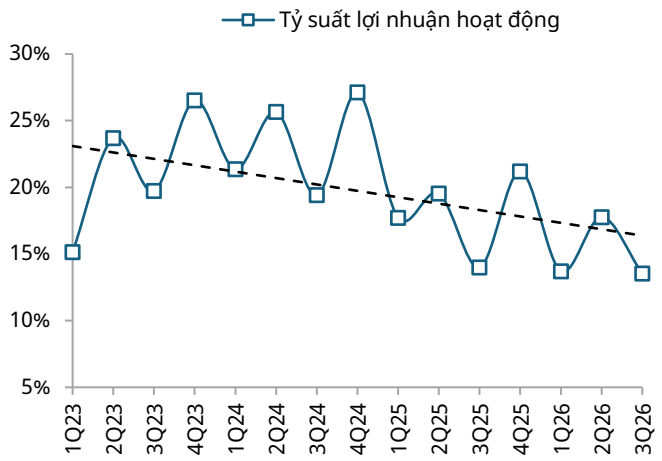


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 4. Chi phí phát triển các dòng sản phẩm sữa mới cũng tăng mạnh, đạt mức cao nhất trong giai đoạn gần đây



Hình 5. Do đó, tỷ suất lợi nhuận hoạt động chưa cải thiện tương ứng với phần tăng từ biên gộp



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Chu kỳ giá đường mở ra kì vọng mới

Mảng đường chưa đóng góp vào tăng trưởng chung của QNS trong 3Q26, với doanh thu giảm 8,0% CK. Dù vậy, biên lợi nhuận gộp cũng có sự cải thiện lên 21,9% (+2,5%p sv quý trước; +1,8%p CK) cho thấy áp lực từ giá đường đã giảm bớt so với giai đoạn cùng kì. Trong thời gian tới, chúng tôi nhận thấy triển vọng mảng đường có thể cải thiện, dựa trên đà phục hồi gần đây của giá đường và khả năng giai đoạn 2026–27 bước vào Super El Niño. Kịch bản này có thể tạo thêm áp lực lên nguồn cung đường thế giới và hỗ trợ giá đường phục hồi bền vững hơn.

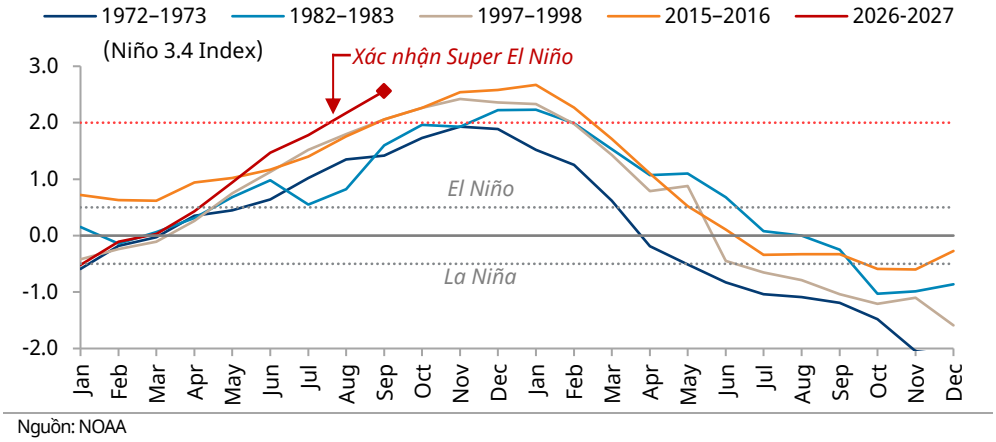
Giá đường thế giới ghi nhận mức tăng 24.6% trong giai đoạn 15.08 -30.10, với xu hướng tăng ghi nhận tại hầu hết các thị trường xuất khẩu lớn. Theo báo cáo Tổ chức Đường Quốc tế (International Sugar Organization - ISO), mức tăng nhanh trong thời gian qua đến từ việc thị trường đánh giá lại rủi ro thiếu hụt nguồn cung trong 1-2 năm tới theo các kịch bản thời tiết cực đoan cũng như hoạt động mua vào của quỹ đầu cơ. Trong nước, giá đường cũng ghi nhận xu hướng tăng tương tự, với mức tăng 22–24% kể từ T8, hiện đạt khoảng 19.000–20.000 đồng/kg.

Hiện tượng Super El Niño 2026–27 làm gia tăng rủi ro đến nguồn cung đường. El Niño hiện đã hình thành và được dự báo tiếp tục mạnh lên đến cuối năm 2026. Về cơ chế, El Niño làm thay đổi hoàn lưu khí quyển trên Thái Bình Dương, qua đó làm tăng nguy cơ thiếu mưa tại Nam Á và Đông Nam Á. FAO xác định Ấn Độ, Thái Lan và Việt Nam nằm trong nhóm khu vực có rủi ro hạn hán nông nghiệp cao hơn trong chu kỳ này. Đối với cây mía, tác động tập trung tại các vùng canh tác phụ thuộc nước mưa, đặc biệt là Đông Bắc Thái Lan. Khu vực này cùng với Ấn Độ là các nguồn cung lớn của thị trường châu Á, rủi ro suy giảm sản lượng tại hai quốc gia này có thể làm thắt chặt nguồn đường xuất khẩu trong niên vụ 2026/27. Từ đó, chúng tôi cho rằng El Niño sẽ tạo nền giá thuận lợi hơn cho thị trường trong khu vực và gián tiếp hỗ trợ giá đường trong nước.

Tuy nhiên, tác động có thể diễn ra với độ trễ, do nguồn cung hiện tại vẫn tương đối dồi dào. Trong 2026, sản lượng đường thế giới ước đạt mức cao 189,3 triệu tấn (+4,7% CK), so với mức tăng nhẹ của tiêu thụ (181.3 triệu tấn, +0.9% CK). Thị trường dự kiến thặng dư khoảng 8,0 triệu tấn hay 4,5% nhu cầu tiêu thụ bình quân 2022–25, đủ để đối ứng với nhu cầu tiêu thụ trong ngắn hạn. Vì vậy, đà tăng gần đây của giá đường chủ yếu phản ánh trước rủi ro nguồn cung và cần thêm cơ sở để xác nhận một xu hướng phục hồi bền vững.

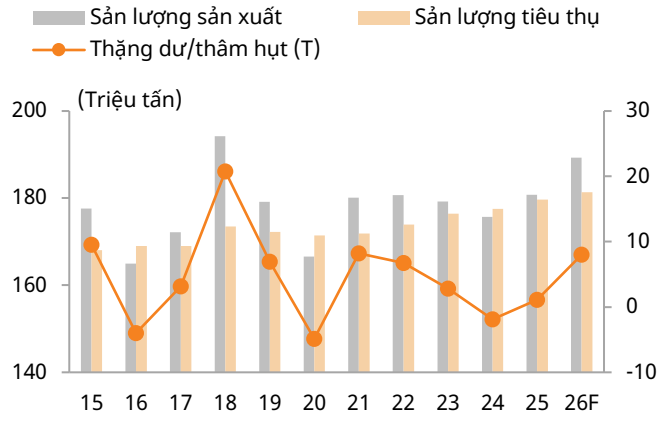
Đối với Việt Nam, thị trường trong nước vẫn thiếu hụt nguồn cung khi sản lượng nội địa chưa đáp ứng đủ nhu cầu và phụ thuộc nhập khẩu. Vì vậy, giá trong nước có mức độ liên thông với giá thế giới, giả định nguồn đường nhập lậu không làm thay đổi đáng kể cán cân cung cầu. Trong ngắn hạn, 3Q–4Q là giai đoạn tồn kho trong nước xuống thấp theo chu kỳ thu hoạch/ép mía, và việc bổ sung nguồn cung sẽ phụ thuộc nhập khẩu. Do đó, việc giá đường thế giới duy trì cao được kì vọng sẽ tiếp tục truyền đến giá trong nước. Sau cập nhập, chúng tôi phản ánh sự cải thiện của mảng đường trong 4Q26. Đối với 2027, dự báo hiện tại chỉ giả định mức cải thiện nhẹ do các yếu tố bất định nêu trên. Tuy nhiên, diễn biến gần đây cho thấy dự báo vẫn có dư địa điều chỉnh tăng.

Hình 6. Super El Niño đã hình thành, với rủi ro làm giảm nguồn cung đường trong 2027

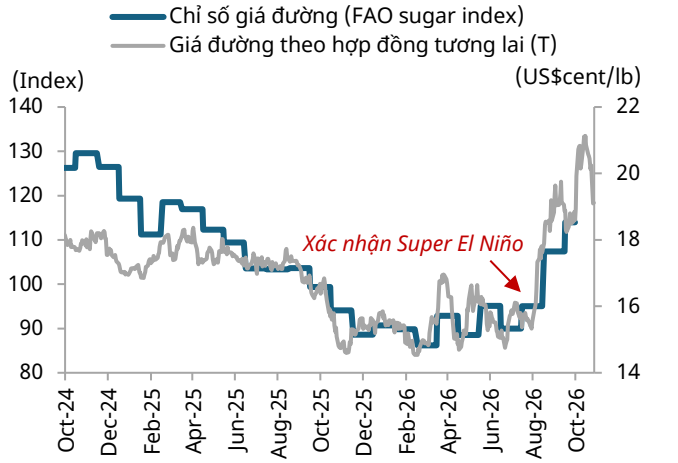


Nguồn: NOAA

Hình 7. Cung cầu đường thế giới vẫn nghiêng về thặng dư; tác động giảm nguồn cung (nếu có), sẽ cần thời gian để phản ánh

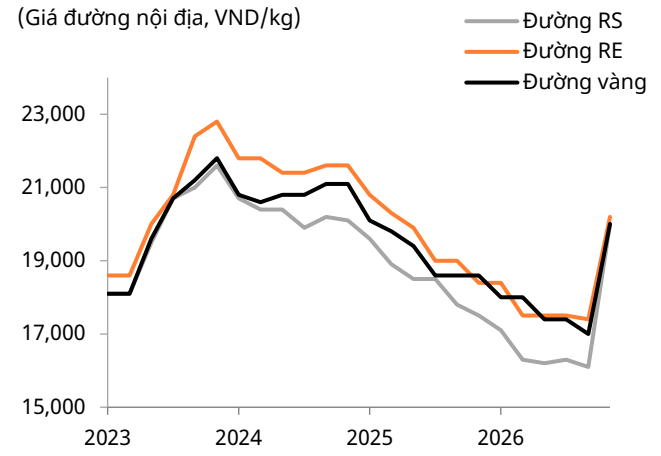


Hình 8. Giá đường thế giới đang đi trước xu hướng này

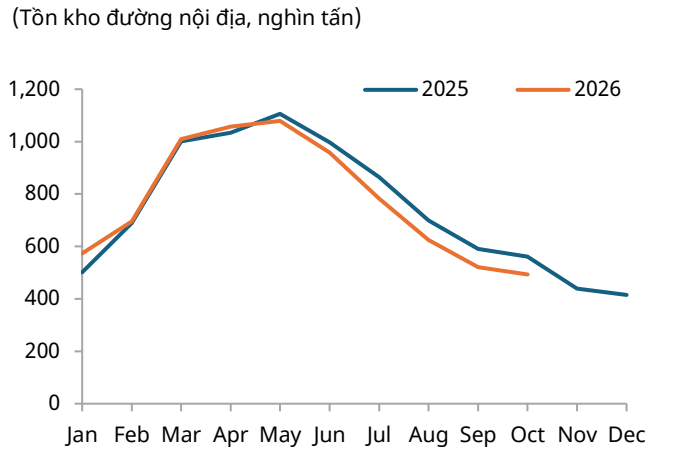


Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research ước tính

Hình 9. Truyền dẫn qua đường nhập khẩu, giá đường nội địa cũng tăng mạnh, đạt 22-24% trong GĐ từ giữa T8 đến T10



Hình 10. Giá đường nội địa dự kiến sẽ bám sát xu hướng thế giới trong Q4 khi tồn kho đang ở mức thấp trong GĐ giáp vụ



Nguồn: Agromonitor

Hình 11. Cung cầu đường nội địa và tồn kho

('000 ton)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F
Tồn kho đầu kì (a)	**299**	**1,001**	**997**	**590**	**450**	**1,010**	**958**	**521**	**299**	**450**
Sản xuất nội địa (b)	888	378	0	108	910	390	0	70	1,374	1,370
Nhập khẩu (c)	410	329	377	464	316	414	351	407	1,580	1,488
Nhập khẩu chính ngạch	159	78	152	214	145	97	152	220	603	614
Đường lỏng (HFCS) quy đổi	67	50	54	60	52	66	57	63	231	238
Nhập khẩu tiểu ngạch	184	201	171	190	119	251	142	124	746	636
Xuất khẩu (d)	6	17	19	42	6	21	18	18	84	63
Tổng cung trong kì (e = b + c – d)	**1,292**	**690**	**358**	**530**	**1,220**	**783**	**333**	**459**	**2,870**	**2,795**
Tiêu thụ nội địa (f)	**590**	**694**	**765**	**670**	**660**	**835**	**770**	**695**	**2,719**	**2,960**
Thặng dư/thâm hụt (g)	702	-4	-407	-140	560	-52	-437	-236	151	-165
Tồn kho cuối kì (h = a + g)	**1,001**	**997**	**590**	**450**	**1,010**	**958**	**521**	**285**	**450**	**285**
Giá đường nội địa (VND/kg)	**19.25**	**18.5**	**18.15**	**17.65**	**16.7**	**16.25**	**16.2**	**20.0**	**18.4**	**17.3**

Nguồn: Agromonitor, Mirae Asset Research ước tính

Dự báo và định giá

Cập nhập dự phóng

Với KQKD mảng sữa đậu nành 9T26 cao hơn kỳ vọng và giá đường bắt đầu phục hồi, chúng tôi nâng dự báo doanh thu FY26–28 thêm 18,6–20,4%. Đồng thời, giả định chi phí bán hàng và quản lý cũng được điều chỉnh tăng, phản ánh xu hướng chi phí gần đây và nhu cầu tiếp tục đầu tư cho các sản phẩm mới của Vinasoy trong giai đoạn 2027–28. Cập nhập thông tin sau kết quả kinh doanh, ban lãnh đạo QNS cho biết sức tiêu thụ hàng FMCG trong thời gian qua vẫn tăng chậm và sản lượng toàn ngành chưa phục hồi rõ rệt; do đó, QNS sẽ cần duy trì chi phí bán hàng và khuyến mại để hỗ trợ các sản phẩm mới.

Chi phí phát triển sản phẩm mới dự kiến duy trì ở mức cao và hạn chế dư địa cải thiện biên lợi nhuận hoạt động. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận hoạt động giảm từ 18,2% trong năm 2025 xuống 15,3% trong năm 2026 và duy trì mức này trong năm 2027. Biên lợi nhuận dự kiến phục hồi từ năm 2028, khi tăng trưởng doanh thu bắt đầu chuyển hóa thành hiệu quả hoạt động. Sau cập nhập, chúng tôi dự báo doanh thu 2026 đạt 12.287 tỷ đồng (+16,2% CK) với LNST đi ngang cùng kì, đạt 1.920 tỷ đồng.

Cho năm 2027, triển vọng mảng đường được kỳ vọng cải thiện nhờ giá trong nước phục hồi. Tuy nhiên, do động lực của xu hướng tăng giá gần đây chưa đủ cơ sở để xác nhận tính bền vững, chúng tôi mới chỉ giả định biên lợi nhuận của mảng cải thiện nhẹ. Theo kịch bản cơ sở, dự báo doanh thu năm 2027 đạt 12.942 tỷ đồng (+5,3% CK) và LNST đạt 1.955 tỷ đồng (+1,8% CK).

Hình 12: Dự báo sau cập nhập

(Tỷ đồng)	Dự báo mới			Dự báo cũ			Thay đổi		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Doanh thu	12,287	12,942	13,666	10,206	10,799	11,524	20.4%	19.8%	18.6%
Lợi nhuận HĐ	1,882	1,985	2,187	2,059	2,346	2,588	-8.6%	-15.4%	-15.5%
Lợi nhuận ròng	1,920	1,955	2,127	1,784	2,032	2,242	7.6%	-3.8%	-5.1%

Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

Hình 13: Dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2026-28

(VNDbn)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	2,269	2,918	2,685	2,703	2,763	3,289	3,073	3,162	10,575	12,287	12,942	13,666
Mảng đường	734	955	947	994	934	1,031	871	958	3,630	3,794	4,067	4,279
Mảng sữa	937	1,341	1,318	1,209	1,139	1,601	1,634	1,600	4,805	5,973	6,243	6,696
Các mảng khác	598	622	420	499	691	657	569	604	2,140	2,520	2,632	2,692
Lợi nhuận gộp	739	963	871	952	888	1,169	1,086	1,147	3,525	4,290	4,471	4,757
Mảng đường	177	213	191	190	150	200	191	211	771	752	863	917
Mảng sữa	398	581	591	649	557	760	789	779	2,219	2,885	3,029	3,254
Các mảng khác	163	169	90	113	181	209	107	156	535	653	578	586
Lợi nhuận hoạt động	402	570	376	573	379	584	416	503	1,920	1,882	1,985	2,187
Lợi nhuận trước thuế	438	621	441	713	447	663	529	603	2,212	2,242	2,283	2,484
Lợi nhuận ròng	392	546	381	598	391	566	450	513	1,916	1,920	1,955	2,127

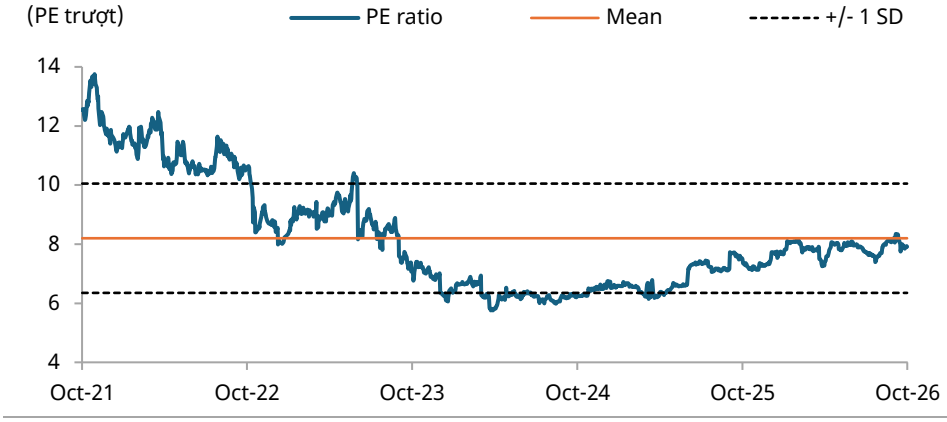
Source: Mirae Asset Research estimates

Định giá

Chúng tôi tiếp tục định giá QNS theo phương pháp chiết khấu dòng tiền với giả định WACC 13.6% và tốc độ tăng trưởng cuối 1.0%. Sau khi chuyển cơ sở định giá sang FY27, giá mục tiêu được nâng lên 58.400 đồng/cổ phiếu, tương ứng dư địa tăng giá 18,2%. Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Giá mục tiêu này tương ứng với mức PE forward 2027 9,3x, cao hơn 15% sv. trung bình 5 năm. Mức định giá cao hơn lịch sử phản ánh kì vọng tăng trưởng của Vinasoy và tiềm phục hồi lợi nhuận tại mảng đường.

Hình 14: Biến động định giá P/E trong giai đoạn 5 năm



Source: Bloomberg

Hình 15: Định giá chiết khấu dòng tiền

Giả định	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng cuối	**1.0%**
WACC	**13.6%**
Tỷ trọng nợ vay	25.2%
Thuế suất	14.4%
Chi phí nợ vay	9.0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	**15.6%**
Lãi suất phi rủi ro	*5.4%*
Beta	*1.29*
Phần bù rủi ro	*7.9%*

FCFF	2026	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Giá trị cuối
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	1,882	1,985	2,187	2,376	2,498	2,603	
Thuế	-270	-285	-314	-341	-359	-374	
Lợi nhuận hoạt động sau thuế	1,611	1,700	1,873	2,034	2,139	2,229	
(+) Khấu hao	463	508	553	804	988	1,140	
(–) Chi phí đầu tư	-1,019	-1,417	-1,505	-911	-952	-1,021	
(+/–) Thay đổi vốn lưu động	13	-282	-286	-315	-357	-392	
Dòng tiền tự do	1,068	509	635	1,612	1,818	1,955	15,656
Hệ số chiết khấu		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	5.0
Giá trị hiện tại của DTTD		**448**	**492**	**1,099**	**1,091**	**1,033**	**8,270**

Tổng hợp định giá	Giá trị
Giai đoạn dự phóng	4,248
Giá trị cuối kỳ	8,999
Giá trị doanh nghiệp	**13,248**
(+) Tiền & ĐTTC	5,802
(-) Nợ	-4,158
(+) Đầu tư	1,741
Giá trị vốn chủ sở hữu	**18,235**
Số cổ phiếu đang lưu hành	312.1
Giá mục tiêu	**58,400**

Ghi chú: Số lượng cổ phiếu lưu hành loại trừ cổ phiếu quỹ
Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

Tốc độ tăng trưởng cuối \ Lãi suất phi rủi ro	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%	6.4%
0.0%	58,800	57,500	56,200	55,100	53,900
0.5%	60,000	58,600	57,300	56,000	54,900
1.0%	61,300	59,800	**58,400**	57,100	55,800
1.5%	62,800	61,200	59,700	58,200	56,900
2.0%	64,300	62,600	61,000	59,500	58,100

CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS VN)

Báo cáo tài chính (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**10,575**	**12,287**	**12,942**	**13,666**
Giá vốn hàng bán	-7,050	-7,997	-8,472	-8,910
Lợi nhuận gộp	**3,525**	**4,290**	**4,471**	**4,757**
Chi phí bán hàng & QLDN	-1,604	-2,409	-2,485	-2,570
EBIT	**1,920**	**1,882**	**1,985**	**2,187**
Lợi nhuận HĐKD	1,920	1,882	1,985	2,187
Lợi nhuận ngoài hoạt động	**292**	**360**	**298**	**297**
Thu nhập tài chính ròng	195	329	298	297
Lợi nhuận liên doanh liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	97	31	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**2,212**	**2,242**	**2,283**	**2,484**
Thuế TNDN	-296	-322	-328	-357
Lợi nhuận sau thuế	**1,916**	**1,920**	**1,955**	**2,127**
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	1,916	1,920	1,955	2,127
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EBITDA	2,381	2,344	2,493	2,740
FCF	1,744	1,052	515	636
Biên lợi nhuận gộp (%)	33.3	34.9	34.5	34.8
Biên EBITDA (%)	22.5	19.1	19.3	20.0
Biên EBIT (%)	18.2	15.3	15.3	16.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	18.1	15.6	15.1	15.6

Bản cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tài sản ngắn hạn	**10,881**	**12,126**	**12,714**	**13,217**
Tiền và các khoản tương đương tiền	272	943	1,227	1,417
Đầu tư tài chính ngắn hạn	8,132	8,734	8,734	8,734
Phải thu khách hàng	1,076	875	970	1,067
Hàng tồn kho	1,366	1,534	1,741	1,953
Tài sản ngắn hạn khác	35	41	43	45
Tài sản dài hạn	**3,469**	**4,010**	**4,927**	**5,880**
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	53	1,022	1,220	2,674
Tài sản cố định hữu hình	3,141	2,728	3,440	2,939
Tài sản dài hạn khác	275	260	266	267
Tổng tài sản	**14,350**	**16,136**	**17,641**	**19,096**
Nợ ngắn hạn	**3,544**	**4,513**	**4,886**	**5,107**
Phải trả người bán	519	477	501	522
Nợ vay tài chính ngắn hạn	2,536	3,535	3,878	4,073
Nợ ngắn hạn khác	490	501	507	512
Nợ dài hạn	**160**	**160**	**440**	**650**
Nợ vay tài chính dài hạn	0	0	280	490
Nợ dài hạn khác	160	160	160	160
Tổng nợ phải trả	**3,704**	**4,673**	**5,326**	**5,757**
Vốn chủ sở hữu	**10,646**	**11,463**	**12,315**	**13,339**
Vốn cổ phần	3,676	3,676	3,676	3,676
Lợi nhuận chưa phân phối	6,424	7,241	8,093	9,117
Vốn và các quỹ khác	546	546	546	546
Tổng cộng nguồn vốn	**14,350**	**16,136**	**17,641**	**19,096**

Báo cáo chuyển lưu tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền HĐKD	**2,106**	**2,396**	**2,181**	**2,394**
Lợi nhuận sau thuế	1,940	1,920	1,955	2,127
Khấu hao	460	463	508	553
Thay đổi các khoản phải thu	10	4	-53	-59
Thay đổi tồn kho	-42	-168	-207	-212
Thay đổi các khoản phải trả	67	-41	23	22
Thay đổi tài sản ngắn hạn	-20	191	-44	-40
Thay đổi nợ ngắn hạn	-27	11	6	5
Các khoản điều chỉnh khác	-281	15	-7	-1
Dòng tiền hoạt động đầu tư	**-947**	**-1,621**	**-1,417**	**-1,505**
Đầu tư xây dựng cơ bản	-367	-1,019	-1,417	-1,505
Đầu tư tài chính	-833	-602	0	0
Đầu tư vào liên kết liên doanh	0	0	0	0
Cổ tức đã nhận	253	0	0	0
Dòng tiền hoạt động tài chính	**-1,426**	**-104**	**-479**	**-699**
Thay đổi nợ vay ngắn hạn	-177	999	343	194
Thay đổi nợ vay dài hạn	0	0	280	210
Chi cổ tức	-1,248	-1,103	-1,103	-1,103
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Thay đổi khác	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền ròng	**-266**	**670**	**284**	**191**
Số dư đầu kỳ	539	272	943	1,227
Số dư cuối kỳ	273	943	1,227	1,417

Nguồn:Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research ước tính

Định giá và các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

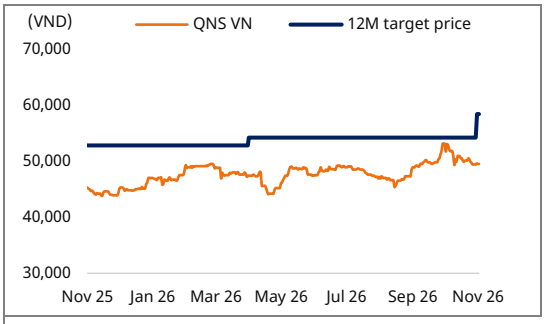
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	9.5	9.5	9.3	8.6
P/CF (x)	12.3	20.4	41.7	33.8
P/B (x)	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	6.6	6.5	6.3	5.8
EPS (VND)	6,140	6,152	6,264	6,815
CFPS (VND)	4,745	2,862	1,401	1,729
BPS (VND)	34,109	36,727	39,458	42,739
DPS (VND)	3,396	3,000	3,000	3,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	65.1	57.4	56.4	51.9
Tỷ suất cổ tức (%)	5.8	5.1	5.1	5.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	3.2	16.2	5.3	5.6
Tăng trưởng EBITDA (%)	-15.7	-1.5	6.3	9.9
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động (%)	-19.3	-2.0	5.5	10.1
Tăng trưởng EPS (%)	-19.4	0.2	1.8	8.8
Vòng quay phải thu (x)	34.8	36.5	33.2	30.4
Vòng quay tồn kho (x)	5.9	5.2	4.9	4.6
Vòng quay phải trả (x)	14.7	20.3	20.3	20.3
ROE (%)	18.6	17.4	16.4	16.6
ROA (%)	13.4	11.9	11.1	11.1
ROIC (%)	41.2	38.2	32.5	32.2
Tiền ròng trên vốn chủ (x)	0.6	0.5	0.5	0.4
Hệ số thanh toán nhanh (x)	2.7	2.3	2.2	2.2
Hệ số thanh toán hiện hành (x)	3.1	2.7	2.6	2.6
Tỉ lệ thanh toán lãi vay	17.3	16.9	9.9	9.1

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS VN)	5/11/2026	Tăng tỷ trọng	58,400
CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS VN)	03/04/2026	Tăng tỷ trọng	54,200
CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS VN)	12/08/2025	Mua	52,800
CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS VN)	09/17/2025	Mua	52,800



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành	
Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.
Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.
Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.
MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)
One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.
Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.
41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Securities (USA) Inc.
810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.
555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM
Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil
Tel: 55-11-2789-2100

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia
Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia
Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.
6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC
7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC
#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd
2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Beijing Representative Office
2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Shanghai Representative Office
38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Ho Chi Minh Representative Office
7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited
Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road,
Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098
India

Tel: 91-22-62661336