

Đường Quảng Ngãi (QNS)

Trung lập (Duy trì)

Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại	VND50.100
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND51.600/43.705
Giá mục tiêu	VND55.100
Giá mục tiêu trước đó	VND53.400
Consensus	-2,5%
Tiềm năng tăng giá	10,0%
Tỷ suất cổ tức	4,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	14,0%

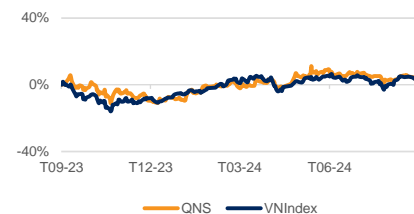
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Trung lập

Thị giá vốn (tr USD)	722,5
FTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,6
Sở hữu NN (tr USD)	262,8
Số CP lưu hành (tr)	367,6
Số CP sau pha loãng (tr)	367,6

	QNS	Ngành	VNI
P/E trượt	7,7x	11,5x	13,2x
P/B hiện tại	1,9x	2,3x	1,7x
ROA	18,0%	14,3%	2,1%
ROE	26,0%	21,0%	13,0%

*dữ liệu ngày 12/3/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
QNS	-1,6	0,4	14,4
VNI Index	5,1	5,0	7,9

Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH MTV TM Thành Phát	15,1%
Võ Thành Đăng	8,4%
Others	76,5%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ 1970, QNS là công ty dẫn đầu trong ngành sữa đậu nành có thương hiệu (chiếm 87% thị phần) với các thương hiệu quen thuộc với người tiêu dùng Việt Nam như Fami, Vinasoy. Công ty cũng là nhà sản xuất đường lớn thứ hai tại Việt Nam.

Biên lợi nhuận gộp mảng sữa phục hồi

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với tiềm năng tăng giá 10% và tỷ suất cổ tức 4,0%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 7,2% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 6,8% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thấp hơn do thay đổi dự phóng EPS 2025-26 và chuyển mô hình định giá sang năm 2025.
- Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của QNS ở mức hợp lý, do dự phóng giá đường giảm nhẹ và lợi LN ròng đi ngang trong năm 2025.

Tiêu điểm tài chính

- DT Q4/24 giảm 4,4% svck xuống 2.274 tỷ đồng do DT từ mảng đường giảm 21,6% svck.
- LN năm 2024 vượt dự phóng của chúng tôi khi LN ròng đạt 112,7% kế hoạch cả năm. Q4/23 là mức nền cao do giá đường cao, do đó kết quả Q4/24 bị ảnh hưởng bởi giá đường thấp hơn.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng giảm 3,3% svck trong năm 2025.

Luân điểm đầu tư

Cạnh tranh gay gắt trên thị trường sữa đậu nành

Mặc dù QNS vẫn giữ 87% thị phần trong mảng sữa đậu nành có thương hiệu, sự cạnh tranh từ Vinamilk, TH True Milk và Nutifood cũng đang gia tăng. Các đối thủ này đang mở rộng danh mục sữa có nguồn gốc thực vật và đầu tư mạnh mẽ vào các chiến dịch tiếp thị. Mặc dù QNS cũng đã ra mắt các sản phẩm mới như Fami Green Soy và Veyo, tuy nhiên cũng cần thời gian để đạt được sự đón nhận của người tiêu dùng. Do đó, sản lượng sữa đậu nành dự kiến sẽ tăng ở mức khiêm tốn 4,6% svck trong năm 2025.

Triển vọng giá đường suy yếu

Giá đường thế giới đã giảm 19,4% svck tính đến T3/25 chủ yếu do triển vọng nguồn cung mạnh mẽ từ các nước xuất khẩu lớn như Thái Lan và Ấn Độ. Trong khi đó, giá đường nội địa đi ngang trong hai tháng đầu năm 2025 do nguồn cung dồi dào trong mùa vụ ép mía, cùng với việc nhập khẩu đường vào Việt Nam gia tăng. Với nhu cầu yếu hơn từ các nhà sản xuất nước giải khát và bánh kẹo, cùng với nguồn cung tăng từ nhập khẩu, áp lực giảm giá được dự báo sẽ tiếp tục duy trì, tạo áp lực lên biên LN gộp của mảng đường QNS.

Mảng sữa đậu nành hỗ trợ biên lợi nhuận gộp cải thiện

Chúng tôi kỳ vọng mảng sữa đậu nành sẽ đóng góp tích cực vào đà tăng biên LN gộp trong năm 2025. Công ty đã chốt giá đậu nành đầu vào ở mức thấp hơn 10% so với năm 2024, chúng tôi cho rằng điều này sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp mảng sữa tăng 0,6 điểm % svck. Trong khi đó, biên LN gộp mảng đường có thể giảm 0,4 điểm % svck, do chúng tôi dự phóng giá bán đường giảm 1,0% svck trong năm 2025.

Thiếu động lực tăng giá trong ngắn hạn

Chúng tôi nhận thấy diễn biến giá cổ phiếu QNS có xu hướng tương quan với xu hướng giá đường, trong khi giá đường được dự phóng điều chỉnh giảm trong năm 2025. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng LN ròng đi ngang trong năm 2025, do đó định giá đã ở mức hợp lý.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	21,4%	2,2%	7,7%	5,7%
Tăng trưởng EPS	70,2%	5,4%	(3,3%)	2,9%
Biên lợi nhuận gộp	33,5%	34,0%	34,2%	33,4%
Biên LN ròng	21,8%	23,2%	20,8%	20,3%
P/E (x)	8,2	7,8	8,0	7,8
Rolling P/B (x)	2,1	1,9	1,6	1,4
ROAE	27,3%	25,6%	20,4%	17,6%
Nợ ròng trên VCSH	24,7%	21,7%	18,5%	17,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Tổng quan doanh nghiệp: Nhiều năm kinh nghiệm trong ngành thực phẩm đồ uống

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi được thành lập vào năm 1970 dưới sự quản lý của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn. Công ty cổ phần hóa trong năm 2005 và chính thức giao dịch trên sàn UPCOM vào T12/2016 QNS áp dụng mô hình kinh doanh theo chiều dọc từ việc kiểm soát nguồn nguyên liệu đầu vào là đậu nành và mía tại vùng trồng của công ty đến việc sản xuất đường để sản xuất sữa đậu nành và bánh kẹo. Công ty phát triển vùng nguyên liệu mía đường ở Gia Lai và Quảng Ngãi với diện tích ước tính chiếm 16% diện tích mía đường của Việt Nam. Ngoài sản xuất đường, QNS còn sản xuất sữa đậu nành (Vinasoy, Fami) và bánh kẹo (Biscafun) - sử dụng đường là nguyên liệu đầu vào. Do đó, các hoạt động sản xuất này sẽ tiêu thụ một phần sản lượng đầu ra từ mảng đường. Thêm vào đó, công ty còn sở hữu dự án Nhà máy điện sinh khối An Khê, sử dụng bã mía sau quá trình sản xuất đường để sản xuất điện cho các nhà máy và kết nối với lưới điện quốc gia. Hiện nay, QNS đã củng cố vị thế mạnh mẽ trong thị trường sữa đậu nành có thương hiệu với thị phần 87%. Thêm vào đó, QNS cũng là công ty sản xuất đường lớn thứ hai cả nước.

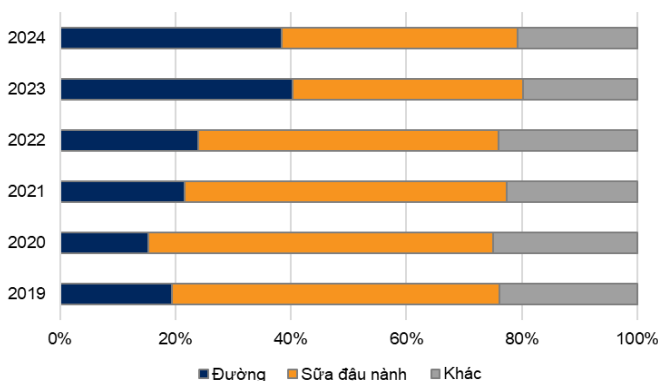
Hình 1: Chuỗi giá trị của QNS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

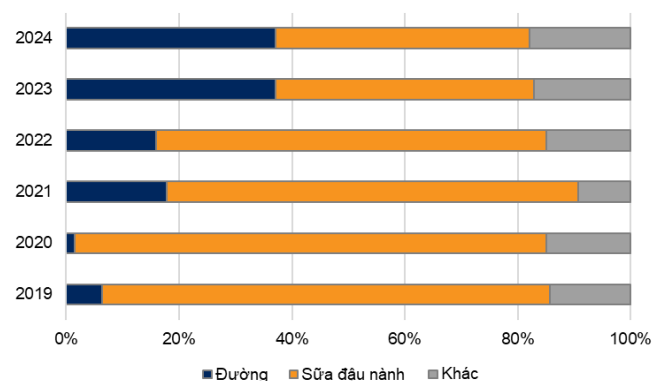
Mảng sữa đậu nành đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu năm 2024 với 40,7%, tiếp theo là mảng đường (38,4%) và các mảng khác (20,8%). Đồng thời, mảng sữa đậu nành cũng đóng góp nhiều nhất vào lợi nhuận gộp (45%) với biên lợi nhuận gộp cao hơn, đạt 37,5% so với 32,7% của mảng đường.

Hình 2: Tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu theo các mảng (đv: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Tỷ trọng đóng góp vào LN gộp theo các mảng (đv: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Thêm một năm ngọt ngào

Hình 4: Tổng quan KQKD Q4/24 và 2024

Tỷ đồng	Q4/2023	Q4/2024	% svck	2023	2024	% svck	so với dự phóng
Doanh thu	2.274	2.174	-4,4%	10.021	10.243	2,2%	99,2%
Đường	911	714	-21,6%	4.038	3.939	-2,4%	95,4%
Sữa đậu nành	896	987	10,1%	4.003	4.174	4,3%	101,0%
Khác	466	473	1,6%	1.982	2.130	7,5%	103,1%
Lợi nhuận gộp	898	782	-12,9%	3.350	3.486	4,0%	100,9%
Chi phí BH&QLDN	299	192	-35,8%	1.197	1.104	-7,7%	90,1%
Lợi nhuận tài chính	63	51	-19,5%	202	166	-17,6%	175,1%
Lợi nhuận trước thuế	730	715	-2,0%	2.447	2.646	8,1%	109,5%
Lợi nhuận ròng	648	623	-4,0%	2.183	2.377	8,9%	112,7%

Biên LN gộp	39,5%	36,0%	-3,5đ %	33,4%	34,0%	0,6đ %	0,6đ %
Biên LN ròng	28,5%	28,6%	0,1đ %	21,8%	23,2%	1,4đ %	2,8đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu mảng đường giảm làm thu hẹp tổng doanh thu Q4/2024

QNS ghi nhận doanh thu Q4/2024 giảm 4,4% svck, đạt 2.274 tỷ đồng, trong đó:

- Mảng sữa đậu nành tăng 10,1% svck lên 987 tỷ đồng. Trong khi giá bán bình quân giữ nguyên svck, sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành tăng 12,7% svck, nối tiếp xu hướng tích cực từ Q3/2024. Đầu năm 2024, QNS đã ra mắt dòng sản phẩm Fami Green Soy với hai sự lựa chọn: rất ít đường và không bổ sung đường. Dòng sản phẩm này nhằm đáp ứng xu hướng tiêu dùng mới hướng tới các sản phẩm có nguồn gốc tự nhiên, mang lại lợi ích sức khỏe và bảo vệ môi trường. Chúng tôi kỳ vọng các sản phẩm này sẽ đóng góp lớn hơn vào doanh thu sữa đậu nành trong năm 2025.
- Trong khi đó, doanh thu mảng đường giảm 21,6% svck xuống còn 714 tỷ đồng do giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ đường giảm lần lượt 5,0% svck và 13,0% svck trong Q4/2024. Chúng tôi lưu ý, giá đường có mức nền cao trong Q4/2023, trong khi sản lượng tiêu thụ đường thường tăng trong Q2 và giảm dần trong nửa cuối năm do yếu tố mùa vụ.

Biên LN gộp tiếp tục thu hẹp, phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Trong Q4/2024, biên lợi nhuận gộp của QNS giảm 3,5 điểm % svck xuống còn 36,0%, do giá bán bình quân mảng đường giảm 5,0% svck, trong khi giá bán sữa đậu nành gần như không đổi. Giá đường toàn cầu giảm 22,1% vào tháng 1/2025 so với tháng 9/2024, do triển vọng nguồn cung tích cực hơn dự kiến mặc dù xảy ra cháy rừng ở Brazil. Trong khi đó, giá đường tại Việt Nam duy trì xu hướng đi ngang so với tháng trước vào tháng 12/2024 và giảm 6,6% svck trong nửa cuối năm 2025, phù hợp với dự báo của chúng tôi.

Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành ghi nhận mức cải thiện 0,6 điểm % svck trong Q4/2024.

Kế hoạch kinh doanh thận trọng năm 2025

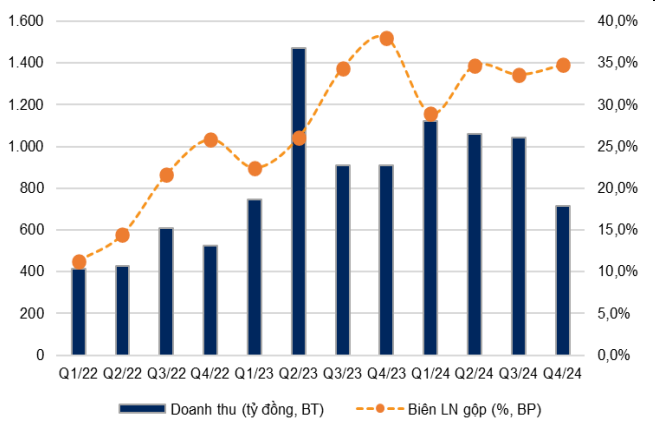
QNS đặt kế hoạch kinh doanh cho năm 2025 với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế giảm lần lượt 5,2% svck và 24,5% svck, xuống còn 10.000 tỷ đồng và 1.790 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng công ty thường đặt mục tiêu kinh doanh thấp hơn so với kỳ vọng thực tế. Ngày 14/12/2024, Nhà máy Đường An Khê đã chính thức bắt đầu vụ sản xuất 2024-2025. Giá mua mía của nhà máy được ấn định ở mức 1,1 triệu đồng/tấn, chưa bao gồm chi phí vận chuyển. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu mua và ép 2,1 triệu tấn mía trong mùa vụ 2024-2025, với sản lượng đường tinh luyện mục tiêu đạt 236.000 tấn.

Hình 5: Các chỉ tiêu bảng cân đối kế toán Q4/24

Tỷ đồng	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Tiền mặt	289	541	677	286	539
Số ngày phải thu	8	11	13	15	17
Số ngày tồn kho	64	74	91	71	75
Số ngày phải trả	24	22	20	15	20
Chi phí tài sản cố định	(94)	(28)	(37)	(58)	(132)
Khấu hao	35	248	107	28	60
Tài sản cố định	3.666	3.442	3.373	3.363	3.454
Nợ/vốn chủ sở hữu	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3

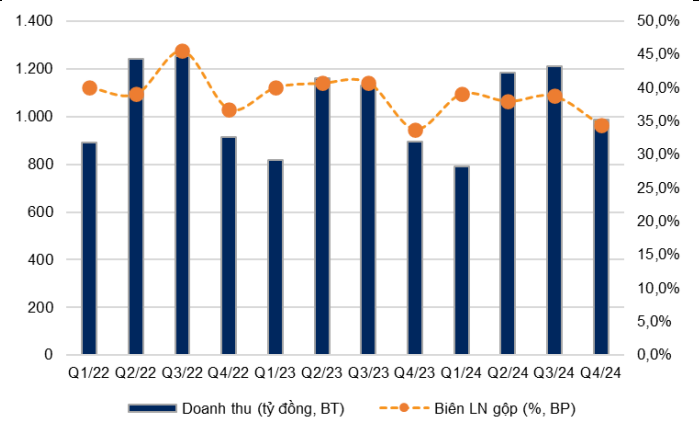
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của mảng đường



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của mảng sữa đậu



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2025: Vững bước trên đỉnh cao

Thay đổi dự phóng 2025-26

Hình 8: Điều chỉnh dự phóng năm 2024-25

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	Dự phóng cũ		Dự phóng mới				Chú thích
		2024	2025	2024	% svck	2025	% svck	
Doanh thu thuần	10.243	10.891	11.343	11.037	7,7%	11.666	5,7%	
Đường	3.938	4.316	4.532	4.422	12,3%	4.659	5,4%	Chúng tôi nâng giả định giá đường trong năm 2025-26 lên 5,6%/5,6% so với dự phóng trước đó nhằm phù hợp với số liệu năm 2024.
Sữa đậu nành	4.174	4.414	4.570	4.365	4,6%	4.647	6,5%	Chúng tôi điều chỉnh sản lượng bán sữa đậu nành trong năm 2025-26 lên 3,0%/5,9% so với dự phóng trước đó do sản lượng năm 2024 cao hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025. Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giá bán trung bình xuống 2,1%/2,1% so với trước đó nhằm phản ánh chiến lược về giá bán của QNS trong năm 2024.
Khác	2.132	2.161	2.241	2.250	5,5%	2.360	4,9%	
Lợi nhuận gộp	3.486	3.358	3.569	3.772	8,2%	3.899	3,4%	
Biên LN gộp	34,0%	30,8%	31,5%	34,2%	0,1đ %	33,4%	-0,7đ %	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng biên lợi nhuận gộp mở rộng 3,5 điểm %/2,1 điểm % trong 2025-26 so với báo cáo trước đó nhằm phản ánh biên lợi nhuận gộp mảng đường cao hơn dự kiến trong năm 2024.
Chi phí BH và QLDN	1.104	1.347	1.535	1.451	31,4%	1.507	3,9%	
% chi phí BH và QLDN/DT	10,8%	12,4%	13,5%	13,1%	2,4đ %	12,9%	0,0đ %	
EBIT	2.381	2.011	2.035	2.321	-2,5%	2.392	3,1%	
Biên EBIT	23,2%	18,5%	17,9%	21,0%	-2,2đ %	20,5%	-0,5đ %	
Chi phí tài chính	96	150	156	112	16,9%	130	16,5%	
Chi phí lãi vay	94	149	155	111	19,0%	130	16,4%	Chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí lãi vay xuống 24,5%/15,6% trong 2025-26 nhằm phản ánh mức chi phí thấp hơn trong năm 2024.
Lợi nhuận ròng	2.377	1.922	1.948	2.298	-3,3%	2.366	2,9%	
Biên LN ròng	23,2%	17,6%	17,2%	20,8%	-2,4đ %	20,3%	-0,5đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

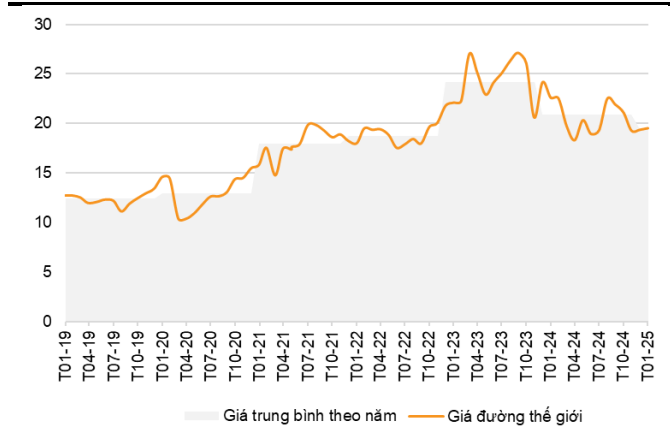
Triển vọng giá đường suy yếu trong năm 2025

Triển vọng nguồn cung dồi dào đang tạo áp lực lên giá đường thế giới, vốn đã giảm 7,0% sv tháng trước và 19,4% svck vào T3/25. Mặc dù tiêu thụ đường toàn cầu dự kiến tăng 1,2% svck lên 179 triệu tấn, mức tăng trưởng này vẫn thấp hơn dự phóng tăng trưởng nguồn cung 1,5% svck, theo dự báo của USDA. Ngoài ra, các quốc gia sản xuất đường lớn được kỳ vọng sẽ ghi nhận sản lượng cao hơn dự kiến. Thái Lan – nước xuất khẩu đường lớn thứ hai thế giới – dự kiến sẽ tăng sản lượng đường 2024/25 thêm 18% svck, trong khi Ấn Độ đã nới lỏng hạn chế xuất khẩu, cho phép xuất khẩu 1 triệu tấn đường trong năm nay. Những yếu tố này tiếp tục tạo áp lực lên giá đường toàn cầu.

Trong khi đó, giá đường nội địa đi ngang trong 2T2025 do các nhà máy đường đang trong vụ ép, dẫn đến nguồn cung dồi dào, cùng với việc nhập khẩu đường vào Việt Nam gia tăng. Theo ước tính của Agromonitor, lượng đường tinh luyện nhập khẩu vào Việt Nam trong tháng 1 đã tăng 11% sv tháng trước và gấp bốn lần svck. Đường nhập khẩu chủ yếu đến từ Campuchia, tăng gấp sáu lần sv tháng trước, trong khi nhập khẩu từ Thái Lan, Lào và Malaysia vẫn ở mức thấp.

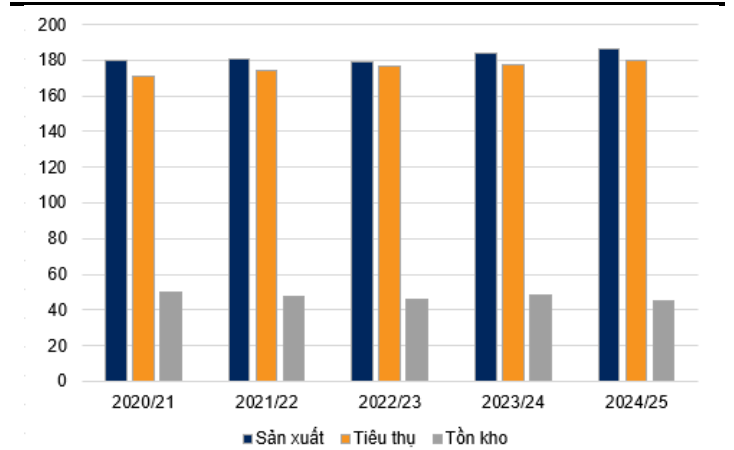
Chúng tôi cho rằng nguồn cung dồi dào từ cả các nhà máy trong nước và nhập khẩu, cùng với nhu cầu yếu hơn từ các nhà sản xuất đồ uống và bánh kẹo so với giai đoạn trước Tết, sẽ tiếp tục gây áp lực lên giá đường trong những tháng tới.

Hình 9: Giá đường thế giới (đơn vị: USD/Lb)



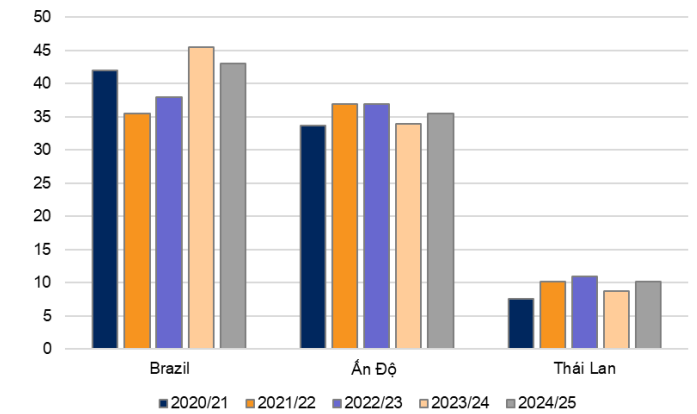
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 10: Sản xuất và tiêu thụ đường toàn cầu (đơn vị: triệu tấn)



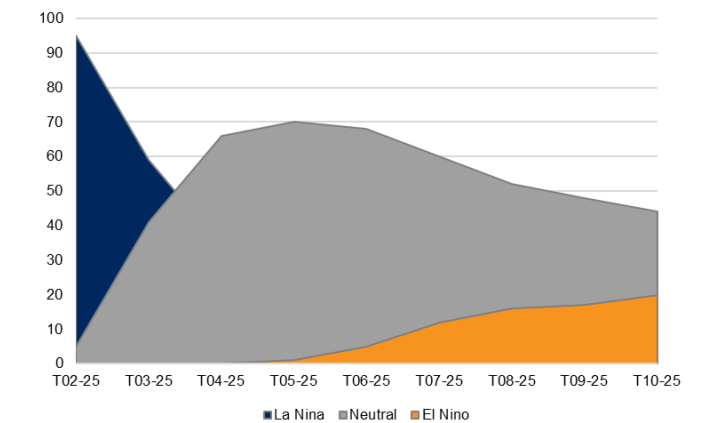
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USDA

Hình 11: Dự báo sản lượng tại ba quốc gia xuất khẩu đường lớn nhất (đơn vị: triệu tấn)



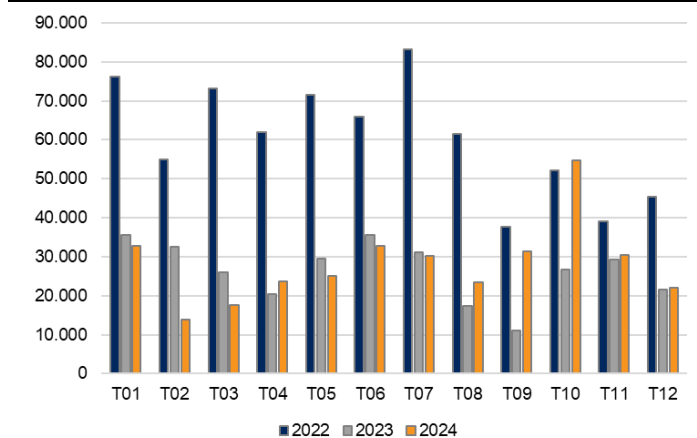
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USDA

Hình 12: Dự báo cho thấy năm 2025 sẽ là pha trung tính



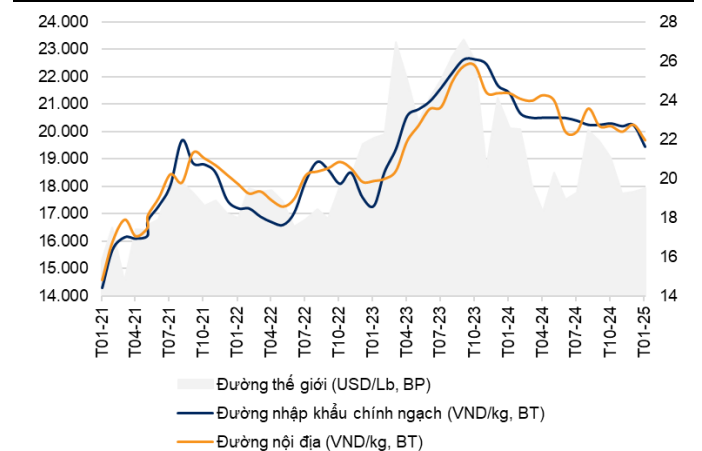
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IRI

Hình 13: Lượng đường nhập khẩu chính ngạch tăng mạnh trong quý 4/2024 (đơn vị: tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, AGROMONITOR

Hình 14: Giá đường trong nước giảm nhẹ trong tháng 2



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, AGROMONITOR

Sản lượng bán cao hơn thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mangan đường

Trước triển vọng tích cực của ngành đường Việt Nam nhờ các biện pháp bảo hộ của chính phủ, QNS triển khai kế hoạch mở rộng diện tích vùng nguyên liệu thêm 3.000-4.000 ha mỗi năm, hướng tới đạt 40.000 ha vào vụ 2027/28. Chúng tôi cho rằng công ty đang đi đúng hướng với kế hoạch này, khi diện tích trồng mía đã tăng 26% svck trong vụ 2022/23 và 10% svck trong vụ 2023/24. Do đó, chúng tôi ước tính diện tích trồng mía của QNS sẽ tiếp tục tăng 10% svck trong vụ 2024/25. Ngoài ra, điều kiện thời tiết thuận lợi sẽ hỗ trợ sản lượng mía tăng khoảng 10% svck, đạt 2,1 triệu tấn trong vụ 2024/25. Theo dự phóng của IRI, thời tiết trong năm 2025 sẽ là pha trung tính, không có hiện tượng El Niño hay La Niña mạnh, giúp hỗ trợ vụ mùa thuận lợi.

Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng đường tinh luyện từ đường thô sẽ tăng trong năm 2025, được hỗ trợ bởi hạn ngạch nhập khẩu 20.000 tấn đường thô do Bộ Công Thương cấp cho QNS. Chúng tôi ước tính tổng sản lượng đường của QNS sẽ đạt 238.200 tấn, tăng 13,4% svck, trong đó sản lượng đường tinh luyện khoảng 16.600 tấn. Do đó, DT mangan đường dự kiến sẽ tăng 12,3% svck. Tuy nhiên, biên LN gộp của mangan đường có thể giảm 0,4 điểm % svck do chúng tôi dự phóng giá bán đường giảm 1,0% svck trong năm 2025.

Mangan sữa đậu: Phục hồi chậm trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt

Chúng tôi nhận thấy QNS đang đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt trên thị trường. Hiện tại, QNS vẫn thống lĩnh thị trường sữa đậu với thương hiệu Vinasoy, nhờ mạng lưới phân phối mạnh và tệp khách hàng trung thành. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, sự gia nhập của các công ty lớn và sự thay đổi trong xu hướng tiêu dùng đã làm gia tăng áp lực cạnh tranh lên công ty.

Các đối thủ cạnh tranh đáng chú ý bao gồm các thương hiệu sữa thực vật từ Vinamilk, TH True Milk, Nutifood và các sản phẩm nhập khẩu từ thị trường nước ngoài. Những công ty này đang tích cực đầu tư vào công nghệ, mở rộng danh mục sản phẩm và đẩy mạnh hoạt động tiếp thị để thu hút khách hàng. Mặc dù QNS vẫn dẫn đầu trong phân khúc giá trung bình, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sẽ chậm lại, chỉ đạt 4,6% svck trong năm 2025. Với giả định công ty giữ giá bán để duy trì lợi thế cạnh tranh về giá, chúng tôi dự phóng DT mangan sữa đậu nành tăng 4,6% svck.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của sữa đậu nành sẽ tăng 0,6 điểm % svck trong năm 2025, nhờ chi phí nguyên liệu đầu vào thấp hơn, đặc biệt là đường và đậu nành. Theo ban lãnh đạo, công ty đã chốt giá nguyên liệu đậu nành cho năm 2025 với mức giá thấp hơn 10% sv năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi thế này có thể bị bù đắp bởi biến động tỷ giá trong năm 2025.

Định giá: Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 55.100 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa 2 phương pháp định giá DCF và SOTP với tỷ trọng bằng nhau. Chúng tôi tăng giá mục tiêu 7.2% chủ yếu do:

- Phương pháp DCF: Chúng tôi tăng giả định WACC từ 10,8% lên 12,1%. Chúng tôi tăng lãi suất phi rủi ro từ 2,79% lên 3,0% (dựa vào lợi suất trái phiếu 10 năm tại ngày 31/12/2024 và tăng [phần bù rủi ro thị trường](#) từ 7,8% lên 8,35%. Đồng thời, chúng tôi cũng điều chỉnh dự phóng EPS cho 2025-26 tăng lần lượt 19,6%/21,4% so với báo cáo trước đó.
- Phương pháp SOTP: Chúng tôi chuyển mô hình định giá sang năm 2025.

Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) giá đường nội địa cao hơn dự kiến, 2) nhu cầu tiêu thụ sửa chữa cao hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá bao gồm 1) nhu cầu tiêu thụ sửa thấp hơn dự kiến, 2) giá đường thấp hơn dự kiến và 3) giá đầu nành toàn cầu cao hơn dự kiến.

Hình 15: Tổng hợp định giá (đơn vị: VNĐ)

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	58.501	50%	29.250
Định giá thành phần (P/E)	51.623	50%	25.812
Giá mục tiêu (Làm tròn)			55.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Chiết khấu dòng tiền FCFF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	8.918
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	7.268
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	16.186
Nợ ròng (tỷ đồng)	5.322
Giá trị vốn (tỷ đồng)	21.508
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	368
Giá trị vốn/CP (đồng)	58.501

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Giả định FCFF

WACC	12,1%
Chi phí nợ	8,0%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí vốn	12,6%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Lợi nhuận thị trường kỳ vọng	11,4%
Beta	1,0
Nợ/vốn chủ	0,31x

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Định giá DCF – FCFF (đơn vị: tỷ đồng)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	2.321	2.392	2.329	2.446	2.521	2.475	2.546	2.450
Khấu hao	456	526	550	573	546	568	591	613
Đầu tư tài sản cố định	(685)	(698)	(712)	(725)	(235)	(240)	(245)	(249)
Thay đổi vốn lưu động	(260)	(271)	(255)	(331)	(333)	(335)	(410)	(351)
Dòng tiền tự do	1.832	1.949	1.911	1.962	2.498	2.468	2.483	2.462
Chi phí thuế	(315)	(325)	(318)	(334)	(346)	(342)	(353)	(343)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	1.516	1.624	1.592	1.628	2.153	2.126	2.130	2.119
Giá trị năm cuối mô hình								18.062
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.353	1.294	1.132	1.033	1.219	1.074	960	853
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình								7.268

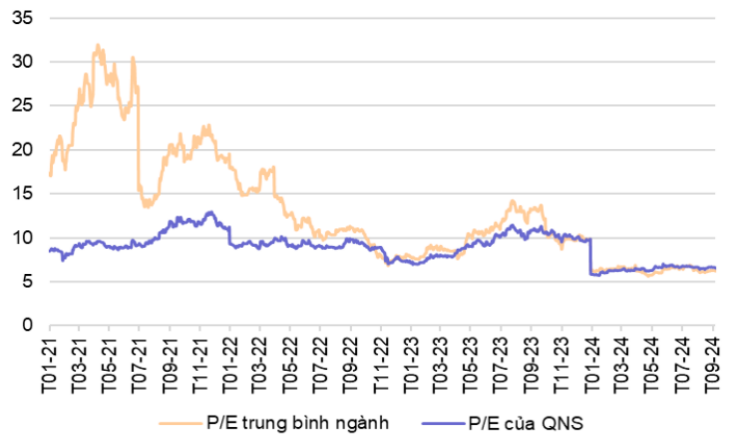
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 19: Định giá SOTP dựa trên P/E mục tiêu

Mảng kinh doanh	P/E mục tiêu	Tỷ trọng đóng góp vào LNST	LNST (tỷ đồng)	Giá trị vốn
Sữa đậu nành	14x	40,0%	920	12.419
Đường	5x	43,2%	993	4.469
Khác	5x	18,2%	418	2.091
Tổng giá trị vốn				18.979
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				357
Giá mục tiêu (đồng/cp)				51.623

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: P/E của QNS so với trung bình các DN sản xuất đường



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: So sánh các DN cùng ngành (dữ liệu đến ngày 12/03/2025)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa Triệu USD	Doanh thu trượt 12T Triệu USD	svck %	LN ròng trượt 12T Triệu USD	svck %	D/E x	ROE %	P/E trượt 12T x	P/B x
Nhà sản xuất đường										
Công ty cổ phần Thành Thành Công - Biên Hòa	Việt Nam	481	1.186	15,9	33	46,5	1,6	7,5	14,7	1,2
Công ty cổ phần Mía đường Sơn La	Việt Nam	81	51	20,2	21	0,6	0,0	37,2	3,9	1,3
Công ty cổ phần Đường Kon Tum	Việt Nam	9	15	26,2	2	41,7	1,0	22,7	4,7	1,0
Trung vị			51	20,2	21	41,7	1,0	22,7	4,7	1,2
Trung bình			417	20,8	19	29,6	0,9	22,5	7,8	1,2
Nhà sản xuất sữa										
Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam	Việt Nam	5.155	2.442	2,3	371	5,8	0,3	26,0	13,9	4,0
Công ty cổ phần Sữa Quốc tế	Việt Nam	515	303	15,1	35	-5,3	0,6	27,9	14,9	4,2
Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội	Việt Nam	16	28	2,1	1	-11,8	0,0	6,4	13,4	0,8
Trung vị			303	2,3	35	(5,3)	0,3	26,0	13,9	4,0
Trung bình			924	6,5	136	(3,8)	0,3	20,1	14,1	3,0
Trung bình ngành sữa và đường			721,5	12,2	88,8	9,6	0,5	21,0	11,5	2,3
Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi	Việt Nam	728	405	2,2	94	8,6	0,2	26,0	7,7	1,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 22: Bảng phân tích độ nhạy

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
	0	11,7%	12,0%	12,3%	12,6%	12,9%	13,2%	13,5%
0,1%	56.300	55.800	55.300	54.800	54.300	53.900	53.400	53.400
0,4%	56.400	55.900	55.400	54.900	54.400	53.900	53.500	53.500
0,7%	56.600	56.000	55.500	55.000	54.500	54.000	53.600	53.600
1,0%	56.700	56.100	55.600	55.100	54.600	54.100	53.700	53.700
1,3%	56.800	56.200	55.700	55.200	54.700	54.200	53.700	53.700
1,6%	57.000	56.400	55.800	55.300	54.800	54.300	53.800	53.800
1,9%	57.100	56.500	55.900	55.400	54.900	54.400	53.900	53.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo tài chính

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F
Doanh thu thuần	7.681	6.490	7.335	8.255	10.023	10.243	11.037
Đường	1.486	994	1.583	1.972	4.037	3.938	4.422
Sữa đậu nành	4.366	3.875	4.091	4.305	4.002	4.174	4.365
Giá vốn hàng bán	(5.224)	(4.438)	(5.073)	(5.796)	(6.666)	(6.758)	(7.265)
Lợi nhuận gộp	2.456	2.051	2.262	2.459	3.357	3.486	3.772
Chi phí quản lý DN	(214)	(234)	(253)	(232)	(392)	(242)	(310)
Chi phí bán hàng	(785)	(654)	(694)	(868)	(806)	(863)	(1.140)
LN hoạt động	1.457	1.163	1.316	1.359	2.159	2.381	2.321
EBITDA thuần	1.936	1.634	1.789	1.848	2.604	2.825	2.777
Chi phí khấu hao	479	471	474	490	445	444	456
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.457	1.163	1.316	1.359	2.159	2.381	2.321
Thu nhập tài chính	104	114	114	159	311	231	252
Chi phí tài chính	(77)	(72)	(66)	(84)	(139)	(96)	(112)
Thu nhập ròng khác	26	33	47	39	91	98	106
Thu nhập từ các công ty LDLC	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1.543	1.266	1.439	1.505	2.452	2.646	2.614
Chi phí thuế	(251)	(213)	(186)	(219)	(262)	(268)	(315)
Lợi nhuận ròng	1.292	1.053	1.254	1.287	2.189	2.377	2.298

Balance sheet

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F
Tiền & Tương đương tiền	215	422	179	203	289	539	719
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.660	2.639	3.923	4.296	6.165	7.299	7.423
Các khoản phải thu ngắn hạn	62	80	100	146	250	344	482
Hàng tồn kho	661	844	816	947	963	1324	1481
Tài sản ngắn hạn khác	24	19	19	57	19	39	42
Tổng tài sản ngắn hạn	3.840	4.188	5.323	6.090	8.100	10.011	10.927
Tài sản cố định	4.134	3.791	4.274	3.906	3.650	3.436	3.665
Tổng tài sản đầu tư	0	0	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	225	227	220	230	240	262	662
Tổng tài sản	9.048	9.150	9.876	10.266	12.059	13.809	15.379
	0	0	0	0	0	0	0
Nợ vay ngắn hạn	1.665	1.723	2.032	1.896	2.411	2.714	2.820
Phải trả người bán ngắn hạn	488	383	364	479	456	464	500
Phải trả ngắn hạn khác	254	276	200	268	298	349	376
Tổng nợ ngắn hạn	2.553	2.517	2.710	2.750	3.282	3.626	3.804
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	25	28	71	52	191	180	194
Vốn góp của chủ sở hữu	3.569	3.569	3.569	3.569	3.569	3.676	3.676
Lợi nhuận giữ lại	2.813	2.910	3.368	3.701	4.784	5.852	7.231
Vốn chủ sở hữu	6.470	6.605	7.095	7.465	8.587	10.002	11.381
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0
Tổng nợ và VCSH	9.048	9.150	9.876	10.266	12.059	13.809	15.379

Cash flow statement

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F
Lợi nhuận trước thuế	1.543	1.266	1.439	1.505	2.452	2.646	2.614
Khấu hao	479	471	474	490	445	444	456
Thuế đã nộp	(221)	(226)	(251)	(154)	(246)	(258)	(315)
Các khoản điều chỉnh khác	230	209	209	259	179	43	(152)
Thay đổi vốn lưu động	(128)	(368)	(172)	(379)	(222)	(656)	(260)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	1.645	1.108	1.476	1.385	2.408	2.033	2.201
Đầu tư TSCĐ	(646)	(199)	(114)	(102)	(220)	(255)	(685)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	1	5	19	0	0	5	0
Các khoản khác	(961)	21	(1.284)	(373)	(1.869)	(1.134)	(124)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	93	116	105	153	306	231	(400)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(1.512)	(56)	(1.274)	(322)	(1.782)	(1.153)	(1.209)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	124	0	0	0	0	282	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(62)	58	309	(136)	515	302	107
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	(397)	(904)	(754)	(904)	(1.055)	(1.216)	(919)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(336)	(845)	(445)	(1.041)	(539)	(632)	(812)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	418	215	422	179	203	289	539
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(203)	207	(243)	23	87	249	180
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	215	422	179	203	289	539	719

Key ratios

	<u>2019A</u>	<u>2020A</u>	<u>2021A</u>	<u>2022A</u>	<u>2023A</u>	<u>2024A</u>	<u>2025F</u>
Chỉ số định giá							
EPS (VND)	3.619	2.950	3.512	3.605	6.134	6.467	6.251
P/E	5,1	10,2	11,2	8,6	7,0	7,6	8,0
PEG 1 năm	1,2	-0,6	0,6	3,3	0,1	N/a	-2,4
P/S	0,9	1,7	1,9	1,3	1,5	1,8	1,7
P/B	1,0	1,6	2,0	1,5	1,8	1,8	1,6
Tỷ suất cổ tức	6,0%	8,4%	5,4%	8,2%	9,3%	4,7%	4,0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	30,7%	85,8%	60,2%	70,3%	65,2%	35,6%	32,0%
	0	0	0	0	0	0	0
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	-4,3%	-15,5%	13,0%	12,5%	21,4%	2,2%	7,7%
Tăng trưởng LN gộp	3,1%	-16,5%	10,3%	8,7%	36,5%	3,8%	8,2%
Tăng trưởng LN ròng	4,4%	-18,5%	19,0%	2,6%	70,2%	8,6%	-3,3%
Tăng trưởng EPS	4,4%	-18,5%	19,0%	2,6%	70,2%	5,4%	-3,3%
	0	0	0	0	0	0	0
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	32,0%	31,6%	30,8%	29,8%	33,5%	34,0%	34,2%
Biên EBITDA	25,2%	25,2%	24,4%	22,4%	26,0%	27,6%	25,2%
Biên LN hoạt động	19,0%	17,9%	17,9%	16,5%	21,5%	23,2%	21,0%
Biên LN ròng	16,8%	16,2%	17,1%	15,6%	21,8%	23,2%	20,8%
ROAA	14,3%	11,5%	12,7%	12,5%	18,2%	17,2%	14,9%
ROAE	20,0%	15,9%	17,7%	17,2%	25,5%	23,8%	20,2%
	0	0	0	0	0	0	0
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	18,9	16,4	20,0	16,3	15,8	25,4	20,8
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	2,7	6,1	10,0	10,0	7,3	8,1	3,5
Nợ vay/ Vốn	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ vay/ VCSH	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Nợ vay ròng/ VCSH	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
	0	0	0	0	0	0	0
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tổng tài sản	0,9	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8
Vòng quay khoản phải thu	103,8	91,5	81,7	67,1	50,6	34,5	26,7
Số ngày phải thu	3,5	4,0	4,5	5,4	7,2	10,6	13,7
Vòng quay khoản phải trả	11,2	10,2	13,6	13,8	14,3	14,7	15,1
Số ngày phải trả	32,6	35,8	26,9	26,5	25,6	24,9	24,2
Vòng quay hàng tồn kho	8,4	5,9	6,1	6,6	7,0	5,9	5,2
Số ngày tồn kho	43,7	61,9	59,7	55,5	52,3	61,7	70,5
Hệ số thanh toán hiện hành	2,3	2,4	2,6	3,2	3,4	3,7	3,9
Hệ số thanh toán nhanh	1,8	1,8	2,1	2,4	2,8	3,0	3,1

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

KHUNG KHUYẾN NGHỊ	
Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.
<i>Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.</i>	
Xếp hạng ngành	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng

Email: ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: hien.hathu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>