

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (UpCOM: QNS)

Kỳ vọng cơn gió ngược ngành đường dần qua đi

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY25	Q1-FY25	+/- qoq	Q2-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	2.956	2.269	30,2%	2.820	4,8%
Lợi nhuận sau thuế	570	402	41,8%	722	-21,1%
LNTT & lãi vay	392	623	-37,1%	532	-26,4%
LNTT & lãi vay/DT thuần	13,2%	27,4%	-1.419bps	18,9%	-561bps

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Q2-FY25: Đường đi ngành đường gặp ghềnh hơn, che mờ câu chuyện tăng trưởng tốt ở mảng sữa.

- KQKD QNS Q2-2025 thấp hơn kỳ vọng chuyên viên 11% với doanh thu thuần 2.956 tỷ đồng (+4,8% YoY) và LNST Cty Mẹ đạt 546 tỷ đồng (-20,9% YoY), chủ yếu do ảnh hưởng tiêu cực từ mảng đường cả về sản lượng (-5,3% YoY) và giá bán (-4,9% YoY). Nhu cầu ẩm đạm (ảnh hưởng bởi Nghị định 70) đi kèm cạnh tranh cao do đường nhập lậu các loại và vụ mùa mía đường tốt 23/24 và 24/25, đẩy hầu hết các nhà máy đường vào tình trạng tồn kho cao và KQKD không được như kỳ vọng
- Điểm sáng nằm ở mảng sữa đậu nành với sản lượng tăng 2,7% YoY trong một ngành FMCGs gặp nhiều cản trở từ Nghị định 70 ở quý này (đặc biệt kênh GT chủ lực), nhờ mở rộng thị phần trong (sữa đậu nành/sữa hạt cao cấp hướng tới sức khỏe). Tuy nhiên, điều này không đủ bù đắp cho sự sụt giảm lớn mảng đường trong tổng KQKD của QNS.

Triển vọng FY25: Kỳ vọng tình trạng thừa cung ngành đường dần được cải thiện về cuối năm

- Kỳ vọng sản lượng đường tiêu thụ cải thiện dần về cuối năm, kéo sản lượng đường giảm nhẹ -2,8% YoY và giá đường tạo đáy quanh mức 18.000-18.200 đồng/kg khi cung cầu dần ổn định. Các "mây mờ" về sự trì trệ nguồn cầu từ Nghị định 70, tồn kho lớn nhà máy, kiểm soát "lông" đường lậu và siro ngô dự kiến sẽ được xua tan dần sau một thời gian các nhà máy đường & Chính Phủ thực hiện các chiến lược xuyên suốt Q2 vừa qua.
- Tuy nhiên, do tiêu thụ đường bão hòa nhiều năm qua (+3-4% YoY) cùng cạnh tranh tăng từ trong & ngoài nước, giá đường khó tăng trong trung hạn, 18-18.200 đồng/kg (giảm 10-11,0% YoY), trong khi QNS vẫn phải đảm bảo giá mía thu mua cao theo chương trình bảo hộ ngành mía, khiến doanh thu/lợi nhuận mảng này sụt giảm YoY đáng kể.
- Câu chuyện tăng thị phần ngành sữa sẽ là trụ cột bù đắp cho khó khăn từ ngành đường, với sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng 8,7% YoY.
- Chúng tôi dự phóng KQKD Q3-2025 của QNS cải thiện QoQ khi cung-cầu ngành đường cân bằng hơn với doanh thu thuần 2.943 tỷ đồng (đi ngang QoQ, +8,0% YoY) và LNST Cty Mẹ đạt 553 tỷ đồng (+41,1% QoQ, -19,9% YoY).
- Cho cả năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của QNS đạt 10.524 tỷ đồng (+2,7% YoY). LNST/EPS đạt 2.035 tỷ đồng (-14,4% YoY) và 5.536 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

QNS tìm hướng tăng trưởng mới qua mở rộng vùng trồng mía đường, nhằm giành thị phần từ nhà máy nhỏ lẻ và đường nhập lậu, trong bối cảnh sữa hạt (Vinasoy, thị phần >85%) bão hòa (tăng 3-8% YoY).

Chúng tôi thực hiện định giá bằng phương pháp SoTP ngắn hạn và chiết khấu dòng tiền (DCF) dài hạn với tỷ trọng 60:40 cho QNS (phản ánh yếu tố bất định giá đường ngắn hạn). Giá cổ phiếu xác định một năm tới của QNS ở mức **54.300 đồng/cổ phiếu (bao gồm cổ tức tiền mặt)**, tương ứng PE fwd 2025 9,2x. Dựa trên giá đóng cửa ngày 25/08/2025, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho QNS.

Chúng tôi lưu ý về năng lực trả cổ tức của QNS. QNS thường trả cổ tức tiền mặt trên 55% LNST hằng năm, tương ứng với tỷ suất cổ tức 6,5-11,0%/năm, cao hơn lãi suất tiền gửi 4,0-5,0%/năm. Tóm lại, chúng tôi cho rằng QNS phù hợp với các nhà đầu tư đang tìm kiếm chiến lược đầu tư có tính ổn định với lợi suất trung hạn trên 6,0%/năm.

TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	47.000
Giá mục tiêu (VND)	54.300

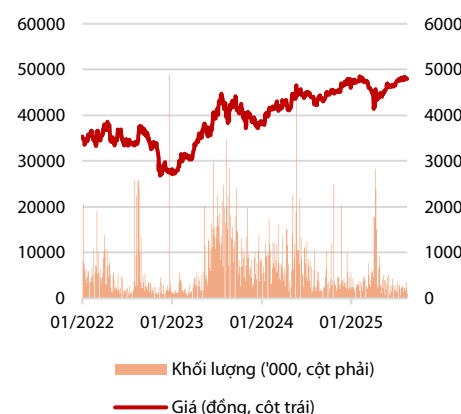
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 3.500

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm & đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.607
SLCPDLH (triệu CP)	368
KLGD bình quân 20 phiên (nghìn CP)	191
Free Float (%)	61,4
Giá cao nhất 52 tuần	48.500
Giá thấp nhất 52 tuần	41.400
Beta	0,8

	FY2024	Hiện tại
EPS	6.465	5.689
Tăng trưởng EPS (%)	8,9	-7,3
P/E	7,3	8,5
P/B	1,7	1,8
EV/EBITDA	7,3	8,0
ROE (%)	23,8	21,2

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

CT TNHH MTV TM Thành Phát	15,1
Ông Võ Thành Đàng	9,3
Bà Võ Thị Cẩm Nhung	2,9
Ông Trần Ngọc Phương	1,8
Khác	70,9
Gới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	40,2

Nguyễn Bảo Hưng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

hung.nb@vdsc.com.vn

KQKD Q2-2025 - Đường đi gặp ghềnh hơn mảng đường che mờ câu chuyện tăng trưởng tích cực mảng sữa tương tự Q1-2025

Doanh thu thuần 2.956 tỷ đồng (+30,2% QoQ, +4,8% YoY), cao hơn 7% kỳ vọng chuyên viên, nhờ các mảng khác (điện, Thành Phát) tốt hơn dự kiến, cụ thể:

- **Doanh thu hoạt động đường** đạt 955 tỷ đồng (+30,1% QoQ, -9,9% YoY).
 - **Tăng trưởng âm YoY** đến từ hai lý do: (1) **giá đường bình quân sụt giảm -7,3% YoY, đạt 18-18.400 đồng/kg**, (2) **sản lượng bình quân sụt giảm -5,3% YoY, đạt 54 nghìn tấn ở quý này**. Điều này đến từ nguồn cầu đường trong nước ảm đạm hơn dự kiến từ ảnh hưởng của Nghị định 70 (thuế & hóa đơn điện tử - *) trong khi nguồn cung dồi dào từ một mùa vụ tốt của các nhà máy đường Việt Nam & gia tăng đường lậu dạng mía nhập khẩu từ Thái Lan hoặc dạng siro ngô. (*)
 - **Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp ngành đường đang nỗ lực cho ra sản lượng tốt hơn dẫn theo quý khi chủ động hạ giá đường (biên LN gộp giảm) và giảm dần được số ngày tồn kho cao trong Q2-2025, qua đó ghi nhận tăng trưởng QoQ khá hơn.**

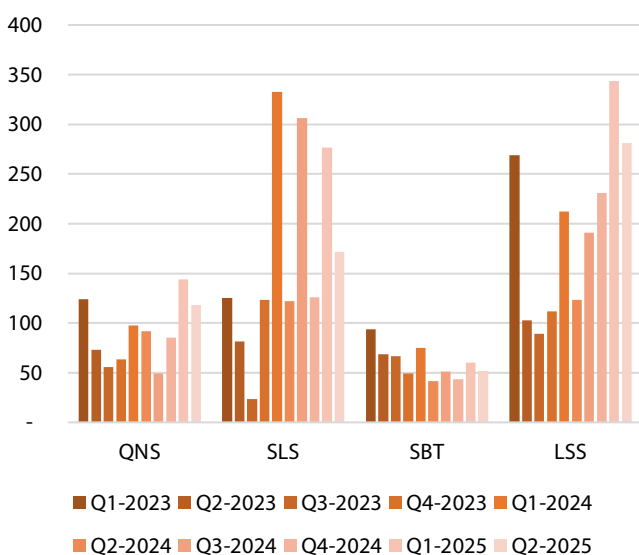
(*) Từ 1/6/2025, hộ kinh doanh, cá nhân kinh doanh có mức doanh thu hằng năm từ 01 tỷ đồng trở lên, thay đổi cách tính thuế từ dạng thuế khoán sang dạng dựa trên doanh thu thực tế qua hóa đơn điện tử, thuế suất GTGT (1-5%) + TNCN (0,5-5%). Ngoài ra, họ phải sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền kết nối chuyển dữ liệu điện tử với cơ quan thuế.

Theo AC Nielsen, tăng trưởng ngành tiêu dùng nhanh trong 5T-2025 ở Việt Nam theo kênh: GT ON (-2,1% YoY), GT OFF (-2,6% YoY), MT (+4,2% YoY).

(**) Xét về số liệu từ Hải Quan Việt Nam trong 6T-2025, đường mía 261k tấn không đổi YoY, đường lỏng 209k tấn tăng YoY.

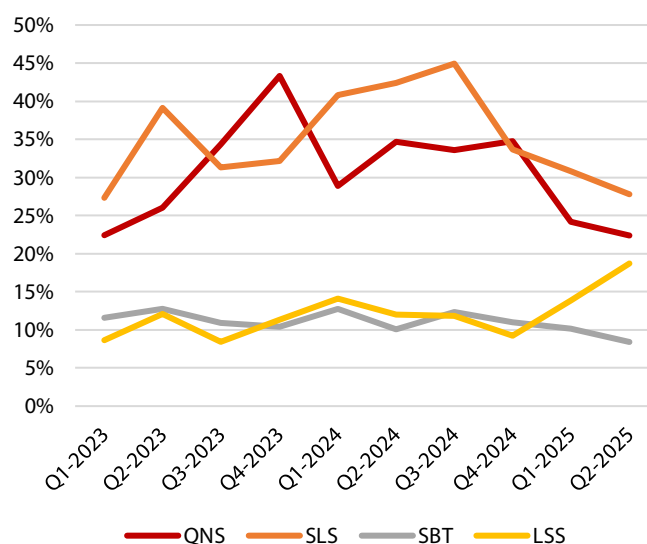
Ông Nguyễn Văn Lộc - Chủ tịch Hiệp hội Mía đường Việt Nam phát biểu vào cuối T6-2025: "Trong thị trường đang thừa cung trầm trọng và giá đường giảm sâu. Các loại đường không rõ nguồn gốc xuất xứ vẫn tràn ngập thị trường, bán với giá rẻ đã tác động mạnh đến ngành mía đường trong nước. Trong khi giá đường trong nước (tùy chất lượng và cỡ hạt) có giá dao động từ 17.800 - 20.000 đồng/kg thì đường nhập lậu chỉ bán với giá 17.400 - 17.600 đồng/kg."

Hình 1: Số ngày tồn kho của các doanh nghiệp ngành đường (ngày)



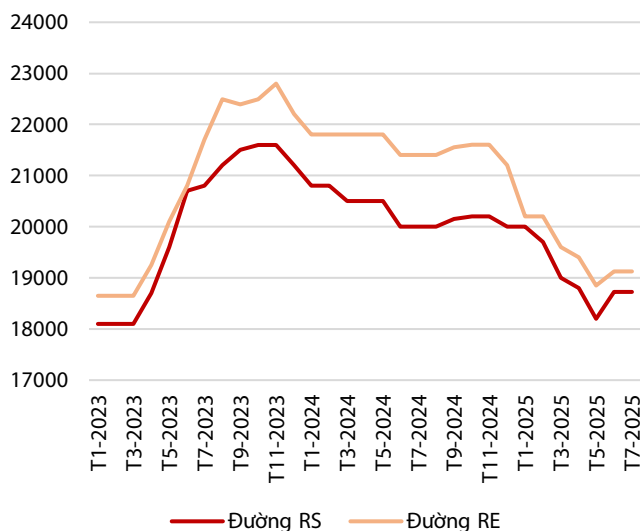
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên LN gộp của các doanh nghiệp ngành đường (%)



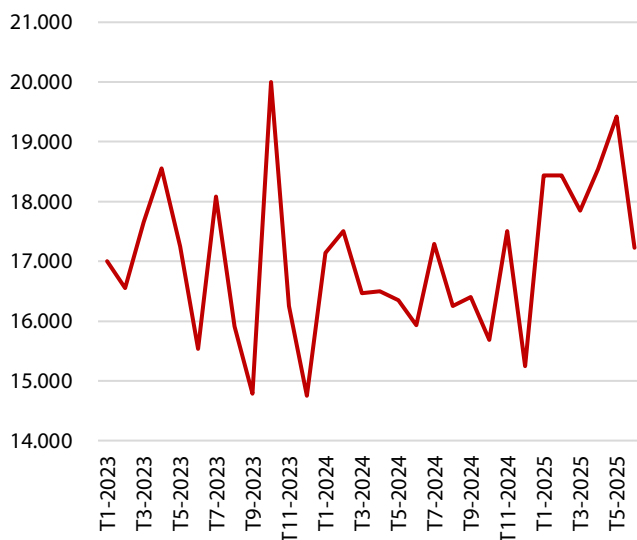
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giá bán đường An Khê tại nhà máy (đồng/kg)



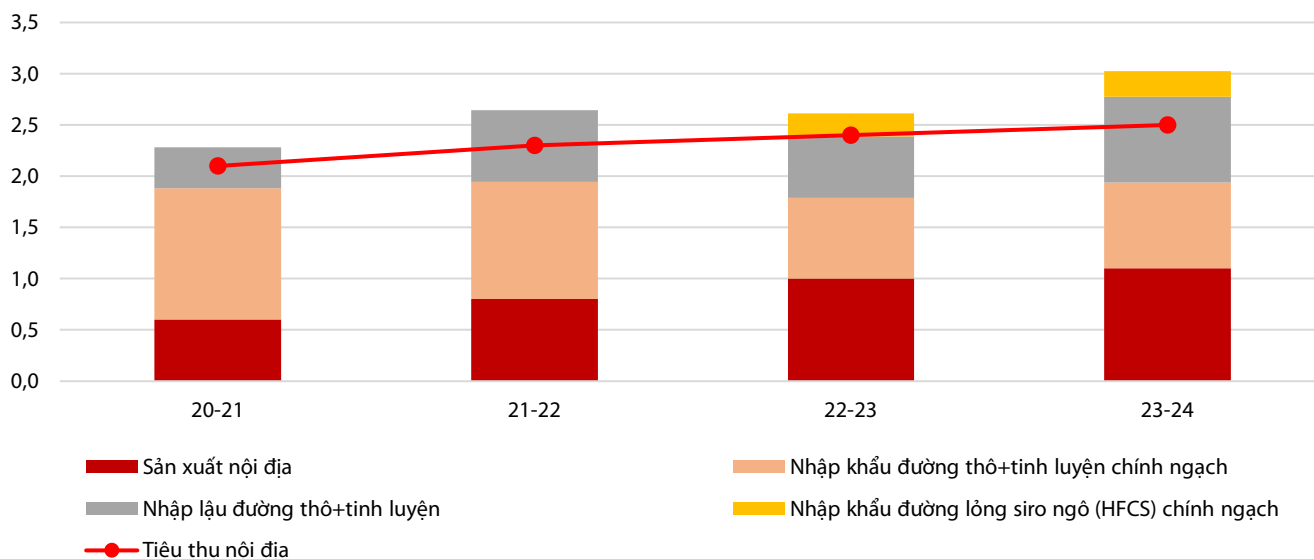
Nguồn: Argomonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá bán sữa bình quân QNS (đồng/lít)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Tổng quan cung-cầu ngành đường Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: Argomonitor, TCHQ, ISO, VSSA, Cục quản lý Hàng hóa Việt Nam, CTCK Rồng Việt

• **Doanh thu hoạt động sữa** đạt 1.378 tỷ đồng (+16,3% YoY), dựa trên giá sữa bình quân tăng 14,0% YoY, đi kèm sản lượng sữa tăng 2,7% YoY nhờ lấy thêm thị phần ở mảng sữa đậu nành và sữa hạt (khi so sánh với tăng trưởng ngành hàng tiêu dùng nhanh -2,6% YoY trong T4-5/2025).

- **Bản chất QNS không thực hiện tăng giá bán niêm yết cho tất cả các sản phẩm của mình trong H1-2025.** Giá bán cao hơn do tỷ trọng doanh thu từ các sản phẩm cao cấp hóa tăng (chiếm tổng 5% tổng Vinasoy, tăng trưởng YoY lần lượt Famigold +30% YoY, Greensoy +65% YoY, Veyo +234% YoY), kết hợp với điều chỉnh cách thức hạch toán: QNS hạch toán phần chi phí khuyến mãi sản phẩm vào chi phí bán hàng thay vì giảm trừ trực tiếp trong doanh thu.

	Cách ghi nhận trước năm 2025	Cách ghi nhận sau năm 2025
Số lượng hộp sữa bán ra 1 tháng (hộp) (a)	1.000	1.000
Giá bán niêm yết 1 hộp sữa (đồng/hộp) (b)	5.000	5.000
Doanh thu gộp (triệu đồng) (c)	5,0	5,0
Giảm trừ doanh thu từ chính sách sản phẩm tặng thêm (10 hộp tặng 1 hộp) (triệu đồng) (d) = (a)/10*(b)	0,5	0 do chuyển đổi phần này xuống chi phí bán hàng
Doanh thu ghi nhận (triệu đồng) (e)=(c)-(d)	4,5	5,0
Giá bán bình quân (đồng/hộp) (e)/(a)	4.500	5.000
TỔNG HỢP LẠI: Cách hạch toán mới khiến doanh thu ghi nhận trên BCTC & giá bán bình quân mảng sữa tăng (trong khi bản chất giá bán niêm yết không đổi), sản lượng tiêu thụ không đổi nhưng chi phí bán hàng lại tăng cao.		

Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Việc sản lượng mía ép năm nay tăng dự kiến 20,5% YoY dựa trên việc mở rộng vùng trồng lên 35.000 ha, giúp lượng điện sinh khối đóng góp vào lưới điện quốc gia của QNS gia tăng. Qua đó, **doanh thu hoạt động điện** đạt 325 tỷ đồng (+6,0% YoY), tương ứng với mức sản lượng điện tiêu thụ đạt 200 triệu KW (+10,0% YoY).

Bảng 1: Tóm tắt doanh thu Q2-2025 của QNS

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2025	Q1-2025	+/-QoQ	Q2-2024	+/-YoY	% Q2 sv 2025F của VDS
Doanh thu thuần	2.956	2.269	+30,2%	2.820	4,8%	28,1%
Đường	955	734	+30,1%	1.060	-9,9%	
Sữa đậu nành	1.378	937	+47,1%	1.185	16,3%	
Thành Phát	545	360	+51,6%	609	-10,4%	
Khác (bao gồm điện)	549	544	+0,9%	498	10,3%	
Loại bỏ	-472	-305	+54,4%	-531	-11,2%	
Sản lượng bán ra						
Đường (tấn)	54	36	+50,0%	57	-5,3%	
Sữa (triệu lít)	75	52	+44,2%	73	+2,7%	
Điện sinh khối (triệu KW)	200	121	+65,3%	182	+9,9%	

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận gộp đạt 1.001 tỷ đồng (+35,5% QoQ, +1,7% YoY), tương ứng biên LN gộp 33,9% (-103bps YoY), chủ yếu do sự suy yếu biên LN gộp mảng đường (22,4%, -1.229bps YoY) (*) che mờ việc mở rộng chỉ số này ở mảng sữa (44,9%, +687bps YoY). (**)

(*) Do ảnh hưởng từ giá đường giảm (-9,0% YoY, đạt 18.200 đồng/kg) trong khi giá thu mía không đổi YoY (1,26 triệu đồng/tấn)

(**) Như đã đề cập trên, việc điều chỉnh chính sách khuyến mại, thay vì áp dụng khuyến mại trực tiếp bằng sản phẩm, giảm doanh thu, QNS điều chỉnh linh hoạt đẩy tăng CPBH đáng kể nhưng lại giúp mở rộng biên lợi nhuận gộp. (Bảng 1)

Cũng chính vì lý do thay đổi cách hạch toán nêu trên ở mảng sữa, CPBH&QLDN/D.thu thuần tăng mạnh +531bps YoY, đạt 14,6%. Chúng tôi cũng lưu ý sự gia tăng chỉ số này thêm, cũng góp phần từ QNS gia tăng chi phí trưng bày, dùng thử hỗ trợ việc mở rộng thị phần mảng sữa hơn. Trong khi đó, cấu trúc CPBH&QLDN/D.thu thuần mảng đường không nhiều thay đổi theo ước tính chúng tôi do biên LNTT của mảng đường 16,7%, -1.392bps YoY tương đồng với mức giảm biên LN gộp (-1.229bps YoY).

Tựu chung lại, Lợi nhuận sau thuế của QNS đạt 546 tỷ đồng (+39,4% QoQ, -20,9% YoY), tương ứng biên LN ròng 13,2% (-1.418bps QoQ, -561bps YoY) dưới kỳ vọng chuyên viên 11%.

Bảng 2: Tóm tắt KQKD Q2-2025 của QNS về lợi nhuận và cơ cấu chi phí

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2025	Q1-2025	+/-QoQ	Q2-2024	+/-YoY	% Q2 sv 2025F của VDS
Lợi nhuận gộp	1.001	739	+35,5%	984	+1,7%	
CPBH&QLDN	-431	-337	+28,0%	-262	+64,7%	
Chi phí hoa hồng đại lý, hỗ trợ bán hàng	-104	-61	70,1%	-8	1.240,8%	
Khác	-327	-276	18,6%	-254	28,8%	
Lợi nhuận trước thuế	621	438	+41,9%	764	-18,8%	
Đường	160	150	+6,7%	325	-50,8%	
Sữa đậu nành	275	140	+96,4%	261	5,4%	
Điện	143	88	+62,5%	128	+11,7%	
LNST Cty Mẹ	392	623	-37,1%	532	-26,4%	19,2%
Biên LN gộp	33,9%	32,5%	+132bps	34,9%	-103bps	
Đường	22,4%	24,1%	-176bps	34,7%	-1,229bps	
Sữa đậu nành	44,9%	42,5%	+234bps	38,0%	+687bps	
Thành Phát	2,0%	2,2%	-22bps	1,9%	+4bps	
Khác	29,6%	28,9%	+72bps	32,0%	-234bps	
Biên LN trước thuế	20,9%	19,3%	+157bps	26,9%	-607bps	
Đường	16,7%	20,4%	-368bps	30,7%	-1,392bps	
Sữa đậu nành	20,0%	14,9%	+502bps	22,0%	-207bps	
Điện sinh khối	44,0%	41,7%	+230bps	41,6%	+236bps	
CPBH&QLDN/D.thu thuần	14,6%	14,8%	-26bps	9,3%	+531bps	

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Cập nhật quan điểm về bối cảnh kinh doanh QNS sau Q2-2025

Với KQKD ngành sữa, điện sinh khối tương đối vững chắc về cả doanh thu và biên lợi nhuận ròng, tiềm năng tăng/giảm giá của QNS phụ thuộc lớn vào mảng đường. Chúng tôi cho rằng, QNS sẽ đẩy mạnh sản lượng đường đầu ra ở các quý tới để phù hợp với kế hoạch sản xuất – kinh doanh, nhất là khi doanh nghiệp đã mở rộng vùng trồng và tăng hiệu suất ép mía ở vụ 24-25 này.

Chúng tôi kỳ vọng các cơn gió ngược ngành đường sẽ dần được khắc phục (lượng đường lậu lớn hay nguồn cầu yếu từ ảnh hưởng Nghị định 70), hỗ trợ giá bán và sản lượng đầu ra cho QNS tốt dần theo quý trong năm 2025. Cụ thể:

- **Giá đường thế giới có dấu hiệu tạo đáy 3 năm và tăng lên trong các phiên gần đây,** đạt 16,55 cent/bao. Việc các nhà máy mía đường Ấn Độ, Brazil sẽ chuyển dịch dần từ sản xuất đường sang Ethanol trong cuối năm sẽ kích thích chu kỳ tăng giá mới của ngành đường.
- **Tình trạng thừa cung từ nhà máy nội địa và lượng nhập hàng lậu dần giảm đi:**
 - Rủi ro đường lậu được kiểm soát khi Việt Nam tăng cường công tác an ninh, biên giới. Thêm vào đó, Hiệp hội mía đường Việt Nam cũng đã làm việc với Hiệp hội mía đường Thái Lan để ngăn chặn đường lậu, giúp cung-cầu đường trong nước cân bằng hơn.
 - Tồn kho ở hầu hết các nhà máy đang giảm dần ở cuối Q2-2025 như trình bày phần trên.
- **Nguồn cầu đường dự kiến phục hồi trở lại:**
 - Ngành hàng tiêu dùng nhanh là ngành hàng thiết yếu do đó các đại lý này buộc quay trở lại nhập hàng QNS từ Q3 sau một Q2 sử dụng hàng tồn kho có sẵn để ứng phó với tâm lý e ngại thuế/hóa đơn điện tử. Đặc biệt, Q3 thường là quý cao điểm ngành đường với mùa hè và dịp tết trung thu.
 - Việc số lượng đường nhập chính ngạch tăng mạnh hơn sau Nghị định 70 từ T7-2025 (cũng là mùa cao điểm), giá nhập đường chính ngạch lại cao hơn so với đường lậu tiểu ngạch giúp hỗ trợ giá đường tăng cao hơn.
 - QNS đã đầu tư bài bản hệ thống bán hàng để các điểm bán hàng (đại lý sỉ/lẻ) có thể đặt hàng linh hoạt số lượng hàng/lần phù hợp theo tâm lý “đóng thuế” lên hệ thống này bất kỳ lúc nào (*), giúp doanh số QNS trong T6 đã bắt đầu ổn định trở lại khi các khách hàng và chính QNS dần thích nghi với Nghị định này.

(*) Các đại lý bán sỉ/lẻ với tâm lý sợ nhập hàng nhiều phát sinh tiền thuế lớn một lúc nên hầu hết giảm số ngày tồn kho xuống thấp hơn mức bình thường nhưng khả năng tăng số lần nhập hàng/tháng. Do đó, QNS đầu tư mạnh về hệ thống bán hàng gồm phần mềm và đội ngũ kinh doanh theo dõi nhu cầu/giải quyết vấn đề kịp thời liên quan tới nhập hàng/thuế/hóa đơn theo từng đợt nhập hàng.

Lộ trình sử dụng xăng E10 từ Chính Phủ từ 2026 có thể là yếu tố tiềm năng hỗ trợ tính cân bằng trong hoạt động sản xuất của nhà máy đường mía của QNS, tương tự xu hướng ở các quốc gia lớn đi trước như Ấn Độ, Brazil – vốn cân bằng lượng mía giữa sản xuất đường và Ethanol hỗ trợ tính ổn định hơn trong doanh thu/lợi nhuận đầu ra.

+ Ngày 23/07/2025, Bộ Công Thương thông tin về việc đang tham mưu, trình Chính phủ ban hành lộ trình sử dụng xăng E10 nhằm giảm phát thải khí nhà kính, thực hiện cam kết cân bằng phát thải ròng vào năm 2050, dự kiến thực hiện từ ngày 1/1/2026. Ethanol trong E10 được sản xuất từ các nguyên liệu sinh học như mía, sắn, ngô... giúp nâng chỉ số octan và giảm phát thải CO₂, HC độc hại so với xăng khoáng thông thường. Từ 1/8/2025, 3 thành phố gồm TP HCM, Hà Nội, Hải Phòng sẽ thí điểm bán xăng E10 - loại nhiên liệu sinh học pha 10% ethanol vào xăng khoáng.

+ Thông tin này được xem là tích cực cho dự án nhà máy Ethanol (từ mía) dài hạn của QNS (chạy thử từ 2027 và đi vào hoạt động từ 2028) khi hiện tại tổng sản lượng ethanol nội địa mới chỉ đáp ứng được khoảng 40% nhu cầu, tương ứng với công suất hàng năm khoảng 450.000 m³. Phần còn lại, khoảng 1 triệu m³, sẽ cần được bù đắp thông qua nhập khẩu từ các thị trường như Hoa Kỳ, Brazil và khu vực ASEAN.

Dự phóng Q3-2025: Kỳ vọng cải thiện dần về cuối năm khi cung-cầu đường cân bằng hơn

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q3-2025 của QNS

	Q2-2025	+/-YoY	+/-QoQ	Giải định
Doanh thu thuần	2.943	+8,0%	-0,4%	
Đường	1.055	+1,3%	+10,4%	Dự kiến sản lượng +6,7% YoY khi QNS nỗ lực đẩy mạnh tiêu thụ phù hợp với kế hoạch mở rộng vùng trồng năm nay. Bù lại, giá bán ước giảm về quanh mốc 18.100-18.200 đồng/kg khi tiêu thụ ngành đường còn ảm đạm và lượng tồn kho nhà máy còn nhiều. Lưu ý, Q3 là quý cao điểm ngành đường với mùa vụ trung thu và các vấn đề về tắc nghẽn kênh GT từ Nghị định 70 dẫn được giải quyết từ đầu Q3, theo chia sẻ của QNS.
Sữa đậu nành	1.413	+16,5%	+2,5%	Được thúc đẩy từ mùa vụ cao điểm ngành sữa hằng năm (Q2-3) và câu chuyện mở rộng thị phần sữa đậu nành tương tự Q1. Ngoài ra, việc thay đổi cách thức chiết khấu (đã đề cập trên) là yếu tố khác hỗ trợ doanh thu quý này.
Thành Phát	559	-4,8%	+2,5%	
Khác	389	-0,3%	-29,2%	
Lợi nhuận gộp	1.001	+9,8%	0,0%	Giá bán đường giảm ~10-12% YoY là tác nhân chính khiến biên LN gộp tổng QNS giảm 1.097bps YoY.
CPBH&QLDN	-427	+11,5%	-1,0%	Sự gia tăng của CPBH&QLDN từ hai tác nhân: (1) thay đổi chính sách ghi nhận chiết khấu (đã đề cập trên), (2) đẩy mạnh chi chiết khấu hơn trong ngành sữa, vốn cạnh tranh dâng cao và ra mắt SKUs mới đi kèm ngành đường trong bối cảnh thừa cung.
LNTT và lãi vay	574	+8,5%	+0,7%	
Lợi nhuận từ CTLKLD	0			
Lợi nhuận tài chính ròng	40	-8,0%	0,0%	
Lợi nhuận khác	14	0,0%	+24,8%	
Lợi nhuận trước thuế	628	+7,1%	+1,1%	
Thuế TNDN	-75			
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	0			
LNST Cty Mẹ	553	-19,9%	41,1%	LNST Cty Mẹ kỳ vọng khôi phục mạnh QoQ phù hợp với cam kết đẩy mạnh KQKD từ BLĐ QNS dần về cuối năm tương ứng với kế hoạch mở rộng vùng trồng mía tham vọng năm nay. (+20,0% YoY).
Biên LN gộp	34,0%	+56bps	+14bps	
Đường	22,6%	-1.097bps	+22bps	
Sữa đậu nành	45,5%	+674bps	+64bps	
Thành Phát	2,0%	-13bps	+4bps	
Khác	29,0%	+795bps	-62bps	
CPBH&QLDN/D.thu thuần	14,5%	+47bps	-8bps	
Biên LNTT và lãi vay	19,5%	+10bps	+22bps	
Biên LN ròng	18,8%	-654bps	+553bps	

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Định giá

Trong kịch bản giá đường giữ vững vùng 18.400-18.600 đồng/kg, ngang với thời điểm chốt bán phá giá và chống trợ cấp với đường Thái Lan bắt đầu có hiệu lực (T8-2023), **giá mục tiêu cho QNS theo dự phóng chúng tôi không đổi là 54.300 đồng/cổ phiếu (đã bao gồm cổ tức tiền mặt), tương đương với khuyến nghị TÍCH LŨY.**

Bảng 4: Tóm tắt định giá QNS (đồng/cổ phiếu)

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
Định giá DCF (5 năm, WACC: 10,5%, EVEBITDA 5x)	40%	57.826
Định giá SoTP	60%	46.040
Đường (P/E 7,6x, 2025F EPS)		12.042
Sữa (P/E 10,0x, 2025F EPS)		28.477
Khác (Thành Phát, Điện sinh khối) (P/E 5,0x, 2025F EPS)		5.520
Tổng QNS	100%	50.760
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		3.500
PE mục tiêu 2025F		9,2

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Bảng độ nhạy giá trị VCSH QNS theo EVEBITDA trong phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) (đồng/cổ phiếu)

WACC	Exit EVEBITDA							
		2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0
	7,5%	45.764	51.613	57.461	63.309	69.158	75.006	80.855
	8,5%	44.635	50.219	55.802	61.386	66.970	72.554	78.138
	9,5%	43.560	48.893	54.227	59.560	64.894	70.227	75.561
	10,5%	42.536	47.633	52.729	57.826	62.922	68.019	73.115
	11,5%	41.561	46.433	51.305	56.177	61.049	65.921	70.793
	12,5%	40.632	45.291	49.950	54.609	59.268	63.928	68.587
	13,5%	39.745	44.203	48.660	53.118	57.575	62.033	66.490

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Bảng định giá QNS chi tiết theo phương pháp PE (đồng/cổ phiếu)

Đơn vị: đồng/cổ phiếu	2025F	2026F
Đường (P/E 7,6x)	12.042	11.025
Sữa (P/E 10,0x)	28.477	30.790
Khác (Thành Phát, Điện sinh khối) (P/E 5,0x)	5.520	5.341
Tổng QNS	46.040	47.156

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dự án Ethanol hiện tại chưa được chúng tôi ghi nhận vào định giá của QNS, do đó QNS có tiềm năng tăng giá nếu độ khả thi của việc triển khai dự án xăng E10 của Chính Phủ và dự án Ethanol từ mía của QNS được đẩy mạnh trong thời gian tới.

Phụ lục về đối thủ cạnh tranh tiềm tàng – Đường lỏng siro ngô (HFCS)

Đường lỏng siro ngô (High Fructose Corn Syrup - HFCS) là chất làm ngọt được sản xuất từ tinh bột ngô thông qua quá trình enzym hóa, chuyển hóa glucose thành fructose với tỷ lệ khác nhau (thường là HFCS-42 hoặc HFCS-55, với 42% hoặc 55% fructose). HFCS có dạng lỏng, độ ngọt cao (gấp 1,1-1,3 lần đường mía), và được sử dụng rộng rãi trong công nghiệp thực phẩm, đặc biệt trong nước ngọt, bánh kẹo, và thực phẩm chế biến.

Loại đường này rất được phổ biến trong chế biến thức uống giải khát (Cocacola, Pepsi..) nhờ vào:

- **Chi phí thấp:** HFCS được sản xuất từ ngô, một loại nguyên liệu nông nghiệp giá rẻ, đặc biệt ở các nước như Mỹ, Trung Quốc, nơi ngô được trợ giá hoặc sản xuất quy mô lớn. Tại Việt Nam, giá HFCS nhập khẩu (khoảng 9.000-15.000 VNĐ/kg) thấp hơn nhiều so với đường mía (18.000-20.000 VNĐ/kg), giúp các hãng nước ngọt tối ưu chi phí.
- **Độ ngọt cao và dễ sử dụng:** HFCS có độ ngọt mạnh, gấp 1,1 - 1,3 lần so với đường trắng làm từ mía, giúp tăng hương vị mà không cần dùng nhiều. Dạng lỏng của HFCS dễ hòa tan trong nước, lý tưởng cho sản xuất nước ngọt, nước giải khát, và các sản phẩm thực phẩm chế biến.
- **Thời hạn sử dụng lâu:** HFCS có khả năng bảo quản tốt, ít bị kết tinh hơn đường mía, giúp kéo dài thời gian lưu trữ sản phẩm.
- **Tính ổn định trong sản xuất:** HFCS duy trì độ ngọt và chất lượng ổn định trong các điều kiện nhiệt độ và pH khác nhau, phù hợp với quy trình sản xuất công nghiệp.

Ở Việt Nam, HFCS nhập khẩu từ chủ yếu Trung Quốc (trên 80%), phần còn lại ở Hàn Quốc, hoặc các nước ASEAN được hưởng thuế suất thấp theo các hiệp định thương mại tự do (FTA), khiến nó trở thành lựa chọn kinh tế và gia tăng dần theo thời gian, chiếm ~10% tiêu thụ đường Việt Nam chỉ trong 3 năm (Hình 5). Do đó, cùng với đường mía lâu, loại đường lỏng này ảnh hưởng đến hoạt động phát triển ngành đường nội địa Việt Nam.

Chúng tôi lưu ý, đường lỏng siro ngô (HFCS) được xem là không tốt cho sức khỏe, do chứa tỷ lệ fructose cao (đặc biệt HFCS-55 hoặc HFCS-90), được chuyển hóa chủ yếu ở gan, có thể dẫn đến (tham khảo bài báo suckhoedoisong tiêu đề: Đường lỏng từ siro ngô tàn phá sức khỏe thế nào?)

- **Tích tụ mỡ gan:** fructose chuyển hóa trực tiếp thành chất béo, tăng nguy cơ gan nhiễm mỡ không do rượu,
- **Tăng triglyceride máu:** góp phần gây rối loạn lipid máu, liên quan đến bệnh tim mạch,
- **Đề kháng insulin:** Fructose không kích thích insulin như glucose, nhưng tiêu thụ lâu dài có thể làm rối loạn chuyển hóa, dẫn đến tiểu đường dạng 2,
- **Góp phần gây béo phì:** HFCS có trong nước ngọt và thực phẩm chế biến, thường được tiêu thụ với lượng lớn, dẫn đến tăng calo nạp vào cơ thể. Fructose không kích thích hormone leptin (tạo cảm giác no), khiến người dùng dễ tiêu thụ quá mức, góp phần gây béo phì.

Tổng hợp lại, do những vấn đề về sức khỏe và sự bành trướng nhanh của loại đường này tại Việt Nam, QNS cùng các doanh nghiệp khác đã có kiến nghị trong các hội nghị hải quan và các bộ ngành liên quan (như Bộ Tài Chính, Y Tế, Nông Nghiệp, Khoa Học Công Nghệ) nhưng chỉ dừng ở mức tiếp thu và chưa có giải pháp cụ thể. Vì vậy, nếu đà tăng trưởng loại đường này mạnh mẽ hơn, có thể ảnh hưởng KQKD của QNS, được xem như rủi ro giảm giá của cổ phiếu và cần theo dõi chặt chẽ thêm.

Phụ lục

Bảng 7: Kết quả kinh doanh Q2-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2025	Q1-2025	+/-QoQ	Q2-2025	+/-YoY	%Kế hoạch 2025	%Dự phóng 2025 của VDS
Doanh thu thuần	2.956	2.269	30,2%	2.820	4,8%	29,6%	28,1%
Đường	955	734	30,1%	1.060	-9,9%		
Sữa đậu nành	1.378	937	47,1%	1.185	16,3%		
Thành Phát	545	360	51,6%	609	-10,4%		
Khác	549	544	0,9%	498	10,3%		
Loại bỏ	-472	-305	54,4%	-531	-11,2%		
Lợi nhuận gộp	1.001	739	35,5%	984	1,7%		
CPBH&QLDN	-431	-337	28,0%	-262	64,7%		
LN trước thuế và lãi vay	570	402	41,8%	722	-21,1%		
Lợi nhuận từ CTLKLD	0	0		0			
Lợi nhuận tài chính ròng	40	36		32			
Lợi nhuận khác	11	0		10			
Lợi nhuận trước thuế	621	438	41,9%	764	-18,8%		
Thuế TNDN	-75	-46		-74			
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	0	0		0			
LNST Cty Mẹ	392	623	-37,1%	532	-26,4%	21,9%	19,2%

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Phân tích HĐKD Q2-2025 của QNS

Chỉ tiêu	Q2-2025	Q1-2025	+/-QoQ	Q2-2024	+/-YoY
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	33,9%	32,5%	+132bps	34,9%	-103bps
EBITDA/Doanh thu	19,3%	17,7%	+157bps	25,6%	-634bps
EBIT/Doanh thu	27,4%	28,3%	-88bps	29,4%	-204bps
TS lợi nhuận ròng	18,5%	17,3%	+122bps	24,5%	-600bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
- Số ngày tồn kho	118	144		92	
- Số ngày phải thu	9	18		14	
- Số ngày phải trả	16	23		24	
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	33%	38%		37%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN
08/2025	54.300	TÍCH LŨY	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



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

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2025.**