

(Cập nhật) **Tăng Tỷ Trọng**

Giá mục tiêu (VND)	<b>▼56,700</b>
Thị giá (03/03/2026, VND)	47,800
Lợi nhuận kỳ vọng	+18.6%

Lợi nhuận HĐKD (26F, tỷ đồng)	2,087
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-6.9
Kỳ vọng thị trường (26F, %)	-
P/E (26F, x)	8.6
P/E thị trường (x)	15.2
VNIIndex	1,846

Vốn hóa (tỷ đồng)	17,904
SLCP đang lưu hành (triệu)	368
% tự do chuyển nhượng (%)	65.9
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	9.5
Beta (12T)	0.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	39,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	50,900

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	3.8	3.8	-2.2
Tương đối	2.9	-6.0	-43.6



CTCP Chứng Khoán Mirae Asset Việt Nam

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

# CTCP Đường Quảng Ngãi

## Vững vàng trong chu kỳ giảm

### Cập nhật KQKD 2025

QNS ghi nhận LNST sau lợi ích CĐTS đạt 1,916 tỷ đồng (-19.4% svck) trên mức doanh thu 10,575 tỷ đồng (+3.2% svck). Doanh thu vượt kỳ vọng của chúng tôi, trong khi lợi nhuận nhìn chung phù hợp với dự báo.

Xét theo từng mảng, doanh thu sữa đậu nành tăng trưởng 15.1% svck, phần nào bù đắp cho sự sụt giảm của mảng đường (-7.9%) và Thành Phát (-14.0%). Biên lợi nhuận gộp hợp nhất duy trì tương đối ổn định ở mức 33.4%, chủ yếu nhờ thay đổi cơ cấu đóng góp. Tỷ trọng cao hơn từ mảng sữa đậu nành – với biên gộp cải thiện từ 39.2% lên 44.4% – đã bù đắp cho mức thu hẹp biên lợi nhuận của mảng đường (giảm từ 32.7% xuống 19.8%). Theo đó, cơ cấu đóng góp lợi nhuận gộp của mảng Đường/Sữa đậu nành dịch chuyển về mức 20%/60% so với 37%/47% cùng kỳ năm trước.

Mảng sữa đậu nành có sự cải thiện rõ nét so với CK. Tuy nhiên, biên lợi nhuận Q4/2025 cũng được hỗ trợ bởi một số yếu tố ngoài hoạt động, cùng với thay đổi trong chính sách kế toán khi chi phí khuyến mãi và bán hàng được ghi nhận vào SG&A thay vì khấu trừ trực tiếp vào doanh thu. Đối với mảng đường, xu hướng giảm dần của giá đường tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận, đặc biệt trong Q4/2025 khi công ty đẩy mạnh giải phóng tồn kho với sản lượng tăng 67% svck trong khi giá bán giảm 17%. Dòng tiền tự do năm 2025 ước đạt 1,744 tỷ đồng (-1.4% svck), với tiền mặt ròng tăng lên 5,867 tỷ đồng (+15% svck).

### Thận trọng với triển vọng tăng trưởng

Cho năm 2026, ban lãnh đạo dự kiến giá đường tiếp tục duy trì ở mức thấp, trong khi sản lượng mía có thể giảm khoảng 10% do thời tiết bất lợi. Biên lợi nhuận mảng đường, theo đó nhiều khả năng tiếp tục chịu áp lực trong bối cảnh chu kỳ yếu.

Với sữa đậu nành, QNS có kế hoạch tăng trưởng doanh thu từ 5–10%, chủ yếu nhờ cải thiện cơ cấu sản phẩm. Tuy nhiên, biên lợi nhuận có thể thấp hơn do gia tăng chi phí khuyến mãi cho các dòng sản phẩm mới. Tổng thể, lợi nhuận 2026 đang nghiêng về kịch bản tiếp tục giảm so với cùng kỳ.

Chúng tôi hạ dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS 2026 xuống 1,784 tỷ đồng (-6.9% svck), chủ yếu do điều chỉnh giảm giả định giá đường và tăng chi phí bán hàng. Theo đó, giá mục tiêu được điều chỉnh xuống 56,700 đồng/cp (từ 56,900 đồng). Trong bối cảnh giá đường suy yếu, cùng rủi ro liên quan đến chính sách cổ tức và kế hoạch đầu tư lớn trong 2026, định giá có thể cần phản ánh mức rủi ro cao hơn.

FY (31/12)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	10,243	10,575	10,206	10,799	11,524
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	2,381	1,920	1,829	2,087	2,317
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	23.2	18.2	17.9	19.3	20.1
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2,377	1,916	1,784	2,032	2,242
EPS (VND)	7,615	6,140	5,715	6,511	7,182
ROE (%)	25.6	18.6	16.2	17.2	17.5
P/E (x)	6.4	8.0	8.6	7.5	6.8
P/B (x)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.1
Lợi suất cổ tức (%)	6.7	6.9	6.1	6.1	6.1

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

## Cập nhập từ doanh nghiệp

### Mảng đường

Ban lãnh đạo cho biết giá đường thế giới đã bước vào vùng đáy chu kỳ và hiện đang ở mức thấp nhất trong khoảng 4–5 năm gần đây. Theo quá khứ, các chu kỳ suy giảm thường kéo dài khoảng 3–4 quý trước khi bắt đầu phục hồi. Điều này hàm ý áp lực giá giảm có thể còn duy trì trong phần lớn năm 2026, và khả năng cải thiện rõ hơn có thể xuất hiện về cuối năm. Về cơ bản, giá đường nội địa vẫn đi theo giá thế giới vì Việt Nam vẫn phụ thuộc một phần vào nguồn cung quốc tế. Tuy nhiên, giá trong nước còn chịu ảnh hưởng lớn từ yếu tố kiểm soát chống buôn lậu và gian lận thương mại.

Về hoạt động sản xuất, niên vụ mía hiện tại được dự báo chịu ảnh hưởng tiêu cực từ điều kiện thời tiết, đặc biệt là tác động của bão số 13 tại khu vực Gia Lai. Theo đó, sản lượng mía dự kiến giảm khoảng 10%, xuống còn 2,3 triệu tấn so với kỳ vọng ban đầu 2,7 triệu tấn. Ban lãnh đạo cho biết giá mua mía thấp hơn sẽ giúp giảm bớt áp lực lên biên lợi nhuận. Tuy nhiên, trong bối cảnh giá bán suy yếu, lợi nhuận mảng đường nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức thấp cho đến khi mặt bằng giá ổn định trở lại.

Công ty hiện không có kế hoạch nhập khẩu đường thô để tinh luyện do không có tính hiệu quả kinh tế trong bối cảnh các biện pháp phòng vệ thương mại vẫn đang được áp dụng. Đồng thời, quyết định gia hạn thuế chống bán phá giá đối với đường Thái Lan tiếp tục là biến số quan trọng của ngành, với kết luận dự kiến được công bố vào tháng 6/2026.

### Mảng sữa đậu nành

Mảng sữa đậu nành tiếp tục đóng vai trò là nguồn đóng góp lợi nhuận ổn định cho công ty trong giai đoạn hiện tại. Ban lãnh đạo kỳ vọng tăng trưởng sẽ đến chủ yếu từ cải thiện cơ cấu sản phẩm vì QNS chưa tính tăng giá sản phẩm. Công ty dự kiến ra mắt thêm một số dòng sản phẩm mới và đồng thời gia tăng hoạt động quảng cáo và khuyến mại, điều này có khiến biên lợi nhuận suy giảm nhẹ trong ngắn hạn, dù doanh thu vẫn duy trì đà tăng trưởng

### Kế hoạch đầu tư

Ban lãnh đạo cho biết công ty đang bước vào một giai đoạn đầu tư mới với cường độ cao hơn so với các năm gần đây. Ngân sách đầu tư năm 2026 được định hướng ở mức tối thiểu 1.500 tỷ đồng, cao hơn đáng kể so với mức 248 tỷ đồng và 367 tỷ đồng của năm 2024 và 2025. Kế hoạch chi tiêu bao gồm thanh toán cho dự án nâng cấp nhà máy mía đường An Khê, dự kiến hoàn công trong tháng 11/2026 cũng như nâng cấp hệ thống tại các mảng còn lại. Việc gia tăng đầu tư cho thấy cường độ sử dụng vốn có xu hướng cao hơn trong trung hạn và điều này có thể tạo áp lực nhất định lên chính sách cổ tức trong những năm tới.

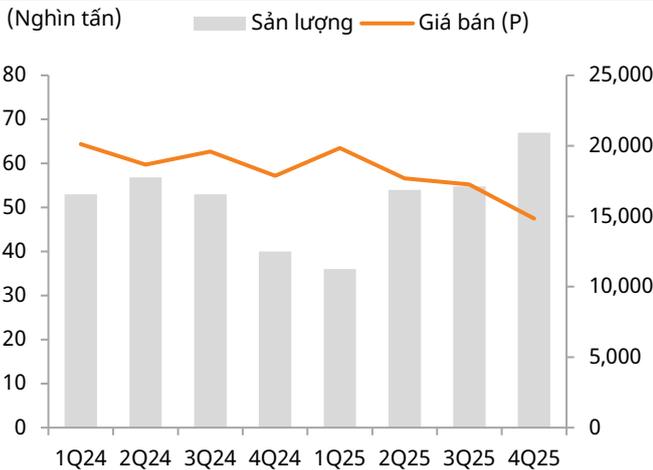
## Các chỉ tiêu trọng yếu

**Hình 1. Cập nhập KQKD 2025**

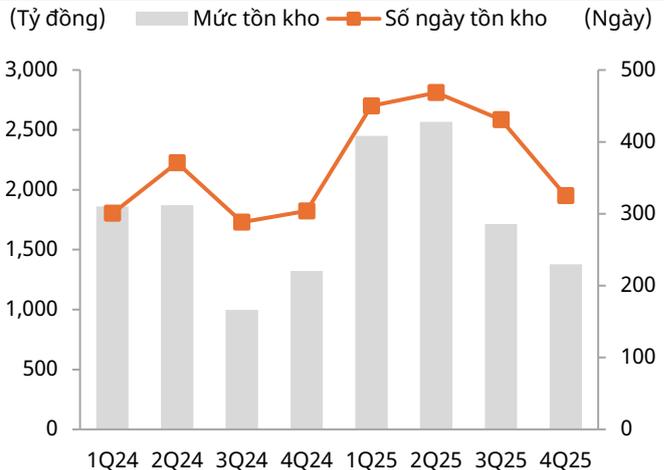
(tỷ đồng)	FY22	FY23	FY24	FY25	% svck	Ước tính	% +/-
Doanh thu	8,255	10,021	10,243	10,575	3.2	9,932	6.5
Lợi nhuận hoạt động	1,359	2,154	2,381	1,920	-19.3	1,917	0.2
Lợi nhuận trước thuế	1,505	2,447	2,645	2,212	-16.4	2,162	2.3
Lợi nhuận CĐ cty mẹ	1,287	2,183	2,377	1,916	-19.4	1,936	-1.0
<i>Biên LNHD (%)</i>	16.5	21.5	23.2	18.2	-5.0%p	19.3	-1.1%p
<i>Biên LN ròng (%)</i>	15.6	21.8	23.2	18.1	-5.1%p	19.5	-1.4%p

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

**Hình 2. Trong Q4/25, sản lượng tiêu thụ đường tăng mạnh nhờ đẩy mạnh chiết khấu, qua đó tạo áp lực lên giá bán bình quân**

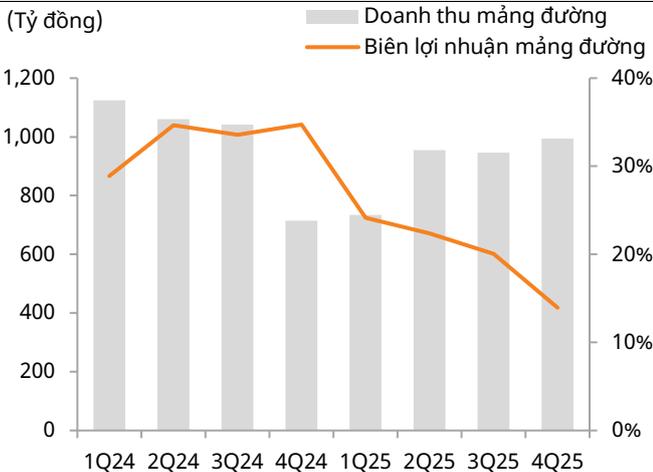


**Hình 3. Theo QNS, toàn bộ lượng tồn kho còn lại từ niên vụ ép trước được bán trong Q4/2025**

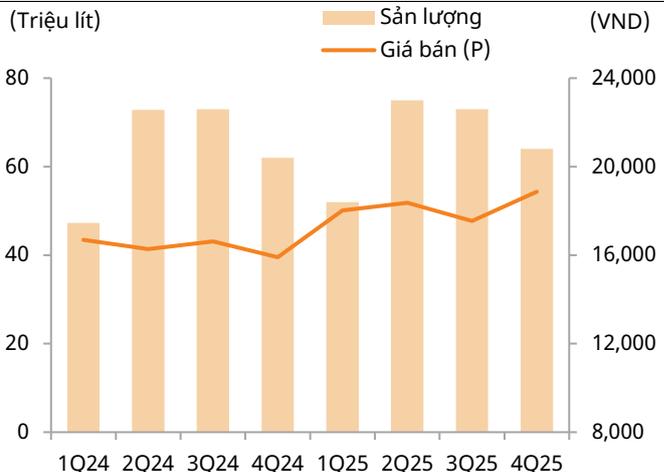


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

**Hình 4. Doanh thu mảng đường 2025 giảm 7.9% svck với biên lợi nhuận giảm mạnh do yếu tố giá bán**

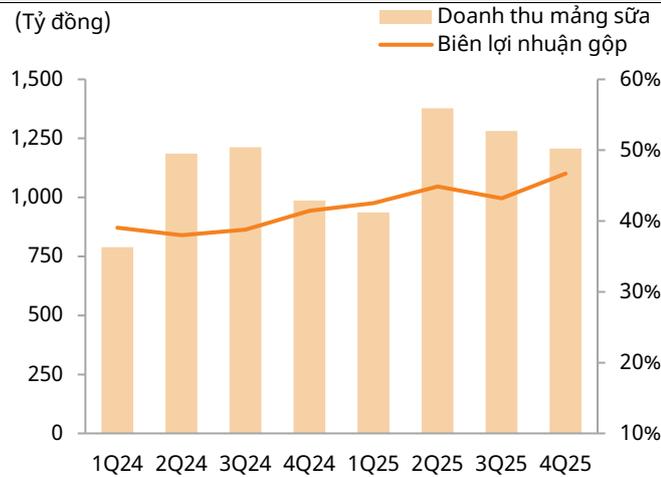


**Hình 5. Sản lượng mảng sữa 2025 tăng nhẹ 3.5% svck với giá bán bình quân tăng 11.2% svck nhờ cải thiện cơ cấu sản phẩm**

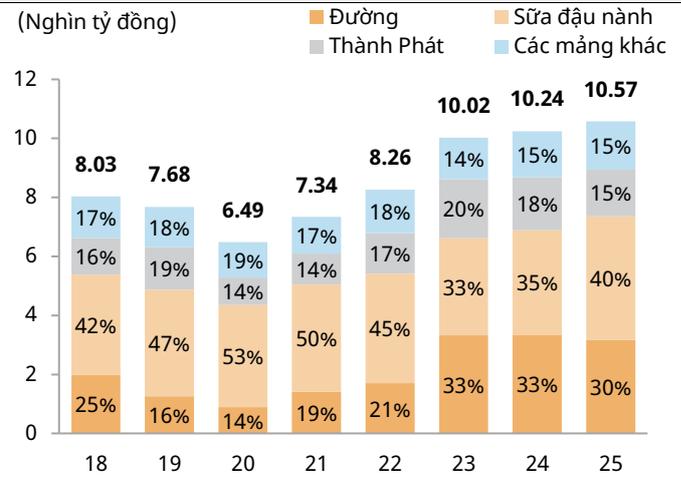


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

**Hình 6. Mảng sữa đậu nành 2025 ghi nhận tăng trưởng doanh thu 15.1% svck với biên lợi nhuận mở rộng 5.2%p**

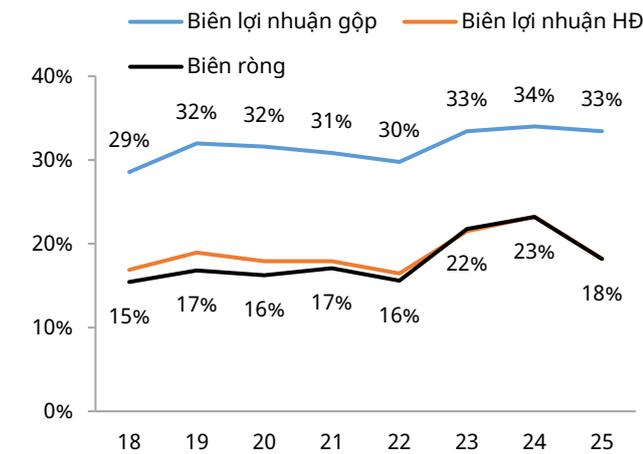


**Hình 7. Tăng trưởng của sữa đậu nành đã phần nào bù đắp sự suy yếu của mảng đường, qua đó giữ doanh thu hợp nhất tương đối ổn định**

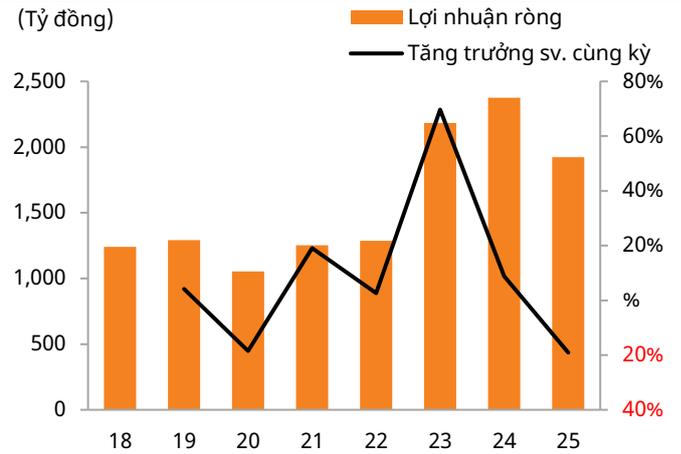


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

**Hình 8. Mảng sữa đậu nành tăng trưởng tích cực, tuy nhiên chi phí khuyến mãi gia tăng đã khiến biên lợi nhuận của mảng và biên lợi nhuận hợp nhất thu hẹp svck**

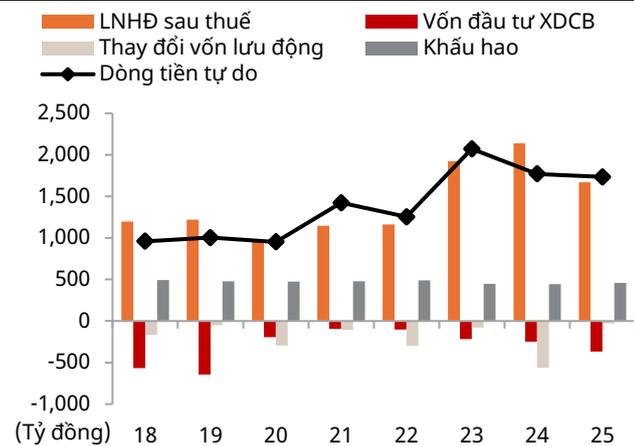


**Hình 9. Sau nhiều năm tăng trưởng tích cực nhờ mặt bằng giá đường neo cao, QNS ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng âm khi chu kỳ đảo chiều**

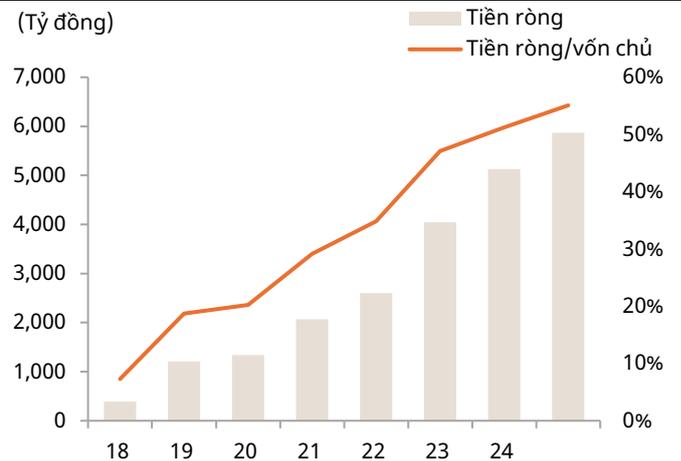


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research Research

**Hình 10. QNS duy trì dòng tiền tự do tích cực**



**Hình 11. Tiền mặt ròng cuối 2025 đạt 8,404 tỷ đồng (+7% svck), tương đương 55% vốn chủ**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research Research

## Triển vọng và dự phóng

### Điều chỉnh giảm dự báo 2026

Sau kết quả 4Q kém tích cực và triển vọng phục hồi giá đường còn hạn chế, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định doanh thu và biên lợi nhuận đối với mảng đường. Đồng thời, dự báo chi phí bán hàng được nâng lên, phản ánh kế hoạch đẩy mạnh phát triển và quảng bá các dòng sản phẩm mới ở mảng sữa. Theo đó, LNST 2026F được dự báo giảm 6,9% svck xuống mức 1.784 tỷ đồng.

**Hình 12. Dự phóng lợi nhuận sau thuế 2026 đạt 1,784 tỷ đồng, giảm 6.9% svck**

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu</b>	<b>10,021</b>	<b>10,243</b>	<b>10,575</b>	<b>10,206</b>	<b>10,799</b>	<b>11,524</b>
Mảng đường	4,037	3,939	3,630	3,000	3,477	3,797
Mảng sữa	4,003	4,174	4,803	5,144	5,510	5,843
Các mảng khác	1,982	2,130	2,142	2,062	1,813	1,884
Giá vốn hàng bán	-6,670	-6,759	-7,050	-6,690	-6,979	-7,358
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,351</b>	<b>3,484</b>	<b>3,525</b>	<b>3,517</b>	<b>3,819</b>	<b>4,166</b>
<i>Biên LN gộp (%)</i>	33.4	34.0	33.3	34.5	35.4	36.1
<i>Mảng đường</i>	31.1	32.7	19.8	18.9	21.2	22.4
<i>Mảng sữa</i>	41.0	39.2	44.4	45.8	46.2	47.2
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>-1,197</b>	<b>-1,103</b>	<b>-1,604</b>	<b>-1,688</b>	<b>-1,732</b>	<b>-1,848</b>
<i>% doanh thu</i>	11.9	10.8	15.2	16.5	16.0	16.0
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>2,154</b>	<b>2,381</b>	<b>1,920</b>	<b>1,829</b>	<b>2,087</b>	<b>2,317</b>
<i>Biên LNHD (%)</i>	21.5	23.2	18.2	17.9	19.3	20.1
Thu nhập tài chính ròng	202	166	195	230	258	270
Lợi nhuận khác	91	98	97	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2,447</b>	<b>2,645</b>	<b>2,212</b>	<b>2,059</b>	<b>2,346</b>	<b>2,588</b>
Thuế TNDN	-263	-268	-296	-275	-314	-346
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2,183</b>	<b>2,377</b>	<b>1,916</b>	<b>1,784</b>	<b>2,032</b>	<b>2,242</b>
Lợi nhuận CĐ cty mẹ	2,183	2,377	1,916	1,784	2,032	2,242

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research Research

### Tác động của chu kỳ giá xuống ngành đường đến lợi nhuận tổng thể

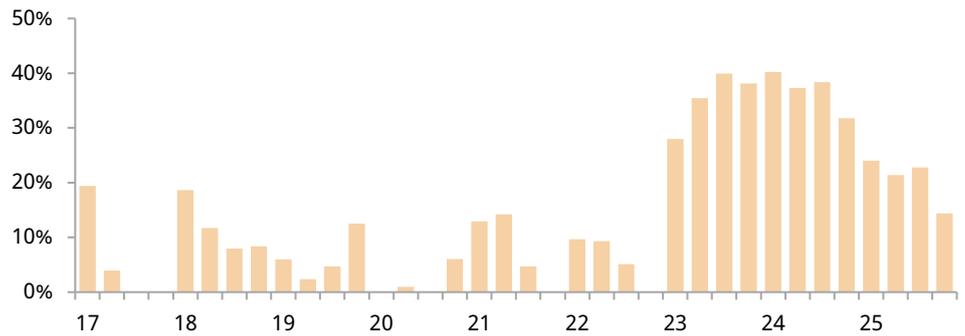
Chu kỳ giảm của giá đường ảnh hưởng đến QNS chủ yếu thông qua giá bán. Trong chu kỳ giá giảm, giá đường thường giảm nhanh hơn chi phí đầu vào, khiến biên lợi nhuận gộp mảng đường thu hẹp. Theo QNS, chi phí mía trong niên vụ đang ở mức 1,18 triệu đồng/tấn tại nhà máy, thấp hơn 8-10% so với niên vụ trước, qua đó tạo một phần đệm chi phí nếu xu hướng giá đường tiếp tục giảm trong năm.

Ở cấp độ hợp nhất, tác động từ mảng đường được đánh giá là tương đối hạn chế nhờ hai yếu tố chính: **(1) tỷ trọng đóng góp của mảng đường trong cơ cấu lợi nhuận không còn ở mức cao.** Trong điều kiện bình thường, mảng này đóng góp dưới 20% lợi nhuận gộp và diễn biến các quý năm 2025 đã quay về vùng này (Hình 13). Theo đó, mức độ lan tỏa từ biến động giá đường sang lợi nhuận hợp nhất được thu hẹp đáng kể so với giai đoạn đỉnh chu kỳ. **(2) khoảng 50% doanh thu đường được tiêu thụ nội bộ,** chủ yếu cho các sản phẩm FMCG. Nhóm này có đặc điểm giá bán ổn định hơn và biên lợi nhuận đang cải thiện nhờ dịch chuyển cơ cấu sang các dòng sản phẩm cao cấp với mức giá cao hơn. Trong bối cảnh giá đường đầu vào giảm, chi phí nguyên liệu thấp hơn có thể từng bước hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận cho các mảng này, qua đó tạo hiệu ứng bù đắp ở cấp độ hợp nhất. Theo đó, dù lợi nhuận gộp mảng đường dự

kiến giảm 21,1%, lợi nhuận gộp hợp nhất dự báo vẫn duy trì ổn định với biên gộp cải thiện khoảng 1%. Mức giảm 7,3% của lợi nhuận ròng chủ yếu đến từ chi phí bán hàng gia tăng và đóng góp thấp hơn từ các khoản thu nhập bất thường

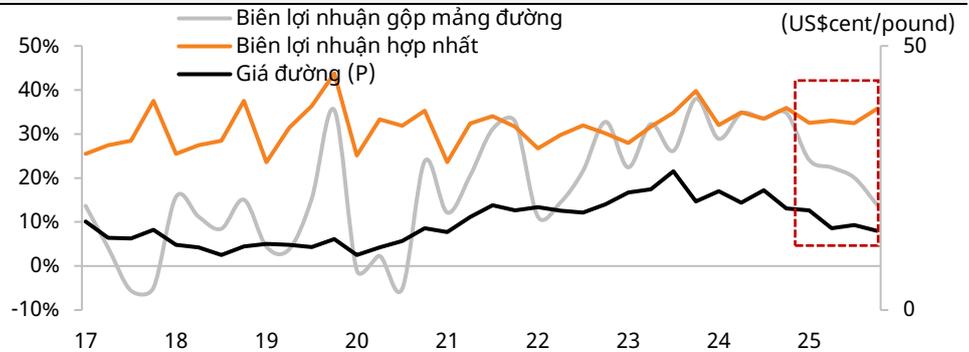
Tổng thể, chu kỳ giá đường suy giảm chắc chắn tạo áp lực lên lợi nhuận. Tuy nhiên, với mô hình kinh doanh tích hợp theo chuỗi của QNS, mức độ tác động được đánh giá là có thể hấp thụ được. Rủi ro đáng lưu ý hơn nằm ở kịch bản giá duy trì ở mức thấp trong thời gian kéo dài thay vì chỉ là một nhịp điều chỉnh ngắn hạn. Đối với kịch bản này, dự báo đồng thuận về giá đường (Hình 16) cho thấy dư địa phục hồi trong ngắn hạn còn hạn chế và phụ thuộc đáng kể vào thời gian kéo dài của vùng đáy chu kỳ hiện tại.

**Hình 13. Loại trừ giai đoạn tăng giá mạnh, mảng đường đóng góp dưới 20% lợi nhuận gộp**



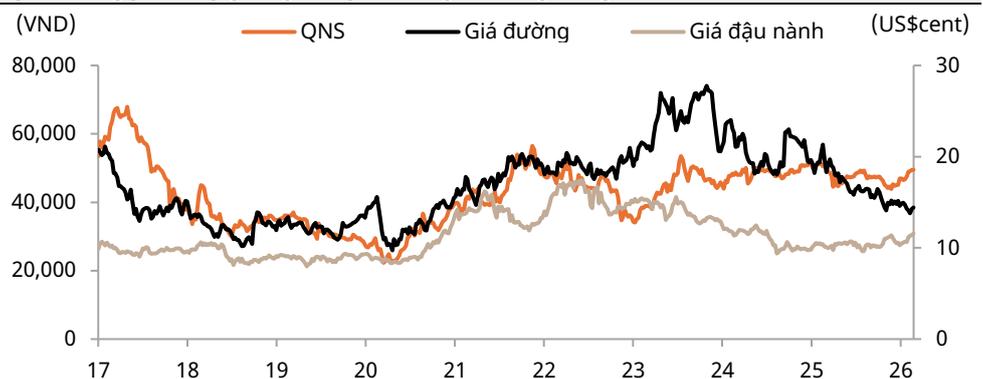
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research Research

**Hình 14. Dù mảng đường suy yếu, biên lợi nhuận hợp nhất năm 2025 vẫn được duy trì nhờ đóng góp từ các mảng FMCG có biên cao hơn**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Research Research

**Hình 15. Cấu trúc lợi nhuận và mô hình kinh doanh của QNS phản ánh mức độ tương quan/đồng pha thấp giữa giá cổ phiếu và giá đường trong 2025**



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research Research

Ghi chú: Đơn vị giá đường là US cents/pound (¢/lb), trong khi giá đậu nành được yết theo US cents/bushel (¢/bu)

**Hình 16. Dự báo đồng thuận về giá đường, cho thấy dư địa phục hồi trong ngắn hạn còn hạn chế**

		4Q25	Spot	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026	2027	2028	2029
Giá đường	Kịch bản cơ sở	15.2	14.4	14.9	14.5	15.5	16.8	16.1	17.0	16.8	17.4
(US\$cent/pound)	Kịch bản tiêu cực	15.2	14.4	14.0	12.8	13.5	13.9	14.4	13.2	12.8	12.5
Thay đổi sv. giá hiện tại (%)	Kịch bản cơ sở	5.8	0.0	3.6	0.6	7.6	16.2	11.7	18.0	16.2	20.7
	Kịch bản tiêu cực	5.8	0.0	(2.8)	(11.4)	(6.3)	(3.9)	0.2	(8.5)	(11.0)	(13.5)

Nguồn: Bloomberg

### Định giá

Để phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận ngắn hạn, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá kết hợp giữa mô hình FCFE và phương pháp P/B. Mức P/B mục tiêu được xác định dựa trên ROE trung bình giai đoạn 2026-2027 (17%), thấp hơn so với giai đoạn 2023-2025 khi được hỗ trợ bởi chu kỳ giá đường ở mức cao.

Kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng 50:50, giá mục tiêu được xác định ở mức 56,700, tương ứng mức tăng kỳ vọng 18.6%. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng Tỷ Trọng (từ Mua).

**Hình 17. Tóm tắt định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

FCFE		Giả định	
Giai đoạn dự phóng (2026-28)	1,673	<b>Chi phí vốn cổ phần</b>	14.1%
Giá trị cuối cùng	12,325	Lãi suất phi rủi ro	6.0%
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	15,671	Phần bù rủi ro	8.1%
(+) tiền mặt & đầu tư tài chính	7,092	Beta	1.0
(-) Nợ	-1,257	<b>Tốc độ tăng trưởng dài hạn</b>	<b>1.0%</b>
<b>Giá trị vốn cổ phần</b>	21,506		
Số lượng cp lưu hành (trừ cp quỹ)	312.1		
<b>Giá trị mỗi cổ phần</b>	68,904		

Nguồn: Mirae Asset Research

**Hình 17. Tóm tắt định giá theo phương pháp PB và tổng hợp giá mục tiêu**

P/B mục tiêu	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	Giả định	
LNST (tỷ đồng)	2,183	2,377	1,916	1,784	2,032	2,242		
Tăng trưởng ck (%)	69.7	8.8	-19.4	-6.9	13.9	10.3		
ROE (%)	27.2	25.6	18.6	16.2	17.2	17.5	17.0	TB 2026-27
COE (%)				14.0	14.1	14.0	14.0	
g (%)				1.0	1.0	1.0	1.0	
PB mục tiêu (x)							1.2	2026F
Giá trị sổ sách (VND)							36,290	
<b>Giá trị cổ phần (VND)</b>							<b>44,544</b>	
<b>Giá trị cổ phần theo DCF (VND)</b>							<b>68,904</b>	
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>							<b>56,700</b>	Tỷ trọng 50:50
Giá thị trường							47,800	03/03/2026
Tăng trưởng kỳ vọng							18.6%	

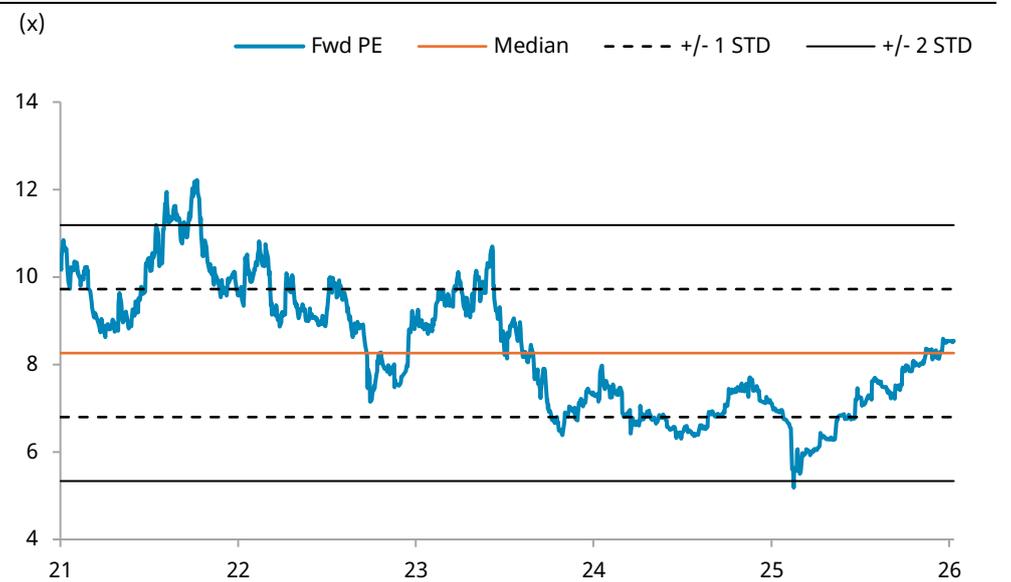
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 19. Trong bối cảnh giá cổ phiếu nhìn chung đi ngang trong khi dự báo lợi nhuận bị điều chỉnh giảm...



Nguồn: Bloomberg

Hình 20. ... QNS hiện đang giao dịch cao hơn mức trung vị định giá PE dự phóng



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

## CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS)

## Báo cáo tài chính (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>10,575</b>	<b>10,206</b>	<b>10,799</b>	<b>11,524</b>
Giá vốn hàng bán	-7,050	-6,690	-6,979	-7,358
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,525</b>	<b>3,517</b>	<b>3,819</b>	<b>4,166</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	-1,604	-1,688	-1,732	-1,848
<b>EBIT</b>	<b>1,920</b>	<b>1,829</b>	<b>2,087</b>	<b>2,317</b>
Lợi nhuận HĐKD	2,115	2,059	2,346	2,588
<b>Lợi nhuận ngoài hoạt động</b>	<b>195</b>	<b>230</b>	<b>258</b>	<b>270</b>
Thu nhập tài chính ròng	195	230	258	270
Lợi nhuận liên doanh liên kết	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2,212</b>	<b>2,059</b>	<b>2,346</b>	<b>2,588</b>
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	2,115	2,059	2,346	2,588
Lợi nhuận khác	97	0	0	0
Thuế TNDN	-296	-275	-314	-346
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,916</b>	<b>1,784</b>	<b>2,032</b>	<b>2,242</b>
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	1,916	1,784	2,032	2,242
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EBITDA	2,381	2,291	2,595	2,870
Adj. FCF	1,744	855	720	846
Biên lợi nhuận gộp (%)	33.3	34.5	35.4	36.1
Biên EBITDA (%)	22.5	22.4	24.0	24.9
Biên EBIT (%)	18.2	17.9	19.3	20.1
Biên lợi nhuận ròng (%)	18.1	17.5	18.8	19.5

## Bản cân đối kế toán (tóm tắt)

	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>10,881</b>	<b>9,056</b>	<b>9,177</b>	<b>9,338</b>
Tiền & tương đương tiền	272	292	311	333
Đầu tư tài chính ngắn hạn	8,132	6,800	6,800	6,800
Các khoản phải thu	1,076	831	865	942
Hàng tồn kho	1,366	1,100	1,165	1,225
Tài sản ngắn hạn khác	35	34	36	38
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3,469</b>	<b>4,710</b>	<b>5,727</b>	<b>6,780</b>
Xây dựng cơ bản dở dang	53	1,722	2,020	3,574
Tài sản cố định	3,141	2,728	3,440	2,939
Các khoản mục khác	275	260	266	267
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14,350</b>	<b>13,767</b>	<b>14,903</b>	<b>16,118</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>3,544</b>	<b>2,280</b>	<b>2,138</b>	<b>1,951</b>
Các khoản phải trả	519	538	558	584
Nợ vay tài chính ngắn hạn	2,536	1,257	1,091	874
Nợ ngắn hạn khác	490	485	489	493
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>510</b>	<b>772</b>
Nợ vay tài chính dài hạn	0	0	350	613
Nợ dài hạn khác	160	160	160	160
<b>Tổng nợ</b>	<b>3,704</b>	<b>2,440</b>	<b>2,648</b>	<b>2,724</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10,646</b>	<b>11,326</b>	<b>12,256</b>	<b>13,394</b>
Vốn cổ phần	3,676	3,676	3,676	3,676
Lợi nhuận giữ lại	6,424	7,104	8,033	9,172
Vốn và các quỹ khác	546	546	546	546
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>14,350</b>	<b>13,767</b>	<b>14,903</b>	<b>16,118</b>

## Báo cáo chuyển lưu tiền tệ (tóm tắt)

	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Dòng tiền HĐKD</b>	<b>2,106</b>	<b>2,789</b>	<b>2,455</b>	<b>2,684</b>
Lợi nhuận sau thuế	1,940	1,784	2,032	2,242
Khấu hao	460	463	508	553
Thay đổi các khoản phải thu	10	47	8	-39
Thay đổi tồn kho	-42	266	-65	-61
Thay đổi các khoản phải trả	67	20	20	26
Thay đổi tài sản ngắn hạn	-20	198	-44	-40
Thay đổi nợ ngắn hạn	-27	-4	3	5
Các khoản điều chỉnh khác	-281	15	-7	-1
<b>Dòng tiền hoạt động đầu tư</b>	<b>-947</b>	<b>-387</b>	<b>-1,517</b>	<b>-1,605</b>
Đầu tư xây dựng cơ bản	-367	-1,719	-1,517	-1,605
Đầu tư tài chính	-833	1,332	0	0
Đầu tư vào liên kết liên doanh	0	0	0	0
Cổ tức đã nhận	253	0	0	0
<b>Dòng tiền hoạt động tài chính</b>	<b>-1,426</b>	<b>-2,382</b>	<b>-919</b>	<b>-1,057</b>
Thay đổi nợ vay ngắn hạn	-177	-1,279	-166	-217
Thay đổi nợ vay dài hạn	0	0	350	263
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
<b>Lưu chuyển tiền ròng</b>	<b>-266</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>22</b>
Số dư đầu kỳ	539	272	292	311
Số dư cuối kỳ	273	292	311	333

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

## Định giá và các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

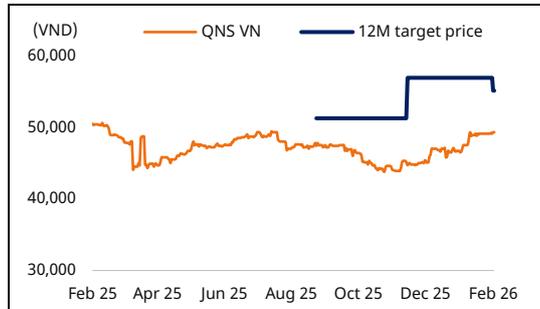
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	8.0	8.6	7.5	6.8
P/CF (x)	10.3	21.1	25.1	21.3
P/B (x)	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	10.0	10.4	9.1	8.3
EPS (V)	6,140	5,715	6,511	7,182
CFPS (V)	4,745	2,325	1,960	2,300
BPS (V)	34,109	36,290	39,266	42,914
DPS (V)	3,396	3,000	3,000	3,000
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	65.1	61.8	54.3	49.2
Lợi suất cổ tức (%)	6.9	6.1	6.1	6.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	3.2	-3.5	5.8	6.7
Tăng trưởng EBITDA (%)	-15.7	-3.8	13.3	10.6
Tăng trưởng EBIT (%)	-19.3	-4.8	14.2	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	-19.4	-6.9	13.9	10.3
Vòng quay phải thu (x)	34.8	34.8	37.8	35.5
Vòng quay hàng tồn kho (x)	5.9	6.1	6.0	6.0
Vòng quay phải trả (x)	14.7	14.7	14.7	14.7
ROE (%)	18.6	16.2	17.2	17.5
ROA (%)	13.4	13.0	13.6	13.9
ROIC (%)	41.2	37.0	33.9	0.0
Tiền ròng trên vốn chủ (x)	0.6	0.5	0.5	0.4
Tỷ lệ thanh toán nhanh (x)	2.7	3.5	3.7	4.1
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (x)	3.1	4.0	4.3	4.8
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	19.0	22.9	33.2	31.9

# 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	4/3/2026	Tăng tỷ trọng	56,700
CTCP Đường Quảng Ngãi	12/8/2025	Mua	56,900
CTCP Đường Quảng Ngãi	9/17/2025	Mua	51,250



### 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 của 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 vì 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 phân 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 hạn hoặc ngắn hạn 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 (USA) Inc.**

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

**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 Mongolia UTsk LLC**

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

**Shanghai Representative Office**

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

Tel: 86-21-5013-6392

**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 Wealth Management (USA) Inc.**

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

**Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.**

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

**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

**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 Securities (UK) Ltd.**

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

**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

**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)

**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)

**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