

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (UPCoM: QNS)

Kỳ vọng tái cân bằng khi giá đường bước qua chu kỳ giảm

Sử dụng phương pháp định giá so sánh từng phần (SoTP), chúng tôi xác định giá hợp lý của cổ phiếu QNS là **52.700 đồng**, P/E & P/B mục tiêu năm 2026E là 10,1 & 1,7 lần. Dựa trên giá đóng cửa ngày 19/08/2026, kết hợp với cổ tức tiền mặt **4.000 đồng/cổ phiếu**, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với QNS, tổng mức sinh lời vốn kỳ vọng là **16%**, tỷ suất cổ tức **9%**.

Mảng sữa hạt bù đắp một phần tác động từ xu hướng giảm kéo dài của giá đường

Năm 2025, doanh thu thuần QNS đạt 10.573 tỷ đồng (+3,2% svck), mảng đường và sữa đóng góp lần lượt 45,4% và 34,3%. LNST-CTM đạt 1.916 tỷ đồng (-19,1% svck), tương ứng biên ròng đạt 18,1% (-5,1pps svck).

- Nhờ nhu cầu bền vững và giá đầu vào ổn định, doanh thu mảng sữa của QNS tăng trưởng tích cực 15,1% svck, bù đắp mức giảm 7,9% svck của mảng đường do áp lực dư cung và giá đường giảm 10%.
- Biên lãi ròng năm 2025 của QNS bị tác động tiêu cực, ngoài yếu tố giá đường giảm, điều này còn xuất phát từ việc tăng chi phí BH&QLDN (tỷ trọng trên doanh thu tăng 1,7 pps svck) để gia tăng mức độ hiện diện của đường & dòng sữa hạt mới, nhằm đẩy tốc độ bán nhanh hơn trong bối cảnh thị trường bão hòa, cạnh tranh cao, nhiều sản phẩm thay thế.
- Với dòng tiền HĐKD ổn định, QNS tăng ĐTTC ngắn hạn trung bình mỗi năm 25% (từ 2019), trong khi duy trì đòn bẩy thận trọng (1,3x). Thu nhập tài chính đóng góp 9% vào LNTT (tăng từ 4% năm 2019).

Áp lực ngắn hạn còn hiện hữu, kỳ vọng ngành đường sớm bước vào chu kỳ phục hồi

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của QNS đạt 11.740 tỷ đồng trong năm 2026 (+11,0% svck), tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2026-30 đạt 6,1%/năm. LNST-CTM và EPS năm 2026 lần lượt đạt 1.924 tỷ đồng (+0,4% svck) và 5.233 đồng/cổ phiếu, tương ứng biên LN ròng 16,4% (-1,7pps svck).

- Giá đường tiếp tục là áp lực trong ngắn hạn do thị trường chưa hấp thụ hết lượng cung dư thừa, nhưng được kỳ vọng sẽ phục hồi trở lại từ 2027 với tốc độ 1-2%/năm khi khoảng cách cung cầu được thu hẹp nhờ sự chuyển dịch sản xuất sang ethanol & nông sản khác và thời tiết kém thuận lợi ở các nước xuất khẩu đường lớn. Sản lượng đường của QNS ước tính tăng 6,7%/năm trong giai đoạn 2026-30, nhờ vùng trồng mở rộng và duy trì hiệu suất ép mía 10,5-11,0% (cao nhất trên cả nước).
- Mảng sữa hạt có tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ xu hướng sử dụng sản phẩm từ thực vật. Tuy nhiên, với 80% thị phần sữa hạt nội địa, QNS khó có nhiều dư địa tăng thị phần nhanh như trước. Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng trong tương lai chủ yếu đến từ cải thiện giá trị tiêu dùng với đóng góp cao hơn của sữa hạt cao cấp và mở rộng theo quy mô thị trường. Biên góp mảng sữa được duy trì ổn định ở mức cao (44%) nhờ nguồn cung đậu nành ít bị gián đoạn và biến động giá.
- Doanh thu mảng điện sinh khối ước tính tăng với tốc độ 11,0%/năm trong giai đoạn 2026-30 chủ yếu nhờ sản lượng điện cải thiện do bã mía ép tăng trong khi giá điện cố định (7,03 US cent/kWh).

Rủi ro

- Giá đường giảm mạnh và đi ngang thay vì phục hồi như kỳ vọng cho giai đoạn 2027-2030
- Thị phần sữa hạt quá lớn để tiếp tục cải thiện trên thị trường sữa đã bão hòa và cạnh tranh cao

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027F
Doanh thu thuần	8.255	10.021	10.243	10.575	11.740	12.414
Tăng trưởng (%)	12,5	21,4	2,2	3,2	11,0	5,7
EBITDA	1.852	2.603	2.827	2.384	2.511	2.725
LNST-CTM	1.287	2.183	2.377	1.916	1.924	2.051
Tăng trưởng (%)	2,6	69,7	8,8	-19,4	0,4	6,6
Biên ròng (%)	15,6	21,8	23,2	18,1	16,4	16,5
ROA (%)	12,8	19,6	18,4	13,6	12,8	12,8
ROE (%)	17,7	27,2	25,6	18,6	17,7	18,0
EPS cơ bản (VND)	3.605	6.117	6.465	5.213	5.233	5.577
GTSS (VND)	20.304	23.339	27.204	28.956	30.189	31.767
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000
P/E (x)	24,5x	20,9x	5,8x	8,7x	8,7x	8,2x
P/BV (x)	4,2x	5,3x	1,4x	1,6x	1,5x	1,4x

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 19/08/2026

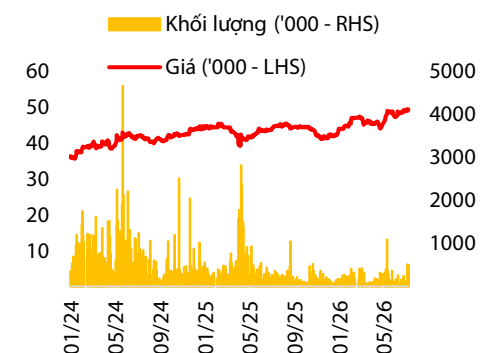
TÍCH LŨY +16%

Giá thị trường (VND)	45.600
Giá mục tiêu (VND)	52.700

*Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (Đồng/cổ phiếu): 4.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.765
SLCPDLH (triệu cp)	367,7
Beta	1,0
Free Float (%)	75,0
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	49.200
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	41.000
KLGD bình quân 20 phiên	124.000



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
QNS	7,2	9,7	12,1
VN30 Index	3,2	29,9	51,0
VN-Index	4,6	30,0	43,5

Cổ đông lớn (%)

BLĐ và người liên quan	20,7%
Cty TNHH MTV Thành Phát	15,1%
Nhóm Nutifood	4,5%
Khác	59,7%

Phòng Phân tích Ngành Tiêu Dùng

(084) 028 - 6299 2006

phantich@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh từng phần (SoTP) với P/E theo mảng cho QNS nhằm phản ánh sự bất định về giá đường trong ngắn hạn. Về các giả định, chúng tôi áp dụng mức P/E cho các mảng sữa/ đường/ khác lần lượt là 12,5x/ 8,0x/ 7,0x.

- **Mảng sữa** – P/E mục tiêu 12,5x - thấp hơn trung bình của các doanh nghiệp sữa niêm yết (15,0-18,0x), phản ánh đặc điểm của thị trường sữa đậu nành với rào cản gia nhập thấp hơn so với sữa bò, đồng thời cổ phiếu QNS đang giao dịch trên sàn UPCoM với mức thanh khoản và khả năng thu hút dòng vốn thấp hơn sàn HSX. Tuy nhiên, mức P/E mục tiêu vẫn nằm ở vùng trên của khoảng định giá phổ biến trong các thương vụ M&A ngành đồ uống không cồn (gồm sữa, khoảng 8,0-13,0x), phản ánh vị thế dẫn đầu của Vinasoy với hơn 80% thị phần sữa hạt tại Việt Nam cùng khả năng duy trì biên lợi nhuận và dòng tiền ổn định.
- **Mảng đường** – P/E mục tiêu 8,0x – tương đương trung bình ngành 3 năm gần đây của 05 công ty đường tại Việt Nam và Thái Lan và lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS) của năm 2026.
- **Mảng khác** - P/E mục tiêu 7,0x - tương ứng mức P/E trung vị 10 năm của QNS sau chiết khấu 30%. Mức chiết khấu này phản ánh (1) triển vọng tăng trưởng hạn chế của các mảng bánh kẹo, thực phẩm và nước giải khát trong bối cảnh thị trường bão hòa và cạnh tranh cao; đồng thời (2) mảng điện sinh khối có quy mô đóng góp nhỏ và kết quả kinh doanh chịu ảnh hưởng nhất định bởi sản lượng mía ép. Mặt khác, mức P/E 7,0x cũng tương đương mức định giá trung vị của QNS trong các giai đoạn giá đường suy giảm. Chúng tôi cho rằng trong bối cảnh giá đường điều chỉnh, sự ổn định của mảng điện và các hoạt động kinh doanh khác giúp QNS duy trì mức lợi nhuận ít biến động hơn đáng kể so với các doanh nghiệp đường thuần, qua đó hỗ trợ mặt bằng định giá.

Theo đó, với ước tính LNST/EPS năm 2026E đạt 1.924 tỷ đồng và 5.233 đồng/CP, chúng tôi đưa ra mức giá trị hợp lý một năm tới đối với cổ phiếu QNS là **52.700 đồng/CP**. Dựa trên giá đóng cửa 45.600 đồng/CP tại ngày 19/08/2026, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với QNS với tỷ suất sinh lời 16%. Cổ tức tiền mặt một năm tới là 4.000 đồng, tương đương tỷ suất cổ tức 9%.

Bảng 1: Tổng hợp định giá giá trị cổ phiếu QNS bằng phương pháp so sánh từng phần (SoTP)

Các mảng kinh doanh	Phương pháp	EPS 2026E	Hệ số mục tiêu	Giá mục tiêu
Mảng đường	P/E	1.798	8,0x	14.388
Mảng sữa hạt	P/E	2.603	12,5x	32.538
Mảng khác	P/E	820	7,0x	5.745
Tổng QNS (Đồng/cổ phiếu)				52.700
<i>Cổ tức tiền mặt (Đồng/cổ phiếu)</i>				<i>4.000</i>
<i>P/E mục tiêu 2026E</i>				<i>10,1</i>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Bảng chỉ số P/E của một số doanh nghiệp tương đồng ngành đường (x)

Công ty	2020	2021	2022	2023	2024	2025
SBT VN Equity	22,4x	23,1x	16,0x	26,6x	16,1x	23,7x
LSS VN Equity	16,3x	37,2x	14,8x	37,7x	9,2x	6,8x
SLS VN Equity	4,1x	7,6x	6,6x	3,2x	3,6x	5,2x
KTIS TB Equity	16,1x	16,1x	16,1x	7,8x	7,8x	7,8x
BRR TB Equity	382,5x	34,6x	9,2x	6,2x	3,4x	10,6x
Trung vị	16,3x	23,1x	14,8x	7,8x	7,8x	7,8x
P/E tham chiếu (Mảng đường)				8,0x		

Bảng độ nhạy cho giá trị vốn chủ sở hữu mảng đường của QNS trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)

Năm	EPS (đồng)	P/E				
		6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x
2026E	1.798	10.791	12.589	14.388	16.186	17.985
2027F	1.926	11.557	13.483	15.410	17.336	19.262

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Bảng 3: Bảng chỉ số P/E của một số doanh nghiệp tương đồng ngành sữa (x)

Công ty	2020	2021	2022	2023	2024	2025
345 HK Equity	46,6x	58,1x	58,1x	353,5x	61,6x	45,8x
VNM VN Equity	15,7x	16,0x	16,4x	14,6x	15,7x	13,1x
OTLY US Equity*	-	-	-	-	-	-
Trung vị	30,4x	30,8x	17,8x	17,8x	17,8x	14,8x
P/E tham chiếu (Mảng sữa)	12,5x					

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt | (*) P/E âm

Bảng độ nhạy cho giá trị vốn chủ sở hữu mảng sữa của QNS trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)

Năm	EPS (đồng)	P/E				
		10,7x	11,7x	12,5x	13,7x	14,7x
2026E	2.603	27.332	29.935	32.538	35.141	37.744
2027F	2.787	29.260	32.047	34.834	37.620	40.407

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 4: Bảng độ nhạy cho giá trị vốn chủ sở hữu mảng khác (Điện sinh khối – Thành phát – khác) của QNS trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)

Năm	EPS (đồng)	P/E				
		5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x
2026E	820	4.105	4.925	5.745	6.564	7.384
2027F	850	4.254	5.104	5.953	6.803	7.653

Nguồn: CTCK Rông Việt

Chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu QNS, hỗ trợ cho phần định giá bên trên của chúng tôi theo các phần sau:

MỤC LỤC	
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2026 – 2030	Tham khảo trang 5
PHỤ LỤC 1 - TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP	Tham khảo trang 23
PHỤ LỤC 2 - CHUỖI GIÁ TRỊ CỦA QNS	Tham khảo trang 25
<i>Chuỗi giá trị mangan đường – điện sinh học – ethanol (dự kiến 2028)</i>	Tham khảo trang 25
<i>Chuỗi giá trị mangan sữa</i>	Tham khảo trang 31
PHỤ LỤC 3 - TỔNG QUAN VỀ NGÀNH ĐƯỜNG	Tham khảo trang 36
PHỤ LỤC 4 - TỔNG QUAN VỀ NGÀNH SỮA HẠT	Tham khảo trang 40
PHỤ LỤC 5 - TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG ETHANOL TẠI VIỆT NAM	Tham khảo trang 43
PHỤ LỤC 6 – CHÍNH SÁCH TÁC ĐỘNG ĐẾN TRIỂN VỌNG CỦA QNS	Tham khảo trang 47
PHỤ LỤC 7 – SỐ LIỆU TÀI CHÍNH CHI TIẾT & DỰ PHÓNG	Tham khảo trang 48
PHỤ LỤC 8 – CÁC DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐỒNG	Tham khảo trang 49

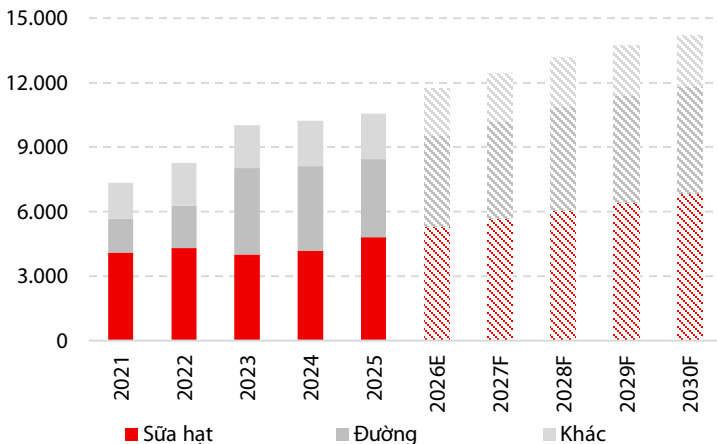
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2026 – 2030F

Doanh thu: Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của QNS đạt 11.740 tỷ đồng (+ 10,2% svck) vào năm 2026 và tăng lên 14.210 tỷ đồng đến năm 2030, tương ứng với CAGR đạt 6,1%/năm (thấp hơn trung bình 5 năm giai đoạn 2021-2025 là 10,3%), phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về dư địa tăng trưởng tại các mảng kinh doanh hiện hữu của QNS trong bối cảnh bị hạn chế bởi thách thức chung trên toàn ngành.

- (1) Ngành đường: Triển vọng ngành tiếp tục chịu áp lực từ xu hướng giảm của giá đường trong ngắn hạn do tình trạng dư cung, xuất phát từ nguồn đường nhập lậu và sự gia tăng hiện diện của các sản phẩm thay thế có giá thành thấp hơn như đường lỏng siro ngô (HFCS), nhưng kỳ vọng sẽ phục hồi sớm từ cuối 2026.
- (2) Trong khi đó, mảng sữa đậu nành vẫn sở hữu tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ câu chuyện ưu tiên sử dụng sản phẩm sữa hạt tốt cho sức khỏe hơn sản phẩm sữa có nguồn gốc động vật (sữa bò). Tuy nhiên, khả năng mở rộng thị phần sẽ không còn mạnh mẽ như giai đoạn trước, QNS hiện chiếm hơn 80% giá trị thị trường sữa hạt nội địa, khiến động lực tăng trưởng trong tương lai chủ yếu đến từ cải thiện giá trị tiêu dùng với đóng góp cao hơn của sữa hạt cao cấp và mở rộng theo quy mô thị trường.

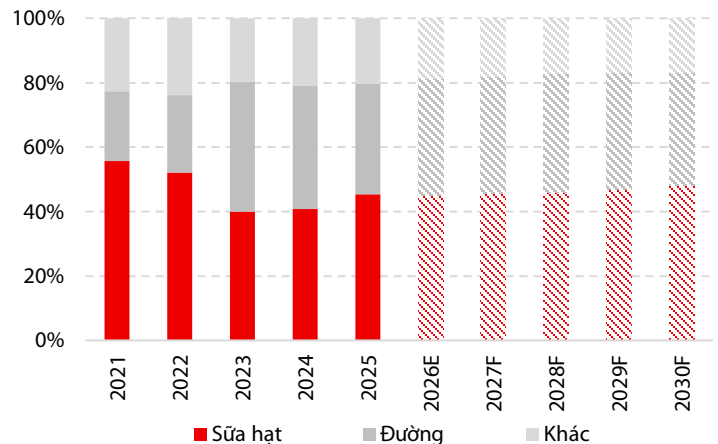
Năm 2025, QNS ghi nhận doanh thu thuần đạt 10.573 tỷ đồng (+3,2% svck). Hai mảng kinh doanh chủ lực là đường và sữa tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu, lần lượt chiếm 45,4% và 34,3%. Trong đó, mảng sữa duy trì đà tăng trưởng tích cực với doanh thu tăng 15,1% svck, qua đó bù đắp phần nào sự suy giảm của mảng đường (-7,9% svck). Các mảng kinh doanh còn lại đều ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn, khiến tăng trưởng doanh thu hợp nhất chưa thực sự bút phá.

Hình 1: Doanh thu thuần của QNS (Tỷ đồng)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Đóng góp doanh thu của QNS theo các mảng (%)



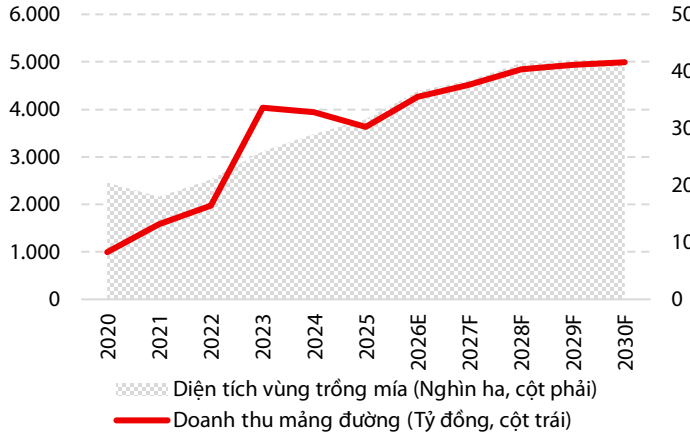
Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Đường mía

Đường mía là mặt hàng nông sản mang tính hàng hóa với giá bán phụ thuộc cao vào mùa vụ và chu kỳ cung – cầu. Mảng này chỉ thực sự trở thành động lực tăng trưởng cho QNS từ 2021-23 với CAGR lên tới 60%/năm, nhờ: (1) Giá đường bước vào chu kỳ tăng mạnh từ 10.500 đồng/kg vào năm 2020 lên gần 18.000 đồng/kg vào năm 2023 - thời điểm giá đạt đỉnh trước khi bước vào xu hướng suy giảm kéo dài đến nay; (2) Bên cạnh đó, tổng sản lượng tiêu thụ đường của QNS tăng gần gấp đôi trong cùng giai đoạn, được hỗ trợ đáng kể bởi việc áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại (PVTM) đối với đường Thái từ T6/2021. Điều này góp phần giảm áp lực cạnh tranh, bảo vệ lợi ích của doanh nghiệp và người trồng mía trong nước (Tham khảo [trang 47](#)).

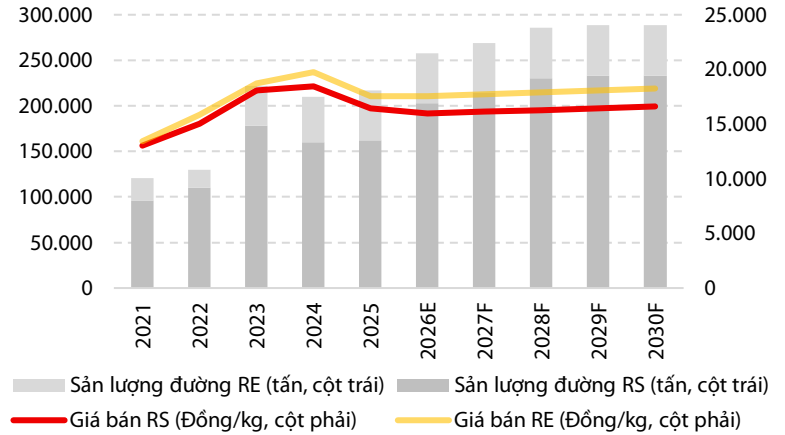
Năm 2025, doanh thu mảng đường của QNS đạt 3.630 tỷ đồng, giảm 7,9% svck chủ yếu do giá đường bình quân giảm 10,8% trước áp lực dư cung kéo dài trên cả thị trường trong nước và thế giới kể từ niên vụ 2022/23. Bên cạnh đó, tình trạng đường nhập lậu vẫn chưa được kiểm soát triệt để đã phần nào làm suy giảm hiệu quả của các biện pháp bảo hộ ngành đường, kéo mặt bằng giá trong nước đi xuống. Trong bối cảnh đó, sản lượng tiêu thụ của QNS khó ghi nhận mức tăng trưởng đột biến (+3,3% svck).

Hình 3: Doanh thu mủ đường & Diện tích vùng trồng mía



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng sản lượng đường RE & RS và giá bán

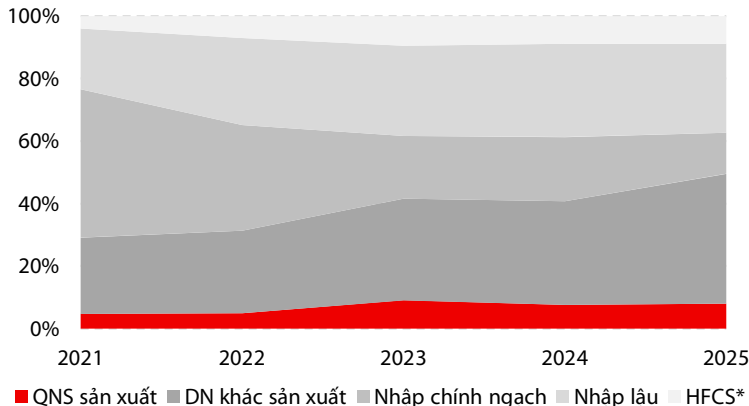


Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi dự phóng doanh thu mủ đường của QNS đạt 4.258 tỷ đồng trong năm 2026, tăng 17,3% svck, trước khi quay về mức tăng trưởng ổn định hơn với CAGR giai đoạn 2026-30 ước đạt 6,6%.

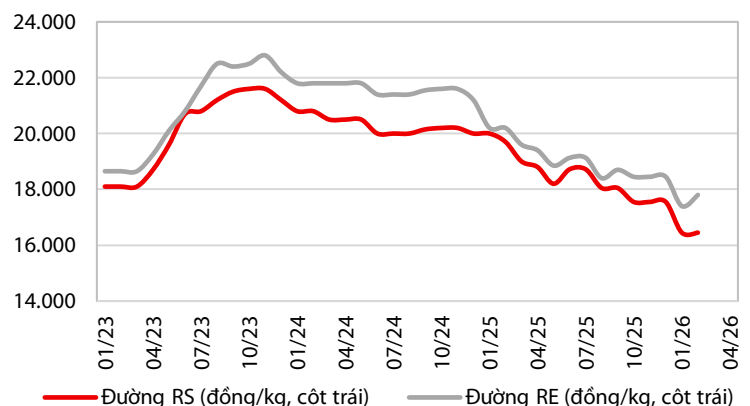
- Động lực tăng trưởng năm 2026 chủ yếu đến từ sản lượng: Giá đường đang giao dịch quanh 15.000–16.000 đồng/kg, thấp nhất trong 4 năm trở lại đây và sẽ duy trì thấp trong ngắn hạn với mức bình quân -3,0-5,0% svck. Ngược lại, sản lượng đường được kỳ vọng cải thiện tích cực 20-25% svck khi doanh nghiệp đang đẩy mạnh tiêu thụ trong nửa đầu năm nhằm bù đắp tác động từ suy giảm giá bán, đồng thời để giải phóng hết tồn kho từ niên vụ cũ trước khi bước vào niên vụ mới 2025/26 từ cuối năm. Sản lượng cả năm 2025 đạt 217 nghìn tấn/năm (+3,3% svck), hàm ý còn 33 nghìn tấn của niên vụ 2024-25 chưa tiêu thụ hết dù cận kề niên vụ mới.
- Trong trung - dài hạn, chúng tôi cho rằng giá đường khó giảm sâu hơn khi đặt kỳ vọng vào hiệu quả của thuế PVTM đối với đường Thái nhập khẩu trong 05 năm tiếp theo và tình trạng dư cung giảm từ nửa sau 2026, do: (1) Một số vùng trồng tại các nước xuất khẩu đường lớn (Brazil, Ấn Độ, Thái Lan) chuyển sang trồng nông sản khác; (2) Các doanh nghiệp Brazil có xu hướng chuyển sang sản xuất Ethanol và (3) Năng suất mía tại Ấn Độ & Thái Lan năm nay kém hơn do dự báo lượng mưa giảm. Tuy nhiên, động lực này chưa đủ lớn để tạo ra sự bứt phá về sản lượng cho đến khi các vấn đề liên quan đến đường nhập lậu và đường HFCS được xử lý triệt để. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng đường tiêu thụ của QNS sẽ tăng trưởng bình quân khoảng 6,7%/năm trong giai đoạn 2026–30, được hỗ trợ bởi mở rộng vùng trồng và duy trì hiệu suất ép mía cao 10,5-11,0%. Đồng thời, giá bán đường được kỳ vọng sẽ phục hồi nhẹ từ sau năm 2026 với tốc độ tăng khoảng 1-2%/năm.

Hình 5: Thị phần theo sản lượng (%)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Giá đường trung bình của QNS, giai đoạn 2023 – 2025

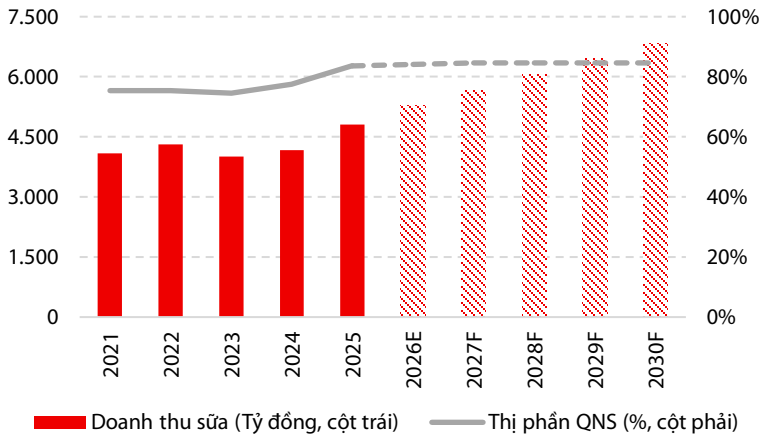


Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Mảng sữa hạt

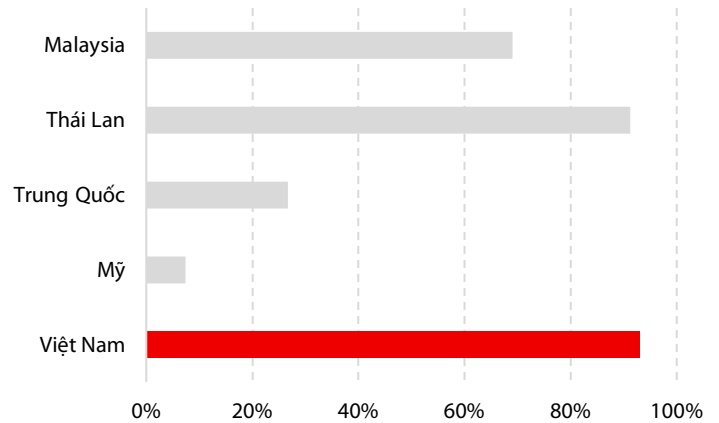
Dù xu hướng tiêu dùng sản phẩm thực phẩm và đồ uống có nguồn gốc thực vật đang ngày càng phổ biến, quy mô thị trường sữa hạt Việt Nam còn tương đối khiêm tốn với khoảng 3,8% tổng giá trị ngành sữa năm 2025 (theo Euromonitor). Trong phân khúc này, sữa đậu nành là dòng sản phẩm được ưa chuộng tại nhiều quốc gia Đông Nam Á (đóng góp 70-90% doanh thu thị trường sữa hạt, hình 8).

Hình 7: Doanh thu sữa hạt và thị phần của QNS



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Sữa đậu nành chiếm 93% giá trị thị trường sữa thực vật tại Việt Nam, rất được ưa chuộng ở các nước ĐNÁ



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

Xét về giá trị tiêu dùng, chi tiêu cho sữa tại Việt Nam hiện tương đương 1,2% GDP bình quân đầu người, đối với riêng sữa hạt chỉ khoảng 0,045% (thấp hơn đáng kể so với Thái Lan: 0,11%). Xét theo sản lượng, tiêu thụ sữa bình quân đầu người của Việt Nam mới đạt 27 lít/năm, thấp hơn nhiều so với các nước so sánh (tham khảo [trang 40](#)). Mặc dù vậy, chúng tôi thận trọng cho tăng trưởng tổng ngành ở mức 2-4%/năm thông qua tỷ lệ sinh về mức thấp và giới hạn chi tiêu cho sữa ở Việt Nam đạt mức cao tại châu Á (50kg/người, theo FAO). Mức tăng trưởng sữa hạt có thể cao hơn khoảng 6-8%/năm nhờ vào nhận thức sức khỏe tăng cao kéo theo xu hướng tiêu dùng dinh dưỡng mở rộng, dựa trên các cơ sở:

- (1) *Tăng trưởng thu nhập duy trì tích cực: Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi tiêu cho sữa hạt trên GDP bình quân đầu người sẽ tiếp tục duy trì ở mức ổn định do đây là nhóm hàng tiêu dùng thiết yếu, thường chiếm tỷ trọng tương đối bền vững trong ngân sách hộ gia đình và ít biến động mạnh theo chu kỳ kinh tế. Xu hướng này cũng được quan sát tại các thị trường có mức độ phát triển cao hơn như Thái Lan, Malaysia và Trung Quốc. Trong khi đó, GDP bình quân đầu người của Việt Nam được dự báo tăng trưởng bình quân khoảng 5,5%/năm trong giai đoạn 2026–2030 theo các kịch bản cơ sở của IMF và World Bank, tạo nền tảng cho sự gia tăng chi tiêu đối với các sản phẩm dinh dưỡng có giá trị gia tăng cao.*
- (2) *Dân số Việt Nam được dự báo tăng trưởng với CAGR khoảng 0,7%/năm trong giai đoạn 2026–30, thấp hơn mức 0,8% của giai đoạn 5 năm trước do tỷ suất sinh đang ở mức thấp nhất lịch sử (theo Báo cáo dự báo dân số của Cục Thống Kê). Dù vậy, quy mô dân số tiếp tục gia tăng vẫn là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng nhu cầu tiêu dùng thực phẩm và đồ uống trong dài hạn.*

Đối với QNS, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng sữa hạt đạt 5.292 tỷ đồng trong năm 2026 (+10,2% svck), và tiếp tục tăng lên khoảng 6.830 tỷ đồng vào năm 2030, tương ứng CAGR giai đoạn 2026-30 đạt 7,3%/năm. Chúng tôi cho rằng dư địa mở rộng thị phần của QNS không còn nhiều như giai đoạn trước khi doanh nghiệp hiện đã nắm giữ vị thế áp đảo với hơn 80% thị phần. Tuy nhiên, vị thế dẫn đầu này nhiều khả năng vẫn được duy trì nhờ sức mạnh thương hiệu, hệ thống phân phối phủ rộng từ kênh truyền thống đến hiện đại cùng lợi thế về giá bán phù hợp với đại đa số người tiêu dùng. Bên cạnh phân khúc đại chúng với thương hiệu Fami, các dòng sản phẩm giá trị gia tăng cao hơn như Greensoy và Veyo cũng đang ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số. Điều này cho thấy QNS đang từng bước mở rộng hiện diện ở phân khúc trung – cao cấp, qua đó tận dụng xu hướng cao cấp hóa và đa dạng hóa nhu cầu. Lưu ý thêm,

câu chuyện siết chặt hàng lậu, hàng giả trong ngành sữa là một nhân tố khác trực tiếp vượt thị trường không hóa đơn, lậu lên cho các sản phẩm chính hãng như QNS, VNM, điều này đã được hiện thực hóa trong tăng trưởng sản lượng VNM, QNS từ T6/25 tới nay (thường duy trì mức hai chữ số).

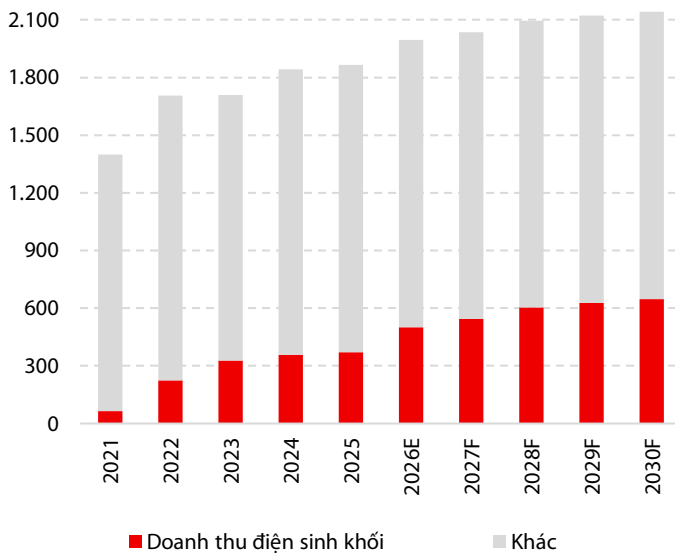
Mảng khác (Điện sinh khối – Thành Phát – Khác)

QNS tận dụng bã mía phát sinh sau quá trình ép để sản xuất điện sinh khối, qua đó hình thành mô hình sản xuất khép kín giữa mảng đường và năng lượng. Năm 2025, doanh thu mảng điện sinh khối đạt 370 tỷ đồng (+3,4% svck; đóng góp 3,5% tổng doanh thu). Mặc dù tỷ trọng còn khiêm tốn, đây là một trong những mảng kinh doanh đáng chú ý của QNS khi ghi nhận tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân lên tới 26,8%/năm trong giai đoạn 2021–2025. Đặc thù của mảng này phụ thuộc chủ yếu vào sản lượng mía ép và lượng bã mía thu hồi từ mỗi niên vụ, trong khi biến động giá bán tương đối thấp do giá điện được xác định theo cơ chế cố định ở mức 7,03 UScents/kWh.

Chúng tôi dự phóng doanh thu các mảng kinh doanh khác của QNS đạt 3.901 tỷ đồng trong năm 2026, (+6,0% svck) và tăng lên 4.460 tỷ đồng vào năm 2030, tương ứng CAGR giai đoạn 2026–30 đạt 3,9%/năm. Trong đó:

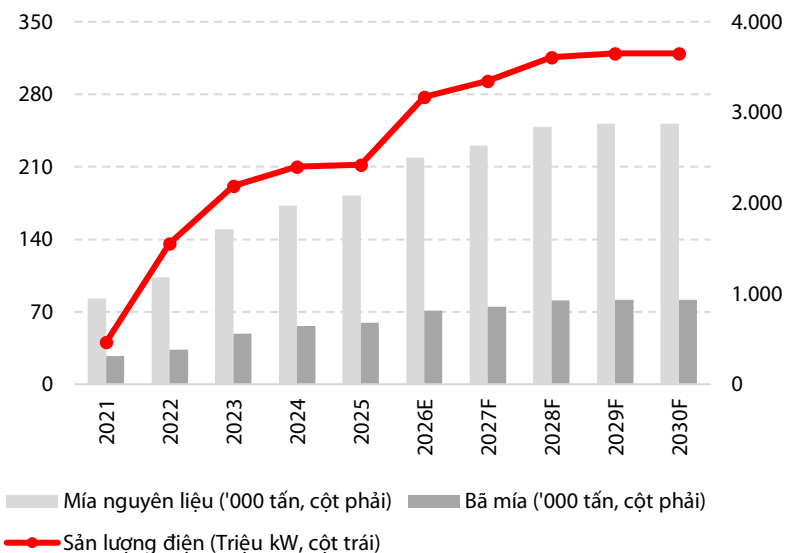
- **Mảng điện:** Với ước tính sản lượng mía thu hoạch trong niên vụ 2025/26 khoảng 2,45–2,5 triệu tấn (+20% svck) nhờ mở rộng vùng nguyên liệu ([quay lại trang 6](#)), chúng tôi ước tính sản lượng điện thương phẩm có thể đạt 280 triệu kWh trong năm 2026 (+31% svck). Giai đoạn 2027–30, sản lượng điện được kỳ vọng duy trì trong khoảng 300–320 triệu kWh/năm khi vùng nguyên liệu dần ổn định. Theo đó, doanh thu mảng điện năm 2026 được dự báo đạt 499 tỷ đồng (+34,9% svck, phản ánh thêm yếu tố tỷ giá khi giá bán điện cho EVN được thanh toán theo đồng USD).
- **Đối với các mảng còn lại như bánh kẹo, bia và nước giải khát,** chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng khi đây không phải là các động lực tăng trưởng trọng yếu của doanh nghiệp, và thường bán cục bộ ở địa phương (điển hình bia Dung Quất tại Quảng Ngãi). Do đó, doanh thu các mảng này được dự báo tăng trưởng ổn định khoảng 3%/năm trong giai đoạn 2026–30, chủ yếu phản ánh yếu tố lạm phát và sự mở rộng tự nhiên của nhu cầu tiêu dùng trong nước.

Hình 9: Doanh thu mảng điện sinh khối và các mảng khác của QNS (Tỷ đồng)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Sản lượng điện từ bã mía dự kiến tăng theo sản lượng mía ép nhờ QNS mở rộng vùng trồng theo kế hoạch



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu lợi nhuận

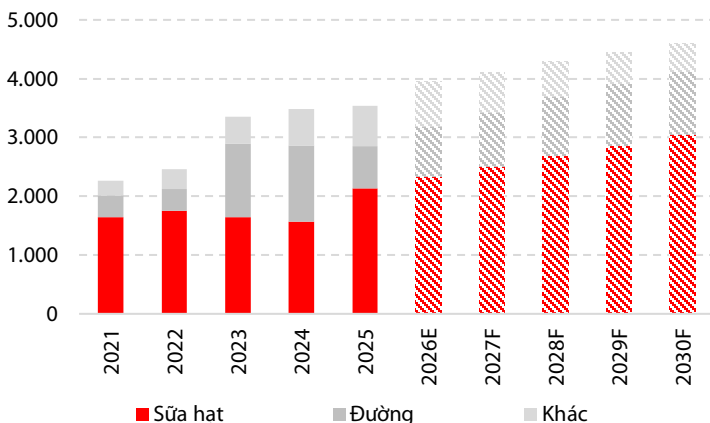
Biên lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp hợp nhất của QNS khá ổn định, dao động từ 30 đến 34% nhưng bao trùm sự phân hóa rõ rệt giữa các mảng kinh doanh. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp mảng đường thường biến động mạnh do giá bán chịu ảnh hưởng đáng kể từ chu kỳ của ngành đường thế giới. Ngược lại, mảng sữa duy trì biên lợi nhuận gộp ổn định hơn nhờ đặc thù ngành hàng thiết yếu với nhu cầu tương đối bền vững. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng chủ động quản trị rủi ro chi phí nguyên liệu thông qua các hoạt động phòng ngừa để giảm thiểu tác động từ biến động giá khi phần lớn lượng đậu nành vẫn phải nhập khẩu.

Chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp của QNS năm 2026 đạt 3.934 tỷ đồng (+11,6% svck), tương ứng với biên lợi nhuận gộp 33,5% (+0,2 pps svck), kỳ vọng tăng lên 4.953 tỷ đồng vào 2030, chủ yếu theo đà tăng trưởng của doanh thu trong khi biên gộp các mảng dự phóng sẽ chỉ cải thiện nhẹ hoặc duy trì ổn định:

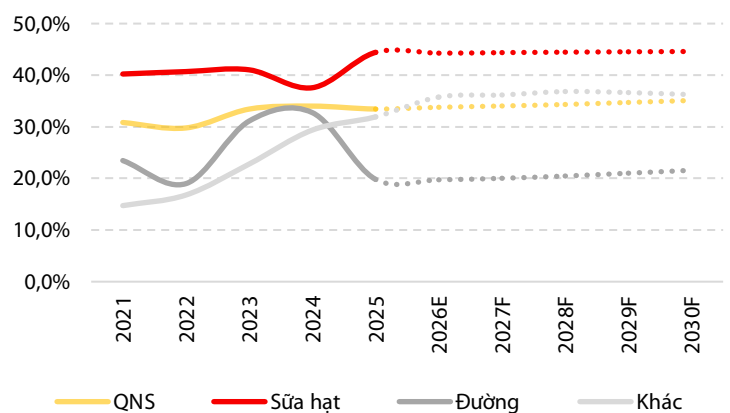
- (1) **Mảng đường:** Chúng tôi cho rằng giá đường sẽ không còn giảm sâu như năm 2025 do dự báo tình trạng dư cung đường trên toàn cầu sẽ giảm xuống ([quay lại trang 6](#)). Qua đó, chúng tôi ước tính thận trọng biên gộp mảng đường duy trì mức thấp 19,5-20,0% cho năm 2026 và cải thiện nhẹ 0,5pps/năm với kỳ vọng giá đường sẽ phục hồi dần từ đây. Trong khi đó, giá mía đầu vào không thay đổi lớn so với năm 2025 (1,16 triệu đồng/tấn) theo cam kết bảo hiểm giá mía với nông dân tối thiểu 1,0 triệu đồng/tấn như một biện pháp bảo hộ ngành nông nghiệp trong nước tới năm 2028-30.
- (2) **Mảng sữa hạt:** Mặc dù giá đậu nành trên thị trường quốc tế đã tăng 9-10% YTD 2026 (trước ảnh hưởng của đồng USD mạnh lên cùng sự gia tăng giá cước vận chuyển, giá dầu), QNS đã chủ động chốt toàn bộ lượng nguyên liệu cho cả năm từ sớm tại mức giá thuận lợi, thấp hơn 10% so với mặt bằng giá đầu vào của cùng kỳ năm trước, nhưng bù trừ bởi USD mạnh hơn cùng giá bao bì tăng cao khiến chi phí đầu vào trên mỗi đơn vị sản phẩm không thay đổi nhiều. Bên cạnh đó, giá bán bình quân được kỳ vọng cải thiện nhẹ dưới 5% svck nhờ các đợt điều chỉnh giá nhằm phản ánh áp lực lạm phát và chi phí đầu vào gia tăng, đồng thời được hỗ trợ bởi tỷ trọng đóng góp ngày càng lớn của các dòng sản phẩm sữa hạt cao cấp như Greensoy và Veyo. Nhờ đó, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp mảng sữa hạt của QNS quanh 44,0% (gần như không thay đổi so với nền cao của năm trước).
- (3) **Mảng khác (Điện sinh khối – Khác):** Biên gộp của nhóm này cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2021-2025, chủ yếu nhờ NM điện sinh khối An Khê bước vào giai đoạn ổn định sau 03 năm triển khai, trong khi giá bán điện được điều chỉnh tăng 27% lên 7,03 UScents/kWh từ nửa cuối năm 2020. Bên cạnh đó, áp lực khấu hao cũng giảm dần theo thời gian, góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động của mảng điện. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp quanh 51-52% là mức tương đối tối ưu và giả định biên mảng này đi ngang cho các năm sau.

Hình 11: Lợi nhuận gộp theo mảng của QNS (Tỷ đồng)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Biên lợi nhuận gộp theo mảng (%)



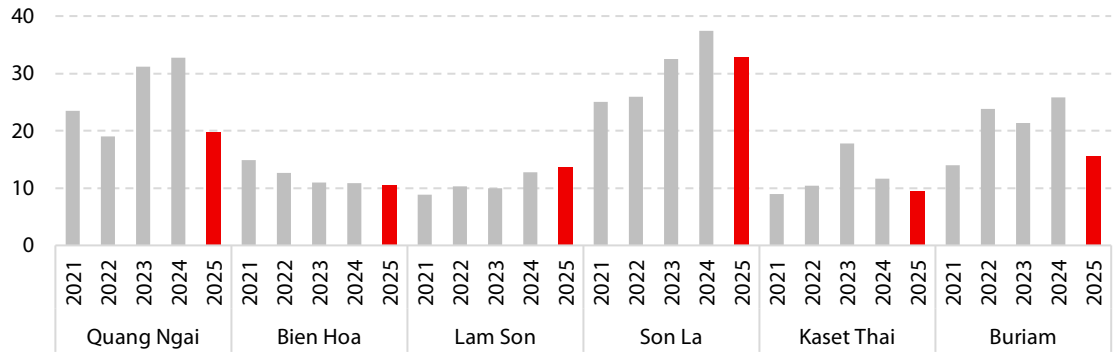
Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận gộp của QNS so với doanh nghiệp cùng ngành

Biên lợi nhuận gộp mảng đường của QNS tăng mạnh từ khoảng 23% năm 2021 lên hơn 32% năm 2024, trước khi giảm còn khoảng 20% năm 2025 do chu kỳ giá đường hạ nhiệt trong khi vẫn phải bao tiêu đầu ra với chi phí thu mua mía tối thiểu 1 triệu đồng/tấn để hỗ trợ người nông dân tiếp tục nuôi trồng trong giai đoạn khó khăn. Dù vậy, mức này vẫn thuộc nhóm cao trong ngành nhờ:

- Lợi thế quy mô: Vùng trồng nguyên liệu tập trung lớn nhất cả nước (chiếm 16,5% tổng diện tích trồng mía) với NM đường có công suất lớn nhất cả nước (chiếm 14,5% tổng công suất nội địa).
- Lợi thế năng lực sản xuất: Hiệu suất ép mía và chữ đường cao nhất trên cả nước, giúp tối ưu hiệu quả sản xuất hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành ([tham khảo trang 26](#)).

Hình 13: Biên lợi nhuận gộp mảng đường của QNS và các doanh nghiệp cùng ngành

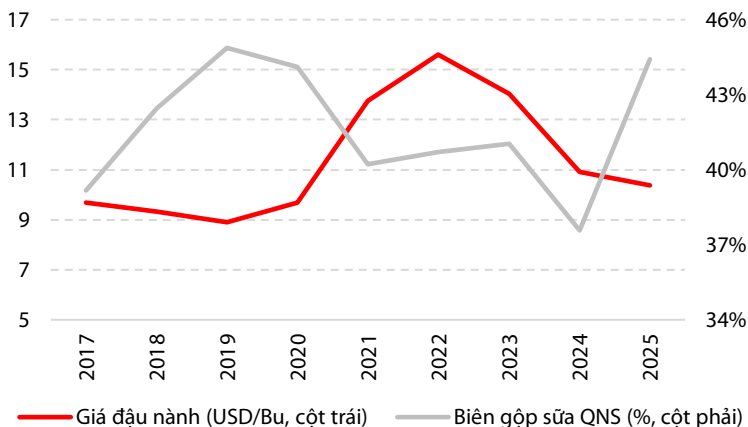


Nguồn: QNS, Bloomberg, CTCK Rông Việt

Khác với mảng đường, lợi thế của QNS trong mảng sữa gần như mang tính cấu trúc. Biên gộp của QNS duy trì quanh 38-41% trong giai đoạn 2021–2024 và tăng lên khoảng 44% năm 2025. Xét trong nhóm ngành tại Việt Nam, Vinamilk cũng đạt khoảng 40-42%, tương đối ổn định và giống với QNS dù cấu trúc đóng góp theo loại sản phẩm sữa có nhiều khác biệt.

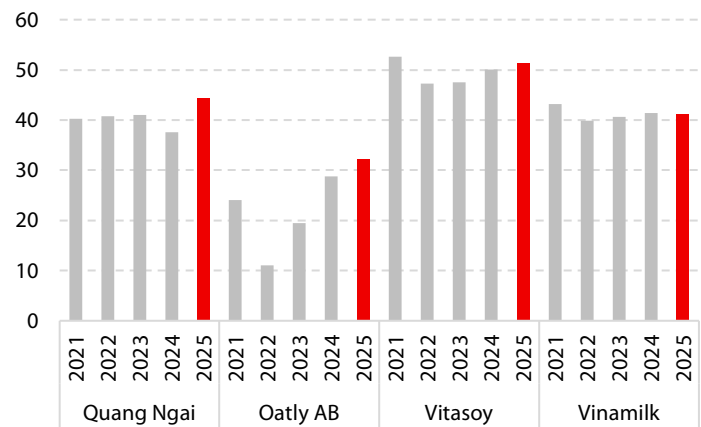
So với QNS, Oatly và Vitasoy định vị sản phẩm và thương hiệu ở phân khúc cao cấp và điều này lý giải cho việc biên gộp của Vitasoy có phần vượt trội hơn hẳn (50-60%) so với QNS (35-44%). Mặc dù định vị thương hiệu cao cấp như Vitasoy, biên gộp của Oatly AB có nhiều khác biệt so với phần còn lại do chiến lược đầu tư mạnh vào các nhà máy tại Mỹ, châu Âu và châu Á trong giai đoạn 2020–2022, việc nhu cầu tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng khiến nhiều nhà máy hoạt động dưới công suất thiết kế, làm chi phí sản xuất cố định phân bổ trên mỗi đơn vị sản phẩm tăng cao, gây áp lực lên biên lợi nhuận trong một vài năm. Do đó, xét tổng thể, ngành sữa vẫn duy trì cấu trúc chi phí và khả năng sinh lời khá ổn định.

Hình 14: Tương quan biên gộp mảng sữa QNS và giá đậu nành



Nguồn: QNS, Bloomberg, CTCK Rông Việt

Hình 15: Biên gộp mảng sữa của QNS và DN cùng ngành



Nguồn: QNS, Bloomberg, CTCK Rông Việt

Cơ cấu chi phí

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN)

Trong giai đoạn 2021–2024, QNS duy trì khả năng kiểm soát chi phí BH&QL khá hiệu quả khi tỷ lệ chi phí trên doanh thu dao động quanh 11–13% và có xu hướng giảm dần. Điều này chủ yếu nhờ doanh thu của cả hai mảng kinh doanh cốt lõi đều tăng trưởng hai chữ số trong bối cảnh thuận lợi: mảng đường hưởng lợi từ chu kỳ tăng của giá đường cùng các biện pháp PVTM, trong khi mảng sữa ghi nhận tăng trưởng tích cực nhờ xu hướng tiêu dùng thực phẩm có nguồn gốc thực vật, giúp QNS nhanh chóng mở rộng thị phần.

Năm 2025, tỷ lệ chi phí BH&QL tăng lên 15,2% doanh thu (+4,4pps svck), tương ứng giá trị tuyệt đối tăng 57,6% svck, chủ yếu do: (1) QNS điều chỉnh phương pháp hạch toán chi phí chiết khấu của mảng sữa, chuyển từ ghi nhận vào giá vốn sang chi phí bán hàng; (2) Trong bối cảnh mảng đường đối mặt với áp lực kìm hãm từ giá bán giảm và nhu cầu tiêu thụ suy yếu do cạnh tranh từ đường nhập lậu và đường HFCS, QNS đã đẩy mạnh các chương trình khuyến mại, dùng thử và hỗ trợ bán hàng nhằm duy trì thị phần. Theo đó, chi phí này tăng lên mức tương đương 4,2% doanh thu (+4,0pps svck).

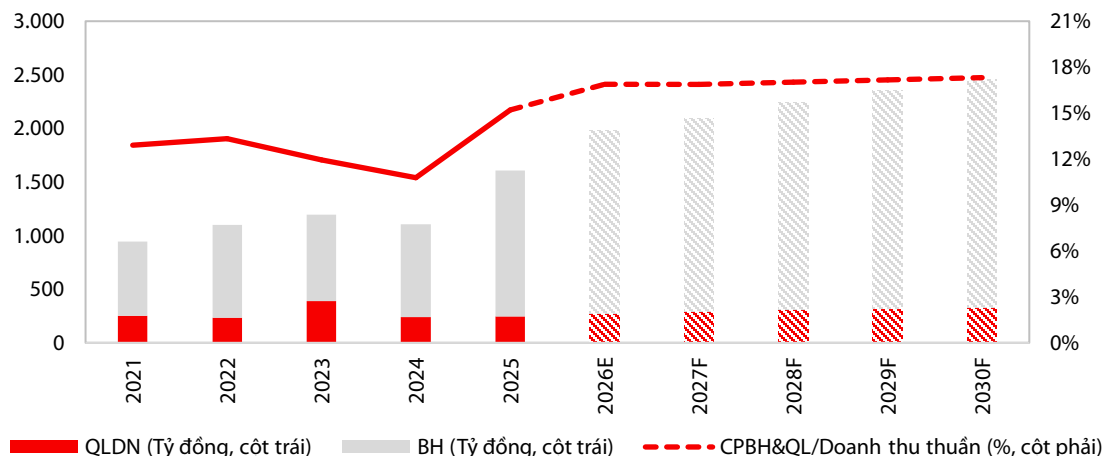
Bảng 5: QNS hạch toán CPKM sản phẩm vào CPBH thay vì giảm trừ trực tiếp doanh thu từ năm 2025

	Cách ghi nhận trước 2025	Cách ghi nhận sau 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 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

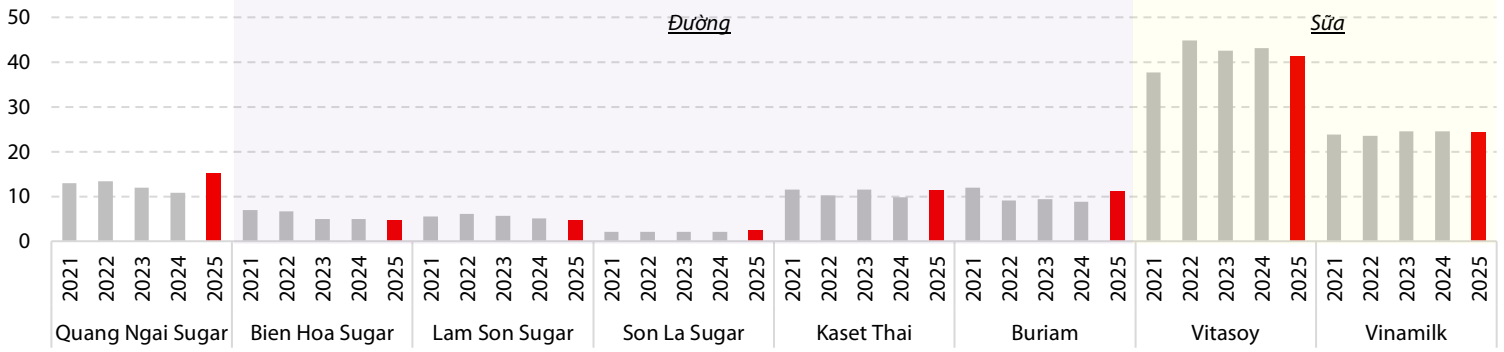
Bước sang năm 2026, chúng tôi dự phóng chi phí BH&QLDN của QNS đạt 1.982 tỷ đồng, tỷ lệ trên doanh thu đạt 16,9% (+1,7 pps svck), và duy trì quanh 17,0-17,5% trong các năm tiếp theo, cao hơn hẳn mức 11,0-13,0% giai đoạn 2021-24 hay 15,3% năm 2025 do QNS buộc tăng chi phí chiết khấu/quảng cáo/trưng bày bởi (1) xu thế tất yếu tăng cạnh tranh trước các đối thủ trong ngành như Oatmilk, Vinamilk, THTrue milk, (2) tăng cơ hội lên kệ trưng bày cho các sản phẩm mới như sữa hạt Veyo, FamiGold, Greensoy hay ngũ cốc, (3) hỗ trợ bán hàng trong khó khăn của ngành đường như đã đề cập. Trong Q1/26, QNS phải tăng mạnh tổng chi phí hỗ trợ bán hàng (khuyến mãi, dùng thử, trưng bày, hoa hồng đại lý) +126,3% svck, đạt 239 tỷ đồng, tương đương tỷ trọng trên doanh thu 8,6% (+3,7pps svck). ([Tham khảo trang 35](#))

Hình 16: Chi phí BH&QLDN của QNS



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

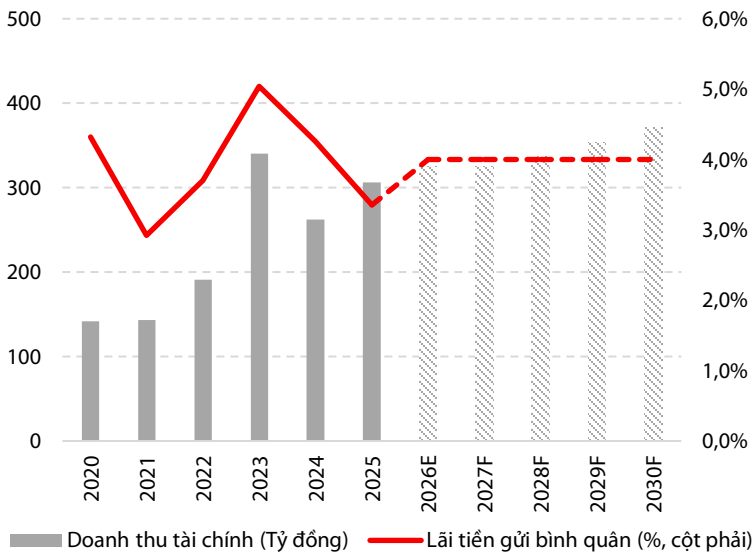
Hình 17: Tỷ trọng chi phí BH&QLDN trên doanh thu thuần của QNS và doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

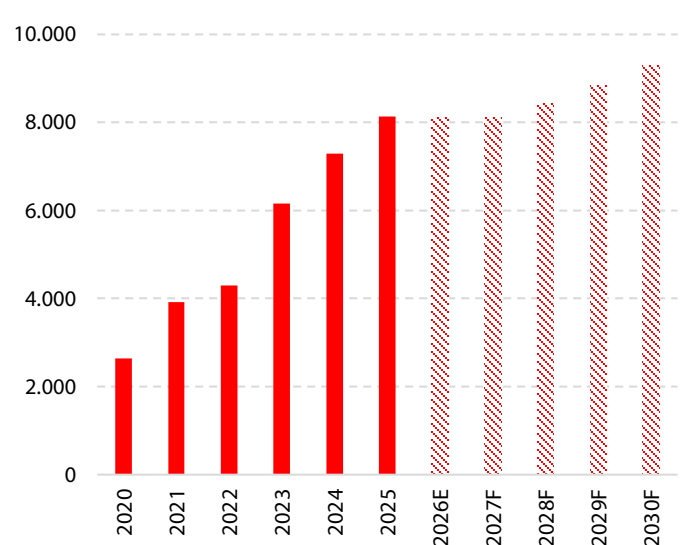
Hoạt động đầu tư tài chính: Chúng tôi lưu ý về một trong những đóng góp đáng kể vào LNST của QNS là thu nhập tài chính. QNS sử dụng dòng tiền nhàn rỗi từ HĐKD để gia tăng các khoản đầu tư ngắn hạn (+89% trong giai đoạn 2023-25), đạt 8.000 tỷ đồng cuối năm 2025 bao gồm tiền gửi có kỳ hạn với lãi suất tốt dựa trên dòng tiền đều tạo ra qua các năm. Hoạt động này đã đem lại lợi nhuận ~300 tỷ đồng/năm cho QNS trong giai đoạn 2023-25. Mặc dù vậy, quy mô đầu tư này dự kiến duy trì mức 8.000-9.000 tỷ đồng (tương đương cuối năm 2025) cho giai đoạn 2026-30 khi QNS cần khoản vốn lớn cho hoạt động đầu tư TSCĐ với ba dự án trọng tâm mở rộng nhà máy đường – nhà máy điện và xây dựng nhà máy Ethanol (kế hoạch, tạm thời chưa phản ánh vào dự phóng), qua đó chúng tôi dự báo thu nhập tài chính từ tiền gửi của QNS duy trì quanh mức 315-400 tỷ đồng/năm cho giai đoạn 2026-30.

Hình 18: Mô tả lợi suất đầu tư của QNS (%)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)



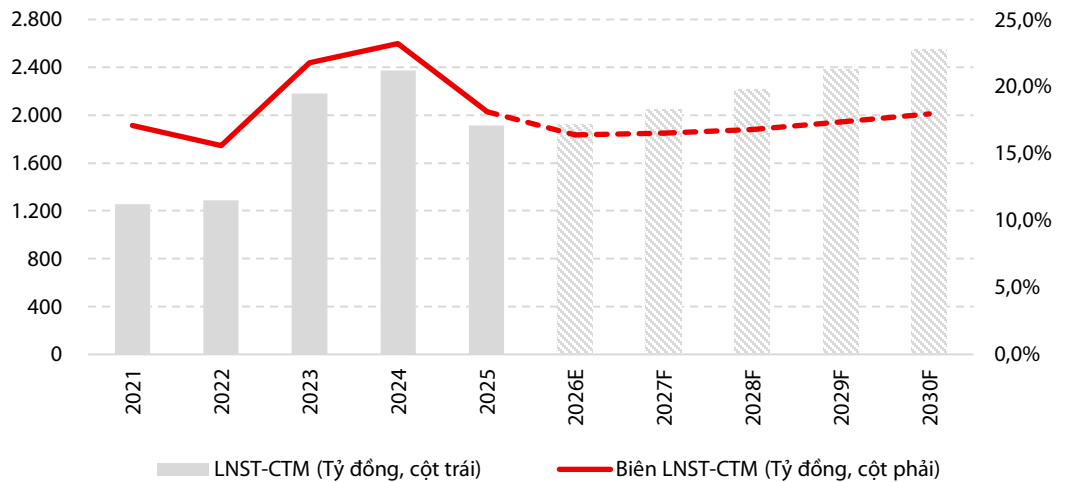
Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận ròng

Từ các dự phóng trên về doanh thu và chi phí, với các giả định trọng yếu gồm: (1) Giá đường năm 2026 tiếp tục giảm bình quân 3-5% svck do tình trạng dư cung toàn cầu dự kiến kéo dài ít nhất đến cuối Q3/26 cùng áp lực từ đường nhập lậu và đường HFCS trong nước; và (2) chi phí hoạt động gia tăng do doanh nghiệp tiếp tục triển khai các chương trình chiết khấu, khuyến mại và dùng thử nhằm thúc đẩy tiêu thụ ở cả mảng đường và sữa, chúng tôi dự phóng LNST của QNS năm 2026 đạt 1.924 tỷ đồng (+0,4% svck), tương ứng biên lợi nhuận ròng đạt 16,4% (-1,7pps svck).

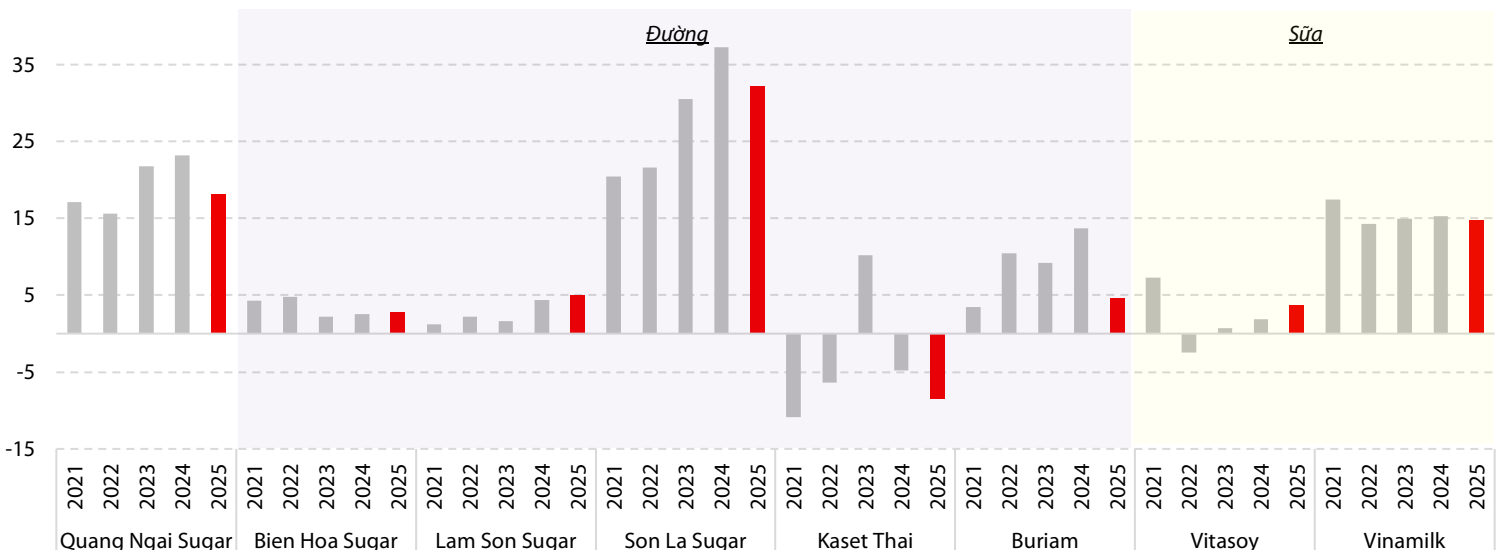
Trong trung và dài hạn, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng của QNS sẽ cải thiện dần nhờ ba động lực chính: (1) Giá đường được kỳ vọng bước qua vùng đáy của chu kỳ và phục hồi từng bước nhờ hiệu quả gia tăng từ việc gia hạn các biện pháp PVTM đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan; (2) Hiệu quả hoạt động của mảng điện sinh khối tiếp tục được cải thiện khi sản lượng điện thương phẩm tăng theo kế hoạch mở rộng vùng nguyên liệu, qua đó nâng sản lượng mía ép và lượng bã mía phục vụ phát điện; và (3) Các mảng tiêu dùng thiết yếu như sữa, thực phẩm và bánh kẹo được kỳ vọng tiếp tục duy trì biên lợi nhuận ổn định như các năm trước, góp phần củng cố khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Hình 20: Lợi nhuận ròng của QNS



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Biên ròng của QNS và doanh nghiệp cùng ngành (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

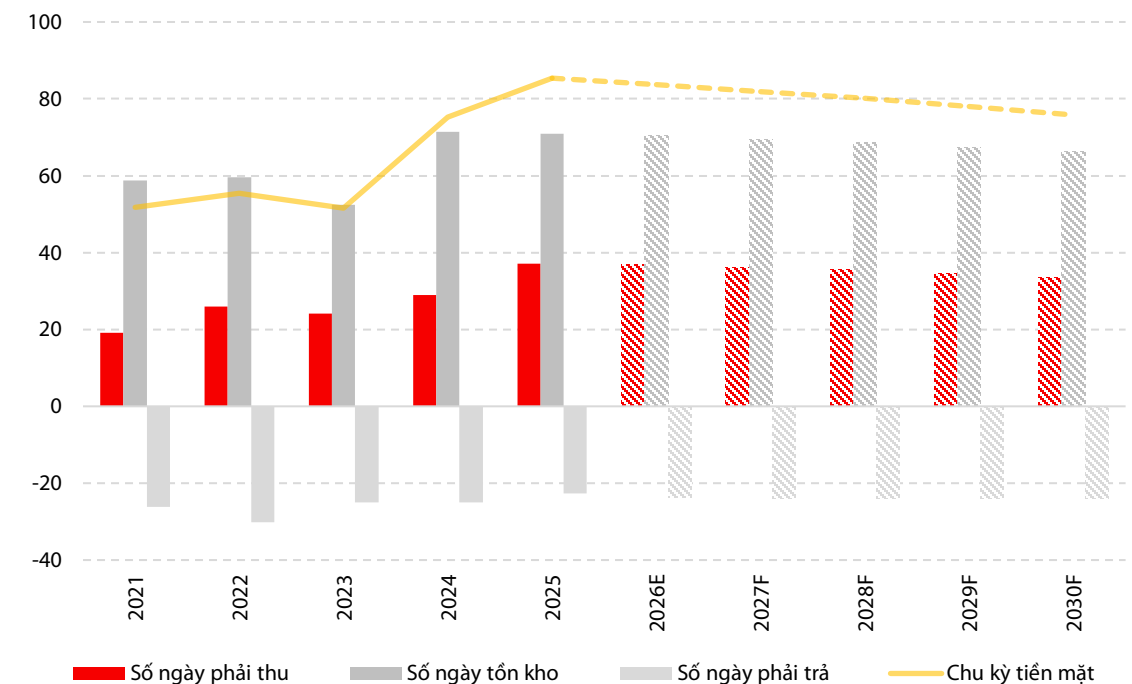
Vốn lưu động

Từ năm 2024, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của QNS tăng đáng kể với tốc độ bình quân khoảng 10–15 ngày/năm. Sự gia tăng này chủ yếu xuất phát từ số ngày tồn kho và phải thu kéo dài, cụ thể:

- (1) Tốc độ tiêu thụ sản phẩm chậm lại làm gia tăng số ngày tồn kho: Mảng đường chịu áp lực cạnh tranh ngày càng lớn từ đường nhập lậu và đường HFCS giá rẻ, khiến sản lượng tiêu thụ đường tinh luyện trong nước tăng trưởng chậm. Trong khi đó, các mảng sữa, nước giải khát và bánh kẹo cũng ghi nhận đà tiêu thụ kém tích cực hơn do thị trường FMCG bão hòa và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các sản phẩm thay thế, qua đó kéo dài thời gian luân chuyển hàng tồn kho. Việc tái cấu trúc kênh phân phối từ 2024 cũng ảnh hưởng tăng tồn kho tại chính Vinasoy, theo quan điểm chúng tôi. Cụ thể, việc giảm ảnh hưởng của kênh sỉ (sell-in) vốn nhận tồn kho cao rồi phân phối trở lại các kênh nhỏ lẻ & trực tiếp phân phối của các kênh bán lẻ (sell-out) vốn nhận tồn kho thấp theo nhu cầu từng tuần làm tổng tồn kho tại hệ thống chung của Vinasoy cao hơn trước đó.
- (2) Bên cạnh đó, để duy trì sản lượng tiêu thụ, đặc biệt ở mảng đường, chúng tôi cho rằng QNS đã chủ động áp dụng các chính sách bán hàng linh hoạt hơn đối với hệ thống đại lý và nhà phân phối, như gia tăng thời hạn tín dụng thương mại (giao hàng trước và thu tiền sau), khiến kỳ thu tiền bình quân kéo dài hơn và làm gia tăng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt. Theo quan sát của chúng tôi, đây là tình hình chung của ngành trong những năm gần đây (Hình 23).

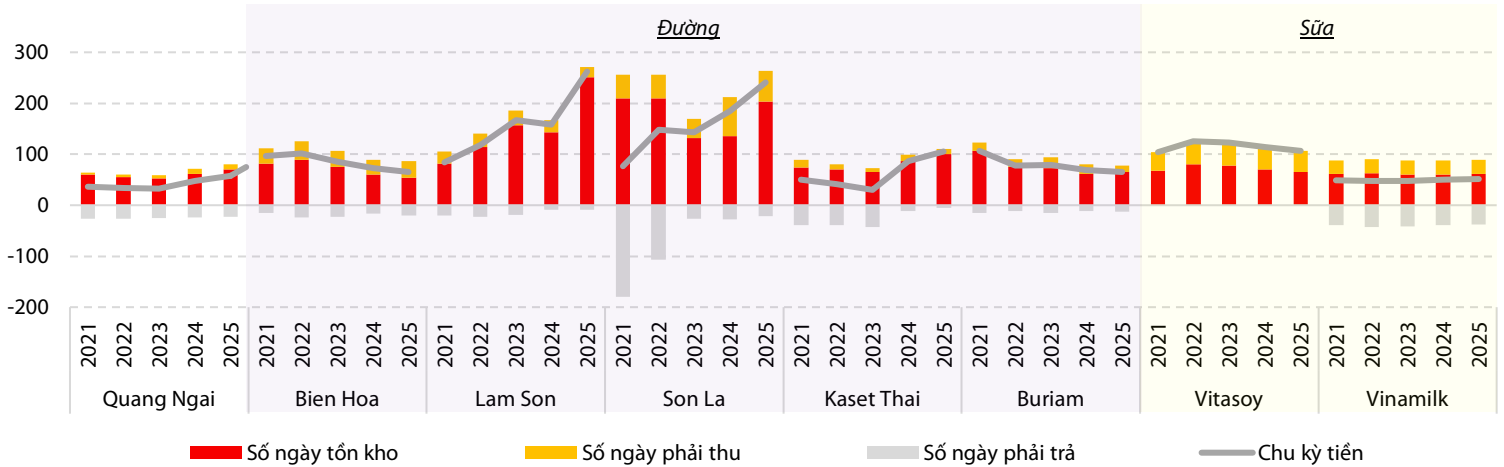
Sản lượng tiêu thụ của cả mảng đường và sữa của QNS đều tăng trưởng tích cực trong 5 tháng đầu năm 2026, đáng chú ý với sản lượng đường tăng 44,4% svck, chủ yếu nhờ đẩy mạnh chiết khấu nhằm gia tăng tiến độ tiêu thụ trước khi bước vào niên vụ mới 2025/26. Trong khi đó, mảng sữa tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định với sản lượng tăng khoảng 11,0%. Chúng tôi cho rằng sự cải thiện của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt trong các năm tới sẽ chủ yếu đến từ việc tốc độ tiêu thụ hàng hóa phục hồi, đặc biệt ở mảng đường, sau giai đoạn 02 năm liên kế gần như đi ngang. Theo đó, chúng tôi dự phóng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của QNS sẽ rút ngắn bình quân khoảng 1-2 ngày mỗi năm trong giai đoạn dự báo, chủ yếu nhờ số ngày tồn kho giảm dần, trong khi kỳ thu tiền và kỳ thanh toán được kỳ vọng duy trì ổn định.

Hình 22: Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của QNS (Ngày)



Nguồn: QNS, CTK Rong Việt

Hình 23: Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp cùng ngành (Ngày)



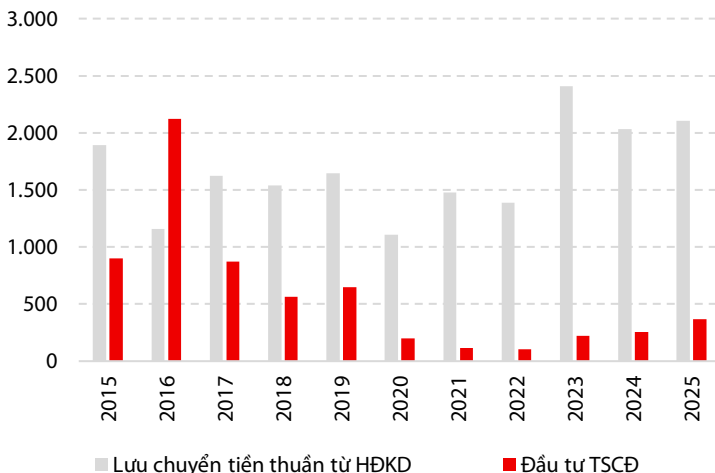
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Đầu tư TSCĐ

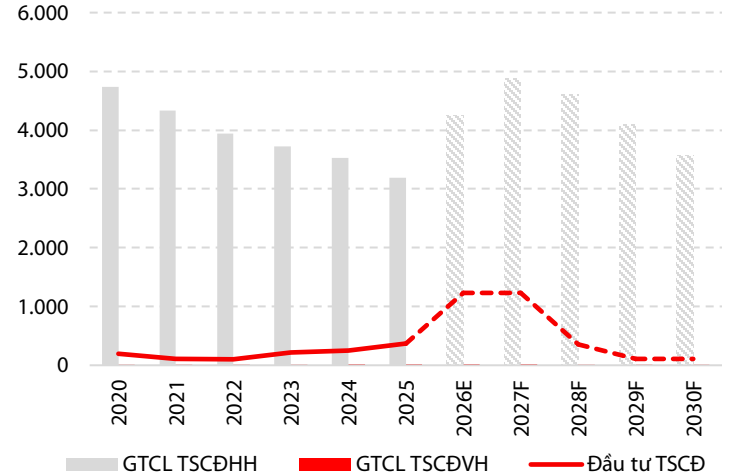
Sau giai đoạn 2015–2018 với những khoản đầu tư đáng kể cho các dự án trọng điểm như Nhà máy điện sinh khối An Khê (95 MW), nâng công suất Nhà máy Đường An Khê lên 18.000 TMN, đầu tư dây chuyền sản xuất đường RE, QNS bước vào thời kỳ thu hoạch từ 2020–2024. Trong giai đoạn này, nhu cầu CAPEX duy trì ở mức thấp, khoảng 100–200 tỷ đồng/năm, chủ yếu dành cho các khoản đầu tư duy trì như tự động hóa, nâng cấp dây chuyền sản xuất và bổ sung thiết bị tại các nhà máy hiện hữu. Đồng thời, các dự án đầu tư trước đó bước vào giai đoạn vận hành ổn định, đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền hoạt động, giúp doanh nghiệp tích lũy lượng tiền mặt lớn và duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ở mức cao. Đây cũng là nền tảng tài chính để QNS bước vào chu kỳ đầu tư mới từ năm 2025 với ba dự án chiến lược tại An Khê, bao gồm mở rộng Nhà máy Đường An Khê lên 25.000 TMN, mở rộng Nhà máy điện sinh khối lên 135 MW và đầu tư Nhà máy Ethanol (Bảng 6).

Trong ba dự án trọng điểm, hai dự án mở rộng NM Đường An Khê và NM Điện sinh khối An Khê đã chính thức khởi công từ đầu năm 2026. Chúng tôi giả định tổng vốn đầu tư của hai dự án này sẽ được giải ngân trong giai đoạn 2026–2028 theo tỷ lệ 40%/40%/20%. Trong đó, 20% giá trị còn lại thanh toán sau khi dự án hoàn thành giai đoạn chạy thử và nghiệm thu vào năm 2028. Đối với dự án NM Ethanol, mặc dù đã được phê duyệt chủ trương đầu tư, dự án hiện vẫn đang trong quá trình lựa chọn nhà thầu, chúng tôi tạm thời chưa phản ánh dự án này vào mô hình dự phóng và định giá.

Hình 24: Tiền thuần từ HĐKD và chi đầu tư TSCĐ (Tỷ đồng)



Hình 25: Dự phóng đầu tư TSCĐ của QNS (Tỷ đồng)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt | GTCL: Giá trị còn lại, TSCĐHH: tài sản cố định hữu hình, TSCĐVH: tài sản cố định vô hình

Bảng 6: QNS có 03 dự án lớn với tổng chi phí đầu tư dự kiến hơn 4.300 tỷ đồng, kéo dài đến 2028

Dự án	Mục đích	Tiến độ thực hiện	Chi phí dự kiến ban đầu (chưa VAT)	Thay đổi so với dự kiến ban đầu	Lý do (nếu có)
NM Đường An Khê	Nâng công suất từ 18.000 TMN lên 25.000 TMN	Đang thực hiện đầu tư, dự kiến hoàn thành vào cuối 2026; chạy thử 01 năm đến cuối 2027	1.170 tỷ đồng	-	-
NM Điện sinh khối	Nâng công suất từ 95MW lên 135 MW		847 tỷ đồng	Tăng lên 1.400 tỷ	Đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường mới
NM Ethanol	Đầu tư mới NM công suất 200.000 lít/ngày	Đang chào thầu, dự kiến hoàn thành vào cuối 2028	1.750 tỷ đồng	-	-
Tổng chi phí			3.766 tỷ đồng	4.319 tỷ đồng	

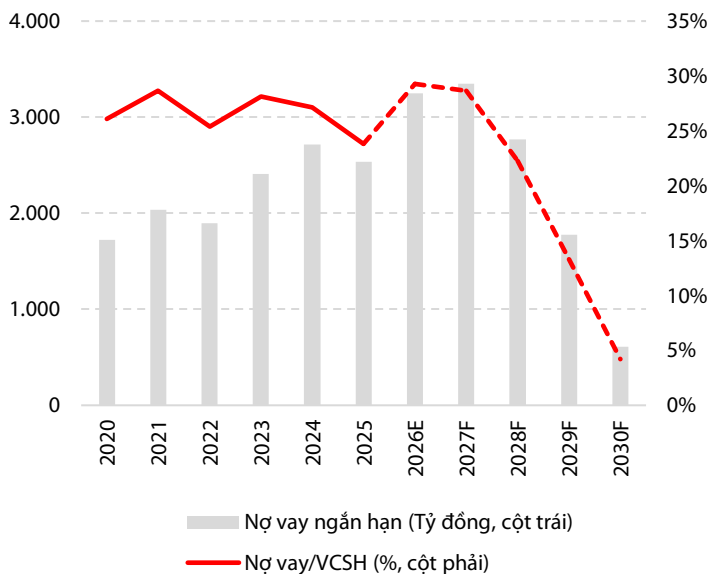
Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Nợ vay

QNS luôn giữ một tỷ lệ vay nợ tương đối thận trọng. Doanh nghiệp không sử dụng nợ vay dài hạn từ 2018 nhưng duy trì vay ngắn hạn ở mức 18–21% tổng nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh thường xuyên và luân chuyển nguồn vốn lưu động.

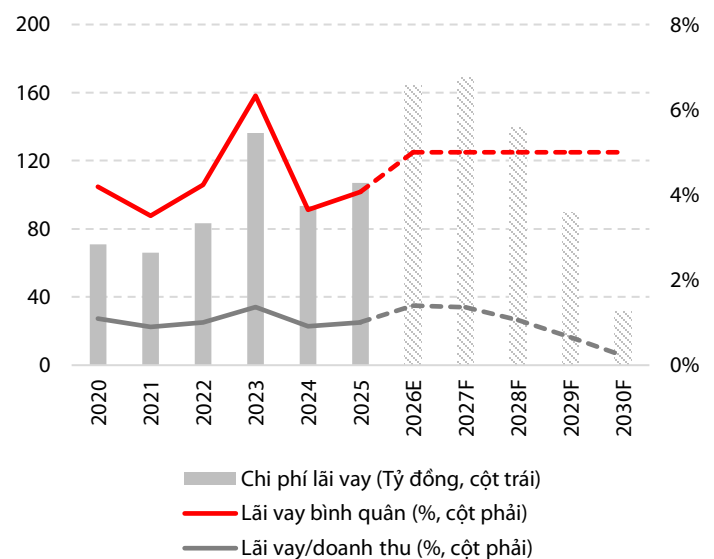
Với tổng chi phí đầu tư lớn đáng kể khoảng 2.600 cho 02 dự án nâng cấp NM đường và NM điện (chưa bao gồm khoản đầu tư cho NM Ethanol), trong đó khoảng 64% sẽ được tài trợ bởi khoản vay ngân hàng, chúng tôi ước tính QNS sẽ bắt đầu tăng mạnh nợ vay ngắn hạn kể từ 2026 đến 2028, kết hợp nguồn tiền sẵn có từ ĐTTC ngắn hạn để giải ngân dần trong 03 năm cho hoạt động đầu tư lớn ở 02 nhà máy. Qua đó, đẩy tăng chi phí lãi vay trong giai đoạn 2027-30. Kết hợp với bối cảnh lãi suất cho vay tăng cao (+1,0-1,5pps svck), chúng tôi ước tính tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu thuần sẽ ở mức 1,1%-1,4% trong giai đoạn 2026-28 (+0,1-0,3pps so với năm 2025).

Hình 26: Nợ vay và tỷ trọng trên vốn chủ sở hữu



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Lãi suất bình quân và chi phí lãi vay trên doanh thu

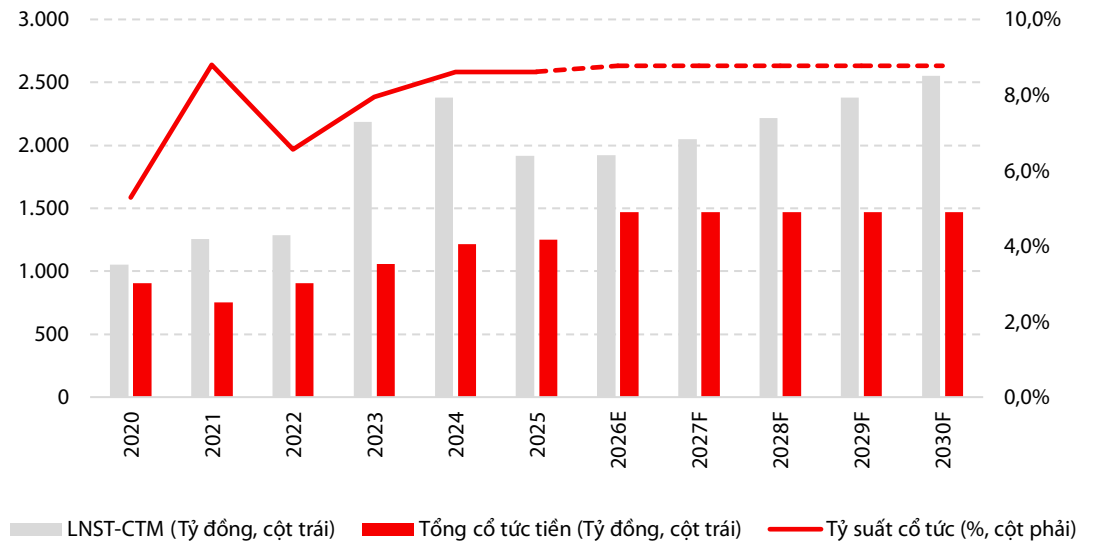


Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Chính sách cổ tức tiền mặt

QNS duy trì lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn, với mức cổ tức khoảng 3.000-4.000 đồng/cổ phiếu/năm trong 5 năm gần đây, phản ánh khả năng tạo dòng tiền đều cũng như chính sách phân phối lợi nhuận nhất quán. Với triển vọng hoạt động kinh doanh ổn định, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ tiếp tục thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn trong những năm tới với giả định tỷ lệ cổ tức ở mức 40%, tương ứng mức cổ tức tiền mặt khoảng 4.000 đồng/cổ phiếu mỗi năm.

Hình 28: Chi trả cổ tức



Nguồn: QNS, CTCK Rống Việt

Phân tích Dupont

ROE của QNS ở mức trung bình – khá so với các doanh nghiệp cùng ngành, đồng thời có mức độ ổn định cao hơn qua các năm. Điều này đến từ cơ cấu kinh doanh cân bằng giữa mảng đường mang tính chu kỳ và các mảng có dòng tiền ổn định hơn như sữa & điện sinh khối, qua đó giúp giảm những biến động mạnh trong KQKD của mảng đường. Ở diễn biến khác, dù không có nhiều doanh nghiệp thuần sữa hạt để so sánh trực tiếp với QNS, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp sữa có khả năng duy trì ROE ổn định hơn nhờ nhu cầu tiêu dùng bền vững và giá nguyên liệu đầu vào ít biến động.

Chúng tôi dự phóng ROE của QNS đạt 17,87 trong năm 2026, giảm nhẹ so với năm trước do dự báo biên lợi nhuận ròng giảm trong ngắn hạn ([quay lại trang 13](#)). Từ năm 2027 trở đi, ROE được kỳ vọng sẽ cải thiện dần khi biên lợi nhuận mảng đường phục hồi trong khi hiệu quả HĐKD các mảng khác tiếp tục được duy trì. Tổng thể, ROE của QNS được kỳ vọng dao động quanh 18% trong giai đoạn dự báo.

Bảng 7: Phân tích Dupont 3 yếu tố của doanh nghiệp cùng ngành

PHÂN TÍCH DUPONT	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027F	2028F	2029F	2030F
Đ. Quảng Ngãi (QNS VN)	18,3	17,7	27,2	25,6	18,6	17,7	18,0	18,4	18,5	18,4
Biên ròng	17,1	15,6	21,8	23,2	18,1	16,4	16,5	16,8	17,4	18,0
Vòng quay tài sản	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2
Đ. Biên Hòa (SBT VN)	8,5	10,6	6,0	7,8	7,9	-	-	-	-	-
Biên ròng	4,3	4,8	2,2	2,6	2,9	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,5	2,9	3,2	3,3	3,3	-	-	-	-	-
Đ. Lam Sơn (LSS VN)	1,5	2,8	1,8	7,0	6,6	-	-	-	-	-
Biên ròng	1,2	2,2	1,6	4,4	5,0	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,8	0,8	0,7	1,0	0,7	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	1,6	1,6	1,6	1,6	1,8	-	-	-	-	-
Đ. Sơn La (SLS VN)	26,7	26,5	53,9	38,5	22,8	-	-	-	-	-
Biên ròng	20,4	21,6	30,5	37,3	32,2	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,7	0,7	1,3	0,9	0,6	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	1,9	1,8	1,4	1,1	1,2	-	-	-	-	-
Kaset Thai (KTIS TB)	-14,3	-13,1	28,0	-9,4	-21,0	-	-	-	-	-
Biên ròng	-10,9	-6,4	10,2	-4,8	-8,6	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,7	0,9	1,3	1,0	1,1	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,0	2,4	2,2	2,0	2,3	-	-	-	-	-
Buriam (BBR TB)	6,8	33,6	19,7	29,9	7,2	-	-	-	-	-
Biên ròng	3,4	10,4	9,2	13,7	4,6	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,4	0,8	0,7	0,8	0,7	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	4,7	4,1	3,2	2,6	2,2	-	-	-	-	-
Vitasoy (345 HK)	16,3	-4,6	1,5	3,9	7,7	-	-	-	-	-
Biên ròng	7,3	-2,4	0,7	1,9	3,7	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	1,1	0,9	1,0	1,1	1,1	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	-	-	-	-	-
Vinamilk (VNM VN)	32,7	27,1	28,8	29,4	29,9	-	-	-	-	-
Biên ròng	17,3	14,2	14,7	15,2	14,8	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	-	-	-	-	-

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Báo cáo thu nhập hàng năm của QNS

DOANH THU THUẦN	2022	2023	2024	2025	2026E	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu thuần	8.255	10.021	10.243	10.575	11.740	12.414	13.189	13.720	14.210
Giá vốn hàng bán	5.796	6.670	6.759	7.050	7.791	8.201	8.679	8.973	9.238
Lợi nhuận gộp	2.459	3.351	3.484	3.525	3.949	4.213	4.510	4.747	4.972
Chi phí bán hàng và QLDN	1.100	1.197	1.103	1.604	1.982	2.095	2.245	2.355	2.461
Chi phí hoạt động khác	1	3	2	4	4	4	4	4	4
EBITDA	1.852	2.603	2.827	2.384	2.511	2.725	2.890	3.022	3.147
Doanh thu tài chính	191	341	262	306	325	324	337	354	372
Chi phí tài chính	83	136	94	107	164	169	140	90	31
Lợi nhuận trước thuế	1.505	2.447	2.645	2.212	2.221	2.367	2.556	2.749	2.945
Chi phí thuế TNDN	219	263	268	296	297	317	342	368	394
Quỹ khen thưởng phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LNST-CTM	1.287	2.183	2.377	1.916	1.924	2.051	2.214	2.381	2.551
EPS (Đồng/CP)	3.605	6.117	6.465	5.213	5.233	5.577	6.022	6.476	6.939

Nguồn: QNS, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 9: Bảng cân đối kế toán hàng năm của QNS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2022	2023	2024	2025	2026E	2027F	2028F	2029F	2030F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	203	289	539	272	230	268	324	337	349
Đầu tư ngắn hạn	4.296	6.165	7.299	8.132	8.122	8.112	8.426	8.847	9.289
Khoản phải thu	587	661	810	1.076	1.190	1.232	1.286	1.301	1.307
Hàng tồn kho	947	958	1.323	1.366	1.504	1.562	1.629	1.656	1.676
Tài sản ngắn hạn khác	57	19	39	35	41	43	46	48	50
Tài sản ngắn hạn	6.090	8.093	10.011	10.881	11.087	11.217	11.711	12.190	12.671
TSCĐ hữu hình	3.947	3.720	3.533	3.194	4.255	4.882	4.615	4.097	3.573
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	8	16	17	25	21	18	15	12	9
TS dài hạn khác	230	240	264	275	305	323	343	357	370
Tài sản dài hạn	4.176	3.959	3.797	3.469	4.581	5.223	4.974	4.466	3.951
Tổng tài sản	10.266	12.053	13.808	14.350	15.669	16.440	16.685	16.655	16.622
NỢ PHẢI TRẢ									
Vay nợ ngắn hạn	1.896	2.411	2.714	2.536	3.249	3.346	2.766	1.774	606
Phải trả người bán	479	456	464	436	507	536	570	590	607
Các khoản phải trả khác	375	414	449	572	636	672	714	743	769
Phải trả ngắn hạn	2.750	3.281	3.627	3.544	4.392	4.554	4.050	3.106	1.982
Vay nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	52	191	180	160	178	207	213	216	226
Phải trả dài hạn	52	191	180	160	178	207	213	216	226
Tổng nợ phải trả	2.802	3.472	3.807	3.704	4.570	4.761	4.263	3.322	2.209
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phần phổ thông	3.569	3.569	3.676	3.676	3.676	3.676	3.676	3.676	3.676
LNST chưa phân phối	3.701	4.778	5.851	6.424	6.877	7.457	8.200	9.111	10.191
Các nguồn quỹ khác	195	233	474	546	546	546	546	546	546
Vốn chủ sở hữu	7.465	8.581	10.002	10.646	11.099	11.679	12.422	13.333	14.413
TỔNG NGUỒN VỐN	10.266	12.053	13.808	14.350	15.669	16.440	16.685	16.655	16.622

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt ước tính

CẬP NHẬT KQKD 2Q26 VÀ DỰ PHÓNG KQKD 3Q26

KQKD 2Q26: Tăng trưởng nhẹ svck nhờ sản lượng đường và sữa cải thiện tích cực

Doanh thu thuần đạt 3.289 tỷ đồng (+11% svck) cao hơn 7% kỳ vọng chuyên viên. Tỷ trọng đóng góp của các mảng đường, sữa, khác (bao gồm điện sinh khối) đạt lần lượt là 32%, 49% và 20%. Cụ thể:

- **Mảng đường**, đạt doanh thu 1.036 tỷ đồng (+8% svck), thấp hơn kỳ vọng chuyên viên 4%. Mức tăng svck tốt do sản lượng sản xuất tăng và công ty chủ động đẩy mạnh tiêu thụ để cân đối tồn kho, mặt khác để bù đắp cho diễn biến kém tích cực của giá đường trong giai đoạn này. Giá đường An Khê dao động quanh 16,000 - 16,500 đồng/kg (-12% svck). Sản lượng đường đạt 67 nghìn tấn (+24% svck).
- **Mảng sữa**, đạt doanh thu 1.596 tỷ đồng (+16% svck), cao hơn kỳ vọng chuyên viên 4%. Tăng trưởng đến từ cả sản lượng (+9% svck, đạt 82 triệu lít) và giá bán (+6% svck). Tương tự Q1, mảng này được thúc đẩy từ câu chuyện mở rộng thêm thị phần trước bối cảnh hàng lậu/hàng giả không hóa đơn bị siết chặt & niềm tin tiêu dùng cho sản phẩm sữa tốt sức khỏe, có thương hiệu cao hơn. Thêm vào đó, mùa hè nắng nóng thường niên (cộng hưởng Elnino) đẩy sản lượng tiêu thụ đồ uống hơn ở quý 2 svqt. Hiệu ứng giá bán bình quân tăng vẫn lặp lại cho quý này nhờ tỷ trọng hàng cao cấp gia tăng.
- **Mảng khác (Thành Phát & điện sinh khối)**, đạt doanh thu 929 tỷ đồng (+49% svck), cao hơn kỳ vọng 32%. Chúng tôi nghiêng về hướng liên quan đến cách hạch toán giảm trừ thay vì cốt lõi kinh doanh.

LNST-CTM 2Q26 đạt 567 tỷ đồng (+4% svck), tương ứng biên LN ròng 17,2% (-1,2pps svck), cao hơn 7% kỳ vọng chuyên viên. Mặc dù biên gộp cải thiện 1,7pp lên 35,6%, nhờ đóng góp tích cực từ mảng sữa và các mảng kinh doanh khác, mức tăng trưởng lợi nhuận ròng vẫn bị hạn chế bởi chi phí bán hàng tăng mạnh 42% svck. Trong đó, chi phí vận chuyển tăng 77%, khuyến mại dùng thử tăng 32%, hoa hồng & hỗ trợ bán hàng tăng 75%. Tuy nhiên, việc gia tăng chi phí bán hàng nhìn chung đã mang lại hiệu quả khả quan khi hỗ trợ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ ở cả hai mảng đường và sữa như có đề cập.

Bảng 10: Kết quả kinh doanh 2Q26 của QNS

Đơn vị: Tỷ đồng	2Q26	1Q26	+/- svqt	2Q25	+/- svck	1H26	+/- svck
Doanh thu thuần	3.289	2.763	19%	2.956	11%	6.052	16%
Đường	1.036	934	11%	955	8%	1.970	17%
Sữa đậu nành	1.596	1.139	40%	1.378	16%	2.735	18%
Thành Phát	473	428	11%	545	-13%	901	0%
Khác (bao gồm điện)	574	622	-8%	549	5%	1.196	10%
Loại bỏ	-391	-359	9%	-472	-17%	-750	-3%
Lợi nhuận gộp	1.169	888	32%	1.001	17%	2.057	18%
CPBH&QLDN	-585	-509	15%	-431	36%	-1.094	42%
Lợi nhuận tài chính ròng	69	63	10%	40	72%	132	72%
Lợi nhuận trước thuế	664	447	49%	621	7%	1.111	5%
Đường	90	110	-18%	160	-44%	200	-35%
Sữa đậu nành	320	150	113%	275	16%	470	13%
LNST	567	391	45%	546	4%	958	2%
Sản lượng bán ra							
Đường (nghìn tấn)	67	59	14%	54	24%	126	40%
Sữa (triệu lít)	82	58	41%	75	9%	140	10%
Biên LN gộp	35,6%	32,1%	3,4pps	33,9%	1,7pps	34,0%	0,7pps
CPBH&QLDN/D.thu thuần	17,8%	18,4%	-0,7pps	14,6%	3,2pps	18,1%	3,4pps
Biên LN trước thuế	20,2%	16,2%	4,0pps	21,0%	-0,8pps	18,4%	-1,9pps
Đường	8,7%	11,8%	-3,1pps	16,7%	-8,1pps	10,2%	-8,2pps
Sữa đậu nành	20,1%	13,2%	6,9pps	20,0%	0,1pps	17,2%	-0,7pps
Biên LN ròng	17,2%	14,2%	3,1pps	18,5%	-1,2pps	15,8%	-2,1pps

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Dự phóng KQKD 3Q26: Giá đường ít khả năng giảm sâu, bắt đầu có sự chuyển biến tích cực

Bảng 11: Dự phóng KQKD 3Q26 của QNS

	3Q26	+/-svck	+/-svqt	Giải định
Doanh thu thuần	3.311	23,3%	0,7%	
Đường	1.202	27,0%	16,0%	Giá bán đường có tín hiệu phục hồi từ T7/26 chủ yếu nhờ tình trạng buôn lậu đường được kiểm soát tốt hơn, qua đó làm giảm nguồn cung đường nhập lậu trên thị trường (T7/26 giảm 9,0% sv T6/26, theo Argomonitor). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức độ phục hồi khiêm tốn (+300–500 đồng/kg so với cuối Q2-2026 và đi ngang svck) do cầu tiêu dùng cuối còn yếu, chủ yếu tập trung ở các khách hàng thương mại. Về sản lượng, chúng tôi nhận định QNS sẽ hồi phục mạnh sv nền thấp cùng kỳ (+35,0% svck, đạt 81 nghìn tấn) nhờ tận dụng đà phục hồi giá đường và nỗ lực ra hàng định kỳ (giảm tồn kho vụ trước về 0) trước thêm vụ mới. <i>Riêng T7/26, QNS đạt sản lượng 29 nghìn tấn (+45,0% svck) và doanh thu 435 tỷ đồng (+16,0% svck).</i>
Sữa đậu nành	1.607	25,4%	0,7%	Tương tự nửa đầu 2026, mảng sữa đậu nành được thúc đẩy từ câu chuyện mở rộng thêm thị phần trong bối cảnh hàng lậu/hàng giả không hóa đơn bị siết chặt & “niềm tin tiêu dùng cho sản phẩm sữa tốt sức khỏe, có thương hiệu cao hơn”. Sản lượng sữa tiêu thụ dự kiến đạt khoảng 84 triệu lít (+15,0% svck) trong quý. Hiệu ứng giá bán bình quân (+8,0-10,0% svck) vẫn lặp lại cho quý này nhờ tỷ trọng hàng cao cấp gia tăng. <i>Riêng T7/26, QNS đạt sản lượng 30 triệu lít (+30,4% svck) và doanh thu 575 tỷ đồng (+49,4% svck).</i>
Thành Phát	466	-8,6%	-1,5%	
Khác	467	24,9%	-18,6%	
Loại trừ	-431	1,0%	10,2%	
Lợi nhuận gộp	1.044	19,8%	-10,8%	Dù giá nguyên liệu đầu vào tăng khoảng 9-10% sv đầu năm, chúng tôi ước tính mảng sữa đậu nành giữ biên gộp cao nhờ phần lớn nguyên liệu đã được QNS chốt giá cho cả năm 2026. Đồng thời, mặt bằng giá bán sữa bình quân ước tính tăng lên nhờ cơ cấu sản phẩm tích cực hơn (như đã đề cập) giúp cải thiện nhẹ biên gộp mảng sữa. Trong khi biên lợi nhuận gộp mảng đường vẫn ở mức thấp (dưới 20%).
CPBH&QLDN	614	23,9%	5,0%	CPBH & QLDN / D.thu thuần ước tính vẫn duy trì cao khi QNS tiếp tục đẩy mạnh nhận diện cho các dòng sữa hạt mới nhằm hỗ trợ sản lượng tiêu thụ, đồng thời thúc đẩy tiêu thụ lượng đường tồn kho trong kỳ kinh doanh cao điểm định kỳ, thay vì giữ tồn kho cao chờ giá tăng như cùng kỳ (tác động xấu đến biên LN các quý sau của QNS khi bước vào kỳ sản xuất mới, thấp điểm kinh doanh nhưng tồn kho vụ cũ còn nhiều).
LNTT và lãi vay	430	14,4%	-26,5%	
Lợi nhuận tài chính ròng	64	21,8%	-9,2%	
LNTT	491	11,3%	-26,1%	
Thuế TNDN	67	11,6%	-31,5%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	0			
LNST-CTM	424	11,2%	-25,1%	Theo đó, LNST được kỳ vọng tăng trưởng tích cực nhờ nền so sánh thấp của cùng kỳ, trong bối cảnh giá đường đã bắt đầu ít khả năng tiếp tục giảm sâu. Đóng góp lợi nhuận Q3 chủ yếu vẫn đến từ mảng sữa.
<i>Biên LN gộp</i>	<i>31,5%</i>	<i>-0,9pps</i>	<i>-4,0pps</i>	
<i>Đường</i>	<i>17,8%</i>	<i>-2,2pps</i>	<i>-2,0pps</i>	
<i>Sữa đậu nành</i>	<i>43,7%</i>	<i>0,5pps</i>	<i>-3,0pps</i>	
<i>CPBH&QLDN/D.thu thuần</i>	<i>18,5%</i>	<i>0,1pps</i>	<i>0,8pps</i>	
<i>Biên LNLT và lãi vay</i>	<i>13,0%</i>	<i>-1,0pps</i>	<i>-4,8pps</i>	
<i>Biên LN ròng</i>	<i>12,8%</i>	<i>-1,4pps</i>	<i>-4,4pps</i>	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 1 – TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1.1. Thông tin tổng quan doanh nghiệp

Công ty cổ phần Đường Quảng Ngãi (UPCoM: QNS) tiền thân là Công ty Đường Quảng Ngãi, được thành lập từ những năm 1970s thuộc Bộ Nông Nghiệp và Phát triển Nông thôn. Năm 2005 là cột mốc then chốt khi doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa, chuyển đổi mô hình từ DNNN sang CTCP dưới sự dẫn dắt của ông Võ Thành Đàng – Tổng Giám đốc hiện tại. QNS đã tiến một bước dài, từ một nhà máy luyện đường với hai sản phẩm chính là Đường RS (Đường tinh luyện tiêu chuẩn) và Cồn với chỉ 650 nhân sự, thành mô hình kinh doanh khép kín chuỗi giá trị hiện tại (đường mía từ khi thành lập – sữa đậu nành Vinasoy năm 2026 – bia năm 2010 – điện sinh khối năm 2017 – bánh kẹo năm 2018 – Ethanol dự kiến 2028) với ~4.000 nhân sự. CAGR doanh thu/LNST giai đoạn 2013-25 của QNS đạt lần lượt +6,2%/8,0% mỗi năm.

Hình 29: Cơ cấu cổ đông của QNS



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu cổ đông của QNS khá đặc biệt trên sàn UPCoM khi không có sự xuất hiện của cổ đông có quyền kiểm soát tuyệt đối. Nhóm cổ đông nắm sở hữu lớn nhất là Tổng Giám Đốc Võ Thành Đàng cùng ban lãnh đạo và những người liên quan (20,7%) – nhóm vốn nổi tiếng với phong cách đầu tư “chỉ mua – không bán” nhằm nhận cổ tức tiền mặt cao từ QNS (tỷ suất cổ tức đạt 7,0-8,0%/năm), hỗ trợ ổn định thanh khoản, neo giá cổ phiếu tích cực cho QNS một thời gian dài. Xếp thứ hai là Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát (15,1%), đây vốn là Công ty con của QNS (sở hữu 100%) nên việc sở hữu chéo này được xem là nghiệp vụ mua lại cổ phiếu của chính mình (55,5 triệu cổ phiếu quỹ tính đến cuối Q1-2026). Các NĐT còn lại đều ở dạng đầu tư tài chính, không ảnh hưởng đến quản trị kinh doanh của QNS, nổi bật là nhóm CTCP Thực phẩm Dinh dưỡng NutiFood (4,5%), Foremost Worldwide Limited (3,8%).

Lưu ý, QNS hiện vẫn còn “giới hạn sở hữu nước ngoài” lớn (40,6%) nhưng tỷ lệ này gần như không đổi trong 5 năm qua (2021-26) cho thấy cổ phiếu chưa nhiều sức hút với NĐT nước ngoài bởi việc giao dịch trên sàn UpCOM và HĐKD ngành đường chưa tạo tính ổn định. Đây được xem là nhóm NĐT tiềm năng cho QNS trong tương lai nếu cổ phiếu thực hiện chuyển sàn và chuyển đổi mô hình kinh doanh tạo lợi nhuận bền vững trong ngành đường hơn (đường mía – điện sinh khối – ethanol).

Về cơ cấu doanh nghiệp, QNS chỉ sở hữu 01 công ty con (Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát do QNS sở hữu 100,0%, thực hiện hoạt động phân phối đường & nắm giữ kỹ thuật “cổ phiếu quỹ” cho Công ty), trong khi các hoạt động sản xuất đều được giữ ở Công ty mẹ. Như đã đề cập, QNS gần như khép kín chuỗi giá trị ngành đường – tiêu dùng nhanh của mới với 09 nhà máy tự sản xuất (đường – điện sinh khối – sữa – bia, nước khoáng, bánh kẹo), thay vì thuê ngoài vận hành. QNS hiện cũng có kế hoạch mở rộng thêm nhà máy điện sinh khối/xây dựng nhà máy Ethanol nhằm hoàn thiện chuỗi giá trị đường mía giúp đầu ra doanh thu/lợi nhuận ổn định, tương tự các mô hình phát triển tại Thái Lan, Brazil, Ấn Độ (các quốc gia hàng đầu trong ngành này).

Bảng 12: Danh sách công ty con và công ty liên kết của QNS

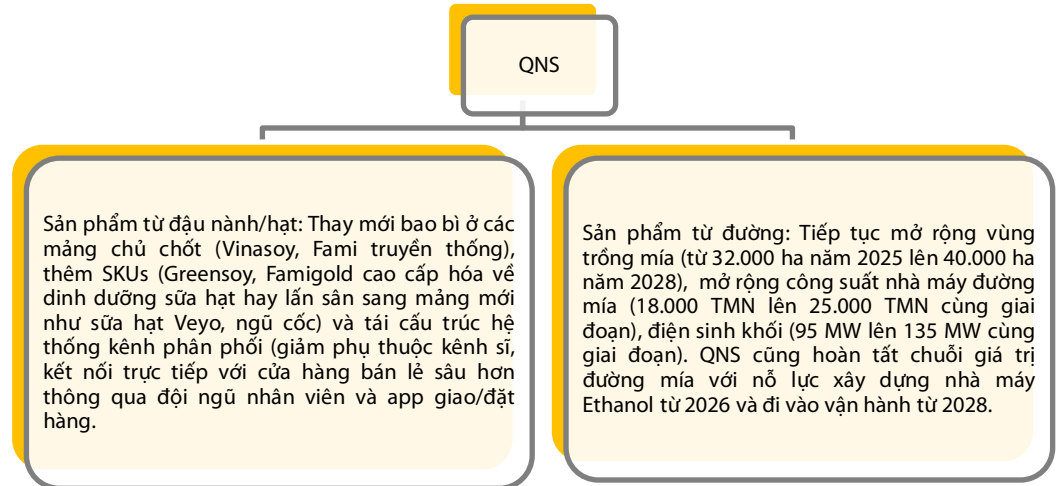
Nhóm sản xuất		
Mía đường – điện	Sữa đậu nành	Sản phẩm khác
Nhà máy đường An Khê	Nhà máy sữa đậu nành Việt Nam Vinasoy	Nhà máy Bia Dung Quất
Xí nghiệp cơ giới nông nghiệp An Khê	Nhà máy sữa đậu nành Vinasoy Bắc Ninh	Nhà máy nước khoáng Thạch Bích
Nhà máy điện sinh khối An Khê	Nhà máy sữa đậu nành Vinasoy Bình Dương	Nhà máy bánh kẹo Biscafun
Trung tâm NC & ƯD giống mía Gia Lai	Trung tâm nghiên cứu & ứng dụng đậu nành Vinasoy	Nhà máy Nha Quảng Ngãi
	Trung tâm nghiên cứu & phát triển đậu nành Vinasoy	
Nhóm phục vụ và kinh doanh		
Nhóm phục vụ	Công ty con (sở hữu 100%)	VPĐD và ĐĐKD
Nhà máy cơ khí	Cty TNHH MTV TM Thành Phát	Đường Quảng Ngãi tại TPHCM & Hà Nội
Trung tâm môi trường và nước sạch		03 cửa hàng bán và giới thiệu sản phẩm QNS

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Về cơ cấu doanh thu theo mảng ([quay lại trang 05](#)), việc được cổ vũ bởi các chính sách bảo hộ đường từ mía nội địa năm 2021 đến nay giúp QNS tự tin mở rộng nhà máy/vùng trồng liên quan đến các sản phẩm từ mía như đường/điện sinh khối/ethanol tiềm năng, qua đó, giúp mô hình kinh doanh chuyển dịch phụ thuộc nhiều hơn vào mảng liên quan tới mía, đi kèm giảm phụ thuộc vào mảng sữa (vốn có tỷ lệ thâm nhập ngành cao & thị phần Vinasoy ở mức lớn, trên 80,0%).

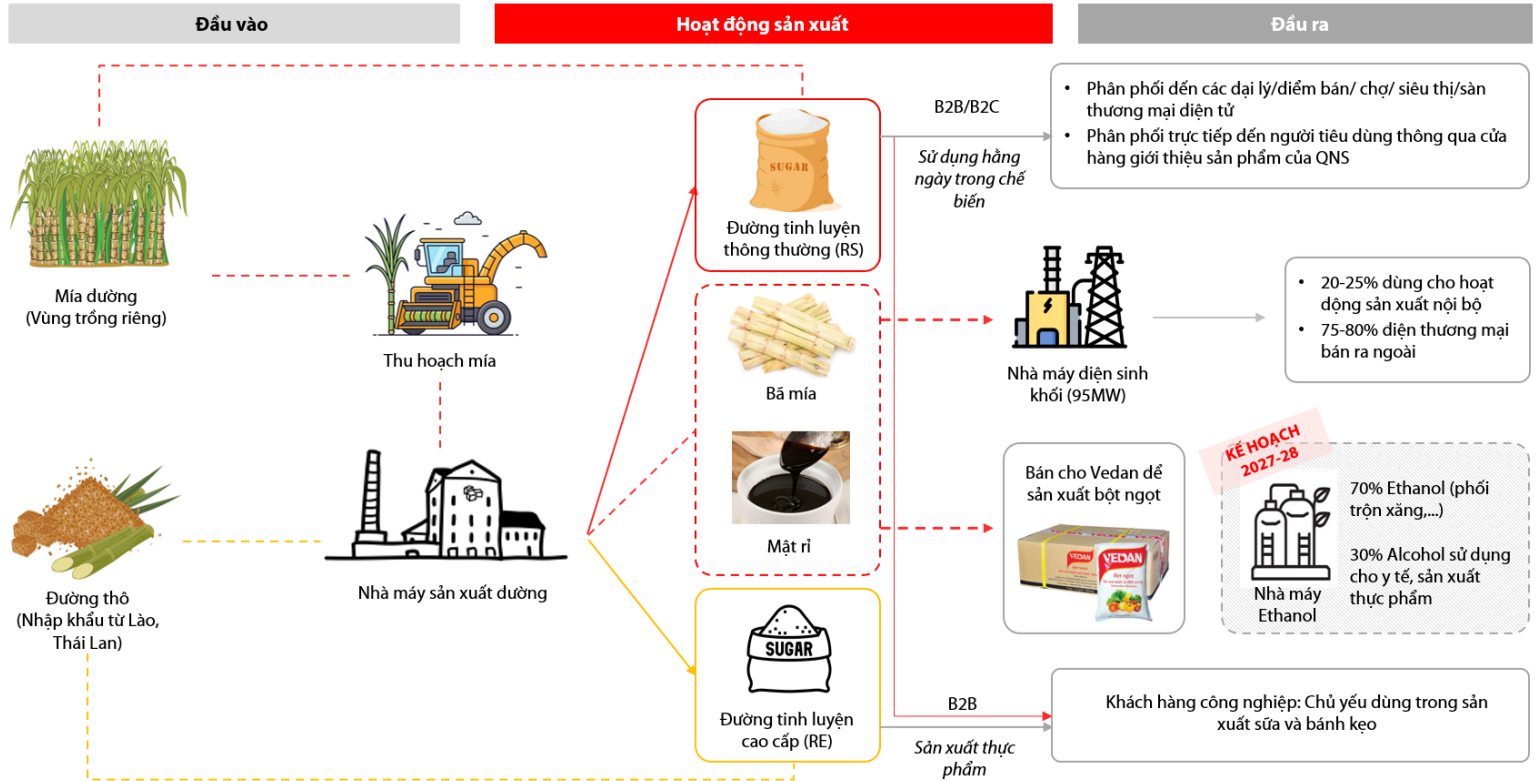
Kế hoạch phát triển của QNS trong những năm tới



PHỤ LỤC 2 – CHUỖI GIÁ TRỊ

CHUỖI GIÁ TRỊ CỦA QNS | MÀNG ĐƯỜNG – ĐIỆN SINH HỌC – ETHANOL (DỰ KIẾN 2027-28)

Hình 30: Chuỗi giá trị của QNS | Màng Đường – Điện sinh học – Ethanol (Dự kiến 2027-28)



Nguồn: CTCK Rông Việt

QNS sở hữu một hệ sinh thái tương đối khép kín từ đầu vào nguyên liệu mía đường để sản xuất đường phục vụ thị trường nội địa, đến tận dụng phần lớn các cấu phần còn lại của mía đường cho các mảng kinh doanh khác như sản xuất điện sinh khối hay hướng đến sản xuất Ethanol từ mật rỉ trong trung – dài hạn.

1. Đầu vào – Mía tươi là nguyên liệu chính có ảnh hưởng lớn nhất trong toàn bộ chuỗi

Mía tươi là nguyên liệu chính quyết định chi phí và lợi nhuận của toàn bộ chuỗi giá trị của QNS, chiếm 60-70% giá vốn hàng bán của đường thành phẩm. Nguyên liệu để sản xuất đường của QNS được phân thành 02 nhóm: (1) Mía nguyên liệu từ vùng trồng trong nước và (2) Đường thô nhập khẩu.

- **Mía tươi - Nguyên liệu trong nước:** Phần lớn nguyên liệu sử dụng để sản xuất đường đến từ trong nước, chủ yếu để sản xuất đường cát trắng tinh luyện thông thường (RS).
 - QNS liên kết với nông dân vùng An Khê-Gia Lai để trồng mía, tổng diện tích vùng trồng hiện là 32.000 ha, dự kiến sẽ mở rộng để đạt khoảng 40.000 - 42.000 ha tại niên vụ 2027-28.
 - Giá thu mua: QNS bao tiêu đầu ra với giá thu mua mía tối thiểu như có để cập. Mặt khác, theo chương trình bảo hiểm giá thu mua mía của nông dân có hiệu lực tới 2028, doanh nghiệp có thể chủ động đàm phán giá thu mua thấp hơn niên vụ trước tại mức không thấp hơn 1,0 triệu đồng/tấn nếu mặt bằng giá đường không thuận lợi.
 - Các yếu tố như độ đường, độ sạch và tuổi mía có ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ suất thu hồi đường, chữ đường cũng như hiệu suất vận hành của nhà máy.
- **Đường thô – Nguyên liệu nhập khẩu:** QNS chủ yếu nhập khẩu từ Lào và Thái Lan, dùng để bổ sung khi nguồn mía tươi không đủ hoặc để tinh luyện đường RE (Refined extra sugar – đường tinh luyện cao cấp có độ tinh khiết cao hơn, hàm lượng tạp chất cực kỳ ít).

Lợi thế của QNS (Bảng 13):

- QNS có vùng trồng nguyên liệu lớn với diện tích ~32.000 ha và tương đối tập trung (không phân tán ra thành nhiều vùng). Mặt khác, nhờ vị trí vùng trồng gần với nhà máy sản xuất nên QNS có lợi thế trong vấn đề kiểm soát đồng bộ chất lượng mía và tiết kiệm chi phí vận chuyển.
- Công suất nhà máy thiết kế lớn: NM đường An Khê của QNS có công suất thiết kế lớn nhất cả nước với 18.000 TMN. Trong khi các nhà máy khác chỉ có công suất bằng 1/2 hoặc 1/3.
- Chứa đường và hiệu suất ép mía: Giống mía của QNS có khả năng chịu hạn tốt và chứa đường trong mía cao nhất (11,5–13,0% tùy niên vụ và giống). Mặt khác, tỷ lệ chứa đường của NM đường An Khê cũng dẫn đầu 25 nhà máy đường trên cả nước, đạt khoảng 11,7%.

Bảng 13: So sánh về vùng trồng, nhà máy và chất lượng sản xuất năm 2025

DN niêm yết	UPCoM: QNS	HSX: LSS	HNX: SLS	HSX: SBT
Diện tích trồng (ha)	31.599	8.325	9.286	70.000
• Mức độ tập trung	Cao – Tập trung chính tại Gia Lai	Cao – Tập trung tại Thanh Hóa	Cao – Tập trung tại Sơn La	Thấp – trung bình – Phân tán nhiều tỉnh/ khu vực
• Địa điểm	Gia Lai, Quảng Ngãi	Thanh Hóa (Lam Sơn)	Sơn La (Mai Sơn, Yên Châu)	Tây Ninh, Biên Hòa, Gia Lai, Lào, Campuchia
Giống mía	Thái Lan (UTHONG11, LK92, K33)	Giống địa phương + Thái Lan	Giống địa phương + Thái Lan	Đa dạng (giống Thái Lan + lai)
• Chứa đường (CCS)	11,5 – 13,0	10,0 – 11,0 %	10,0 – 10,8%	8,8 - 10,0%
Số lượng nhà máy	01	01	01	09
• Công suất thiết kế	18.000 TMN (đang nâng lên 25.000 TMN)	7.500 TMN	5.200 TMN	39.600 TMN
• Hiệu suất ép	11,7%	10,0%	10,9%	8,9-9,9%

Nguồn: VSSA, CTCK Rông Việt | Chứa đường (CCS) là đo lường hàm lượng đường tiềm năng (theo lý thuyết) trong mía nguyên liệu

Thời tiết là yếu tố có ảnh hưởng trực tiếp đến năng suất và chất lượng mía đường: Hiện tượng La Nina thường tạo điều kiện thuận lợi hơn cho cây mía nhờ lượng mưa dồi dào và nền nhiệt mát, giúp cải thiện độ ẩm đất và thúc đẩy quá trình sinh trưởng, đặc biệt tại các vùng trồng mía ở miền Trung và Tây Nguyên vốn thường xuyên chịu điều kiện nắng nóng và khô hạn. Ngược lại, El Nino có thể gây thiếu nước và làm giảm năng suất mía, dù thời tiết khô ráo vào cuối vụ đôi khi hỗ trợ tích lũy đường tốt hơn. Đối với ngành đường, điều kiện lý tưởng thường là mưa thuận lợi trong giai đoạn đầu vụ để tăng sinh khối, sau đó thời tiết khô và nhiều nắng vào cuối vụ nhằm cải thiện chứa đường (CCS) và tỷ suất thu hồi đường. Vì vậy, QNS ưu tiên sử dụng các giống mía có khả năng chịu hạn tốt, năng suất và hàm lượng đường cao như UTHONG11, LK92-11 và KK3 nhằm giảm thiểu rủi ro thời tiết và tối ưu hiệu quả sản xuất.

(*) Vòng đời mía đường gồm 4 giai đoạn kéo dài từ 12 – 18 tháng: nảy mầm (germination), phân nhánh (tillering), tăng trưởng (grand growth) và trưởng thành (maturing & ripening). Trong 4 giai đoạn này, 3 giai đoạn đầu tiên đòi hỏi nhiều nước để cây tăng trưởng (750 – 1500 mm – tùy theo giai đoạn và địa điểm gieo trồng). Xét về pha thời tiết, ảnh hưởng của El Nino/La Nina lên sản lượng sản xuất đường là khác nhau giữa các quốc gia ở hai bán cầu. Cụ thể với trường hợp Brazil, El Nino gây khô hạn hơn ở phía bắc (tương tự các nước châu Á), nhưng lại ẩm ướt hơn ở phía Trung, Nam.

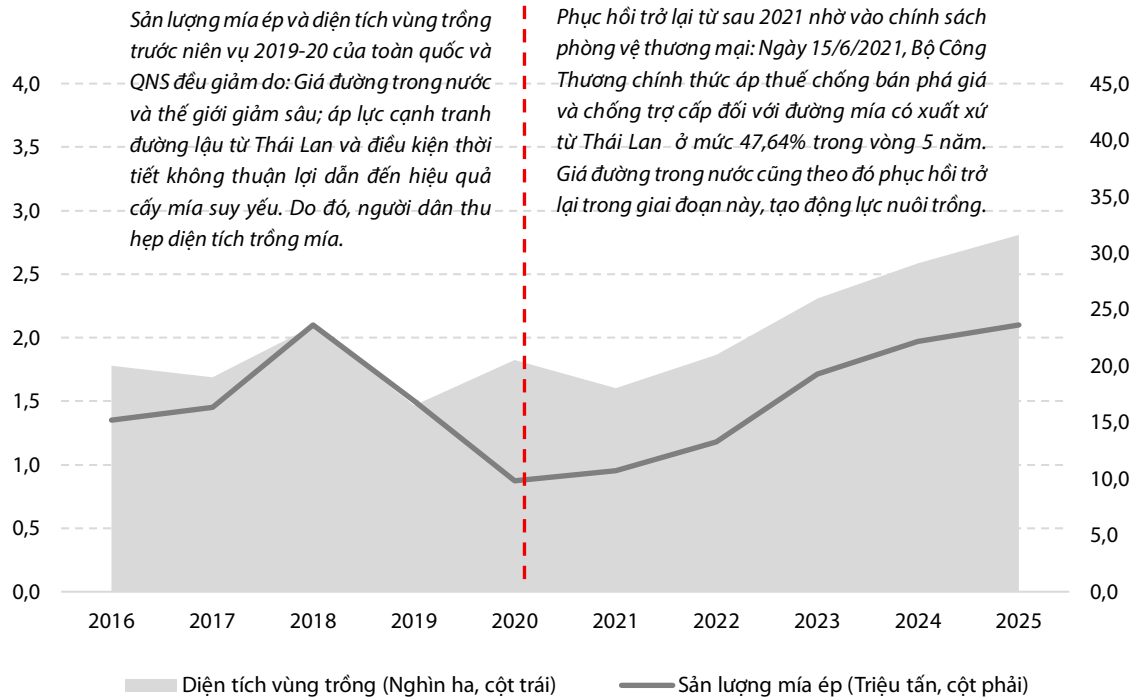
2. Quy trình sản xuất

Chuỗi giá trị của QNS là mô hình tích hợp dọc điển hình, tận dụng tối đa phụ phẩm để tạo ra các sản phẩm có giá trị gia tăng. Mía sau khi ép để sản xuất đường cát trắng, bã mía sẽ được tận dụng để sản xuất điện sinh khối tại nhà máy điện 95MW của QNS, phần còn lại là mật rỉ được bán toàn bộ cho Vedan với giá thấp. Mặt khác, để tạo một mô hình khép kín và tối đa hóa lợi nhuận từ mía, QNS đề ra dự án xây dựng nhà máy sản xuất Ethanol (dự kiến triển khai từ 2027-28) để sản xuất Ethanol từ mật rỉ.

Bước 1 – Thu hoạch và vận chuyển mía về nhà máy đường: Như đề cập trên, QNS có lợi thế hơn các doanh nghiệp khác khi nhà máy sản xuất và vùng trồng được đặt tập trung nên công tác vận chuyển sẽ

ít phức tạp hơn so với các doanh nghiệp có vùng trồng và nhà máy phân tán rải rác, điều này sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm được các loại chi phí đầu vào liên quan đến khía cạnh này. Diện tích vùng trồng nguyên liệu mía được liên tục phát triển, giúp sản lượng mía tăng theo. Với vùng nguyên liệu 31.599 ha (+9% so với niên vụ 2023-24), sản lượng mía được sử dụng trong niên vụ ép 2024-2025 đạt 2.081.893 tấn (+6% so với niên vụ 2023-24).

Hình 31: Quá trình nâng vùng trồng và gia tăng sản lượng mía của QNS, giai đoạn 2023 – 2025

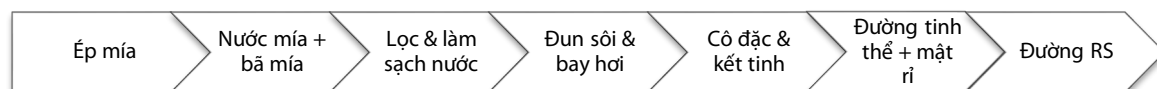


Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Bước 2 – Sản xuất đường

Về đặc điểm sản xuất, cây mía chỉ được thu hoạch theo vụ, trong khi hoạt động ép và sản xuất đường tập trung trong một khoảng thời gian ngắn trong năm. Điều này buộc doanh nghiệp phải thu mua lượng lớn nguyên liệu trong vụ ép, sản xuất và tích trữ hàng tồn kho để tiêu thụ dần trong các quý tiếp theo.

- **Đường tinh luyện thông thường (RS):** Đường RS được sản xuất trên dây chuyền thiết bị hiện đại công suất 18.000 TMN. Mía sau khi ép sẽ cho ra nước mía và bã mía, trong đó:



- Nước mía được mang đi làm sạch, đun sôi sau đó để cô đặc và kết tinh thành các tinh thể đường, phần còn lại không thể kết tinh thành tinh thể có màu đen sẫm được gọi là mật rỉ.
- Phụ phẩm: Bã mía là nguyên liệu đầu vào cho NMĐ sinh khối An Khê, công suất 95MW. Mật rỉ chủ yếu được bán lại cho Vedan với giá rẻ để sản xuất bột ngọt. Tuy nhiên, để tối đa hóa lợi nhuận từ mía, dự án xây dựng nhà máy Ethanol được kỳ vọng triển khai trong giai đoạn 2027-2028 để sản xuất Ethanol từ mật rỉ. Trong đó, 70% sản lượng Ethanol được sử dụng để phối trộn xăng sinh học (phù hợp với lộ trình chuyển từ xăng thông thường sang xăng sinh học của Chính Phủ) và 30% Alcohol được sử dụng trong y tế và thực phẩm.
- **Đường tinh luyện cao cấp (RE):** Dây chuyền sản xuất của QNS đạt công suất 1.000 tấn đường/ngày.

Đường thô hòa
tan tạo dung dịch

Làm sạch &
khử màu sơ

Khử màu
sâu trong
suốt

Cô đặc và
kết tinh

Ly tâm &
rửa tinh thể

Sấy khô &
làm nguội

Đường
RE

3. Đầu ra và kênh phân phối

Về giá bán - Đường là mặt hàng nông sản mang tính hàng hóa (commodity) nên giá bán sẽ chịu ảnh hưởng lớn từ cán cân cung – cầu toàn cầu, đặc biệt là sản lượng và chính sách xuất khẩu của các quốc gia sản xuất lớn như Brazil, Ấn Độ và Thái Lan. Khi nguồn cung toàn cầu suy giảm do thời tiết bất lợi hoặc các biện pháp hạn chế xuất khẩu, giá đường thường tăng mạnh, tạo điều kiện cho doanh nghiệp cải thiện doanh thu, biên lợi nhuận và giá trị hàng tồn kho. Ngược lại, trong các giai đoạn dư cung, giá đường giảm có thể gây áp lực lên doanh thu, biên lợi nhuận gộp và làm gia tăng rủi ro tồn kho giá cao. Vì vậy, kết quả kinh doanh không chỉ phản ánh năng lực vận hành và hiệu quả vùng nguyên liệu mà còn phụ thuộc đáng kể vào diễn biến chu kỳ của thị trường đường trong nước và thế giới.

Về sản phẩm - Thành phẩm của quá trình sản xuất là đường cát trắng RE và RS, thường được đóng gói dưới dạng bao bì nhỏ từ 0,5–1,0 kg nhằm thuận tiện cho việc bảo quản và sử dụng của người tiêu dùng. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng cung cấp các quy cách bao bì lớn với khối lượng từ 20–50 kg để phục vụ khách hàng công nghiệp và các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm.

Bảng 14: Phân biệt hai loại đường RS và RE

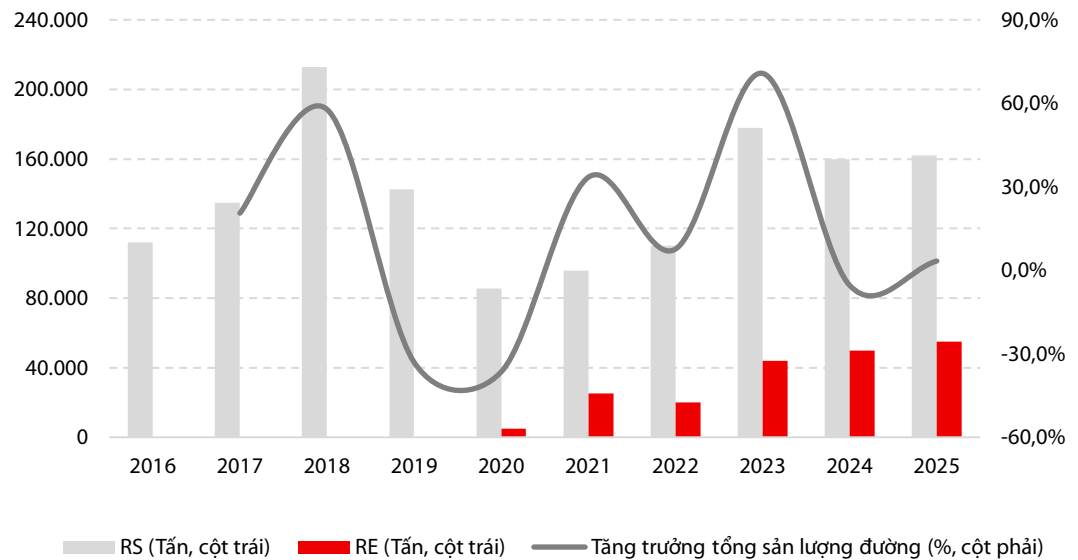
Chỉ tiêu	Đường RS	Đường RE
Nguyên liệu đầu vào	Mía tươi	Đường thô (có màu vàng sẫm)
Quy trình sản xuất	Đơn giản hơn	Phức tạp hơn, nhiều bước tinh luyện
Thời gian trung bình cho mỗi lô sản xuất	12-24 giờ	24-36 giờ
Độ tinh khiết	~99,7% Pol	≥ 99,8–99,9% Pol
Tạp chất và mùi	Thấp	Rất thấp, gần như không có
Màu sắc tinh thể	Trắng sáng, hơi ngà hoặc óng ánh	Trắng tinh, gần như tinh khiết
Ứng dụng chính	Nấu ăn hàng ngày; sản xuất thực phẩm thông thường, giá rẻ	Sản xuất thực phẩm và đồ uống cao cấp, dược phẩm.
Giá thành	Rẻ hơn: 13.000-18.000 đồng/kg, tùy vào chu kỳ mùa vụ và cung cầu	Đắt hơn: 14.000-20.000 đồng/kg, tùy vào chu kỳ mùa vụ và cung cầu

Nguồn: CTCK Rong Việt | %Pol là đơn vị đo lường hàm lượng đường Sacarozo (đường nguyên chất) có trong dung dịch hoặc nguyên liệu (mía, đường thô)

Về kênh phân phối: Chủ yếu cung ứng cho thị trường trong nước

- Kênh B2B:** Phân phối trực tiếp đến các doanh nghiệp chuyên sản xuất thực phẩm và đồ uống. Một số khách hàng của QNS là doanh nghiệp sản xuất lớn, điều này giúp đảm bảo được sản lượng bán ra sẽ tương đối ổn định. Một phần khác trong kênh phân phối này là cung cấp trực tiếp đến các nhà máy sản xuất thực phẩm & đồ uống của QNS.
- Kênh B2C:** Phân phối và bán tại các cửa hàng và điểm bán nhỏ lẻ bao gồm 03 cửa hàng giới thiệu sản phẩm của QNS, hơn 7.800 địa điểm phân phối và hơn 170.000 điểm bán trên toàn quốc. Một số khác được phân phối thông qua các kênh thương mại điện tử. Sản lượng tiêu thụ qua kênh B2C chiếm khoảng 10.000–12.000 tấn/năm (tương đương dưới 5% tổng sản lượng). Kênh này chủ yếu để xây dựng thương hiệu và chưa đóng góp đáng kể như kênh B2B nhưng kỳ vọng sản lượng sẽ tiếp tục tăng lên.

Hình 32: Sản lượng đường RE và RS của QNS



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Chiến lược và vị thế phụ thuộc lớn vào điều hành Chính Phủ: Như đã trình bày, QNS tập trung vào mảng phân phối B2B với các khách hàng doanh nghiệp quy mô lớn, vốn ưu tiên sử dụng đường có nhãn mác và chất lượng cao cho sản xuất thực phẩm/đồ uống của họ như Masan, Vinamilk. Tuy nhiên, với các khách hàng doanh nghiệp vừa & nhỏ (quán ăn, nhà hàng, tạp hóa) hay kênh B2C (người tiêu dùng cuối), đường vẫn là thứ yếu trong việc chế biến thực phẩm/đồ uống do bài toán tối ưu chi phí (ưu tiên đường giá rẻ) và ranh giới phân biệt đường nhãn mác và đường lậu không rõ nét trong mùi vị của sản phẩm cuối, ảnh hưởng lớn tới các doanh nghiệp có quy trình sản xuất đường chất lượng cao như QNS, SBT. Một điều trở trêu trong ngành đường rằng: “Việt Nam vẫn là nước nhập khẩu đường chủ đạo, ví dụ ở năm 2024, tiêu thụ dự kiến đạt 2,4-2,5 triệu tấn sản phẩm đường, nhưng sản xuất chỉ đạt 1,1-1,2 triệu tấn đường” nhưng các doanh nghiệp đường nội địa vẫn luôn gặp khó để ra sản lượng ở mức giá tốt. Lý do ẩn sâu chính là sự du nhập của đường mía lậu và đường lỏng siro ngô từ các nước lân cận đi kèm nhận thức tiêu thụ đường chưa cao trong dân (đã trình bày). Vì thế, QNS chỉ thực sự bùng nổ HĐKD đường từ năm 2021 khi xuất hiện chính sách phòng vệ thương mại (Hình 32) với CAGR 2021-24 của sản lượng đường đạt 23,4%/năm, nhưng chững lại ở năm 2024-25 với 3,3%/năm khi các biện pháp ngăn chặn đường lậu & đường HFCS bị suy yếu. Có thể nói, mảng đường của Việt Nam nói chung và QNS nói riêng gần như phụ thuộc hoàn toàn vào các biện pháp bảo hộ của Chính Phủ, các chiến lược riêng trong việc tìm “lợi thế cạnh tranh” như kênh phân phối - đặc tính sản phẩm - mở rộng vùng trồng - hiệu suất mía, không tạo nhiều tác động cho triển vọng kinh doanh của các nhà máy đường khi nhận thức người tiêu dùng Việt Nam với đường nội địa & nhập chính ngạch vốn dĩ luôn bị xem nhẹ bao năm qua.

Chúng tôi đề cập thêm về điện sinh khối & Ethanol, là hai ví dụ khác cho thấy tiềm năng mảng mía đường của các nhà máy đường như QNS phụ thuộc lớn vào các chính sách hỗ trợ từ Chính Phủ.

- **Điện sinh khối,** QNS bắt đầu có thêm nguồn lợi nhuận từ điện sinh khối bã mía từ năm 2017 khi được hòa lưới điện quốc gia từ cuối năm 2017 – đầu năm 2018, qua đó giúp quy mô lợi nhuận trước thuế mở rộng nhanh từ lỗ trước 2017 đến lãi 194 tỷ đồng năm 2025 (bằng 1/3 mảng đường). Mới đây, Quy hoạch Điện 8 (điều chỉnh) tiếp tục ưu tiên phát triển điện sinh khối từ phụ phẩm nông nghiệp (như bã mía), tạo thêm điều kiện cho QNS mở rộng nhà máy điện sinh khối từ 95 MW lên 135 MW từ năm 2027. Mặc dù vậy, cơ chế giá điện sinh khối từ mía hiện cũng chưa thuận lợi cho việc mở rộng quy mô của các doanh nghiệp đường mía như QNS. Giá điện sinh khối từ bã mía hiện chỉ đạt 7,03 UScent/kWh, chỉ bằng khoảng một nửa so với Thái Lan và khoảng 54% so với Philippines. Thêm nữa, việc phân loại điện sinh khối thành hai nhóm gồm điện sinh

khối đồng phát nhiệt - điện từ bã mía (7,03 UScent/kWh) và các dự án điện sinh khối khác (8,47 US cent/kWh). Theo VSSA, sự chênh lệch này làm giảm hiệu quả đầu tư, hạn chế khả năng mở rộng công suất và khiến các doanh nghiệp khó nâng cao hiệu quả sản xuất. Hiệp hội cho biết, từ năm 2020 đến nay gần như không có thêm dự án điện sinh khối mới được triển khai. Đây là dấu hiệu cho thấy các chính sách hiện hành chưa đủ sức hấp dẫn để thu hút đầu tư vào lĩnh vực này. Trước thực trạng trên, VSSA đã có văn bản gửi Thủ tướng Chính phủ kiến nghị tháo gỡ các bất cập về cơ chế giá và chính sách vận hành, nếu kịch bản này xảy ra, QNS dự kiến mở rộng đáng kể biên lợi nhuận mảng điện nhiều năm sau. (Hiện chúng tôi chưa phản ánh điều này vào dự phóng của chúng tôi).

- **Ethanol**, QNS đã ấp ủ dự án nhà máy Ethanol với vốn đầu tư 1.750 tỷ đồng (70% vốn vay từ CTG, 30% vốn tự có) từ nhiều năm trước và hiện đang gấp rút tiếp nhận hồ sơ mời thầu quốc tế để lựa chọn đối tác triển khai dự án. QNS nhận định kịch bản cơ sở của dự án là sẽ chạy thử vào năm 2027 và chính thức vận hành vào năm 2028, theo lộ trình giảm phát thải của Nhà nước đến ngày 1/1/2028. Việc đẩy nhanh dự án Ethanol của QNS thời điểm này nhờ vào lộ trình triển khai xăng sinh học E10 trên toàn quốc từ ngày 01/06/2026 kỳ vọng giúp ngành nông nghiệp Việt Nam, đặc biệt là nông dân trồng sắn và mía, đảm bảo đầu ra cùng thu nhập ổn định. Theo Bộ Công Thương, nhu cầu tiêu thụ xăng bình quân của Việt Nam khoảng 1 triệu m³/tháng. Nếu triển khai theo cơ cấu khoảng 15% E5 và 85% E10, nhu cầu ethanol nhiên liệu cần khoảng 92.000 đến 100.000 m³/tháng. Sản lượng thực tế trong nước chỉ đạt khoảng 25.000 m³/tháng, tức phải nhập khẩu. (Hiện chúng tôi chưa phản ánh mảng này vào dự phóng).

Chúng tôi cũng nhìn thấy việc chi các chi phí chiết khấu, hỗ trợ bán hàng ở mảng này khá tỷ lệ nghịch với việc đẩy mạnh các chính sách hỗ trợ từ Chính Phủ: QNS đã trải qua 3 năm êm đềm sau việc Bộ Công Thương chính thức áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với đường mía có xuất xứ từ Thái Lan ở mức 47,64% trong vòng 5 năm kể từ 15/06/2021, qua đó giúp Công ty không phải chi nhiều chi phí hỗ trợ bán hàng, giúp biên LNTT mở rộng nhanh chóng trên 28,0% giai đoạn 2022-24. Tuy nhiên, khi ngành đường gặp khó trước sự du nhập của đường lỏng siro ngô đi kèm các hình thức buôn lậu đường mía từ Thái Lan tinh vi hơn (thâm nhập Lào, Campuchia rồi mới cập bến Việt Nam thông qua các điểm tập kết biên giới như Lao Bảo, An Giang, Đồng Tháp), QNS buộc đẩy mạnh hoạt động hỗ trợ bán hàng từ năm 2025 cho đến nay, kết hợp với sự suy giảm giá đường đã trình bày, bóp nghẹt biên LNTT của mảng này xuống dưới 20%.

Chuỗi giá trị của QNS | Mảng Sữa

Hình 33: Chuỗi giá trị của QNS | Mảng sữa



Nguồn: CTCK Rồng Việt

1. Đầu vào – Đậu nành là nguyên liệu chính trong hoạt động sản xuất sữa hạt của QNS

Bảng 15: Bảng tóm tắt mô tả các nguyên liệu đầu vào mảng sữa của QNS

Nguyên liệu	Nhà cung cấp	Ghi chú	Tỷ trọng giá vốn (*)
Đậu nành	30% nội địa 70% nhập khẩu từ Canada	Toàn bộ đều là loại không biến đổi gen	35-50%
Mắcca, óc chó, hạnh nhân, dẻ cười	Nhập khẩu chủ yếu từ khu vực châu Âu & châu Mỹ	n/a	
Đường tinh luyện RE	Tự chủ đường RE/RS nhờ sở hữu nhà máy sản xuất đường	100% nội địa	20-25%
Phụ gia, phụ phẩm, vitamin	Hóa chất Á Châu,...	Nội địa và nhập khẩu theo tỷ lệ khác nhau tùy loại	
Bao bì các loại (giấy carton,...)	Tetra Pak, Bao bì Kinh Bắc, Khatoco,...	Nội địa và nhập khẩu theo tỷ lệ khác nhau tùy loại	15-20%
Khác (nhân công, khấu hao)	n/a	n/a	10-15%

Nguồn: CTCK Rồng Việt | (*) Tỷ trọng nguyên liệu là ước tính của chúng tôi tham khảo các công ty cùng tập sản phẩm với QNS, không phải nguồn QNS.

Đậu nành nguyên liệu của QNS toàn bộ đều là loại không biến đổi gen, thường chiếm 35-45% giá thành sản xuất ra sữa hạt thành phẩm. Doanh nghiệp tự chủ được 30-40% nhu cầu nguyên liệu cho sản xuất nhờ đầu tư vào vùng trồng nguyên liệu tại 03 khu vực (ĐB Sông Hồng, Tây Nguyên và ĐB Sông Cửu Long), với tổng diện tích lên đến 9.000 ha. Song song với đó, công ty còn phát triển trung tâm nghiên cứu và sản xuất giống quảng ngãi để nghiên cứu, cập nhật, phát triển và lai tạo ra các giống cây trồng phù hợp, nâng cao chất lượng hạt đậu. Tương tự mảng mía đường, điều này giúp QNS kiểm soát được phần nào chất lượng và giảm biến động chi phí so với việc phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn đậu nành nhập khẩu.

Các nhóm hạt nguyên liệu khác cho dòng sữa cao cấp như mắcca, óc chó, hạnh nhân và dẻ cười được nhập khẩu chủ yếu từ khu vực châu Âu & châu Mỹ.

Phụ gia như đường, chất tạo ngọt, vitamin và khoáng chất thường chiếm khoảng 20–25% cơ cấu chi phí sản xuất sữa hạt. Lợi thế nổi bật của QNS là khả năng tự chủ nguồn cung đường nhờ sở hữu hệ thống nhà

máy sản xuất đường, giúp doanh nghiệp tối ưu chi phí đầu vào và giảm đáng kể rủi ro biến động giá nguyên liệu. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp mảng sữa của QNS thường ở mức khá cao so với mặt bằng chung các nhà sản xuất sữa. Tuy nhiên, việc so sánh biên lợi nhuận giữa các doanh nghiệp chỉ mang tính chất tương đối, còn phụ thuộc lớn vào loại sản phẩm tập trung (sữa động vật hay sữa hạt) và định vị phân khúc thị trường. Ví dụ, Vinamilk tập trung chủ yếu vào sữa động vật, trong khi QNS hướng đến phân khúc bình dân còn Vitasoy lại định vị cao cấp hơn, dẫn đến sự khác biệt đáng kể về giá bán và cấu trúc chi phí.

Bảng 16: Biên lợi nhuận gộp của các hãng sản xuất sữa hạt

Biên lợi nhuận gộp (%)	2021	2022	2023	2024	2025	Doanh thu 2025 (Tr. USD)	LNST 2025 (Tr. USD)
QNS (VN)	40,2	40,7	41,0	37,6	44,4	407 (-0,5%)	74 (-22,3%)
Vinamilk (VN)*	43,1	39,9	40,7	41,4	41,2	2.420 (-0,4%)	357 (-3%)
Oatly (Mỹ)	24,1	11,1	19,4	28,7	32,1	862 (+4,7%)	-153 (-24,4%)
Vitasoy (Hong Kong)	52,6	47,2	47,5	50,0	51,3	805 (+1,3%)	30 (+102,5%)

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt | (*) VNM không bóc tách biên lợi nhuận từng mảng sữa, lấy biên lãi gộp toàn công ty mang tính chất tham khảo.

Về xu hướng giá đậu nành đầu vào, bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố chính, trong đó cung - cầu toàn cầu là cốt lõi.

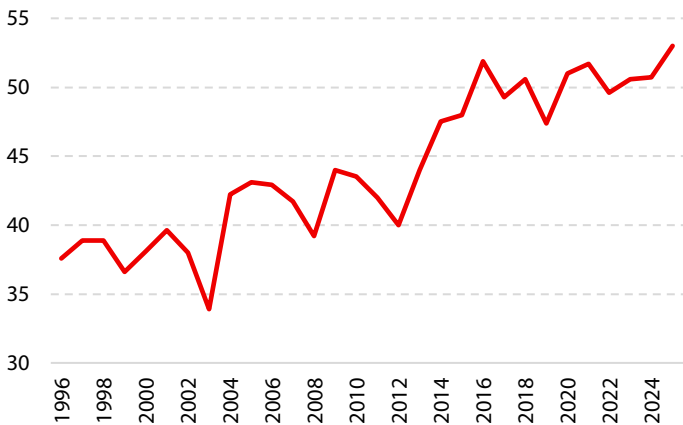
- Về cung, điểm cần quan sát nằm ở thời tiết và diện tích gieo trồng tại các trung tâm sản xuất lớn như Mỹ, Brazil, Argentina, Canada (chiếm 70-80% sản lượng xuất khẩu đậu nành thế giới, theo USDA) quyết định năng suất (hạn hán, El Niño/La Niña có thể làm giảm sản lượng mạnh). El Niño thường gây hạn hán nghiêm trọng ở Brazil và Nam Mỹ, ngược lại, La Niña hay gây hạn hán tại Midwest (Mỹ) - khu vực sản xuất lớn nhất - dù Brazil đôi khi được lợi nhờ mưa nhiều hơn. Cả hai hiện tượng đều tạo rủi ro thời tiết bất lợi cho ít nhất một nước xuất khẩu chính, khiến thị trường lo ngại thiếu hụt nguồn cung và đẩy giá đậu nành biến động mạnh.
- Về cầu, Trung Quốc là yếu tố then chốt vì nhập khẩu khổng lồ để làm thức ăn chăn nuôi và dầu ăn. Tuy nhiên, nhu cầu này, liên hệ đến sức tiêu dùng thực phẩm trong dân tại Trung Quốc dần bão hòa theo thời gian. Do đó, giá đậu nành đầu vào toàn cầu thường phụ thuộc nhiều vào nguồn cung hơn.
- Ngoài ra, giá USD (USD mạnh làm đậu nành đắt hơn), nhu cầu biodiesel/dầu đậu nành, chính sách thương mại (thuế quan Mỹ-Trung), chi phí vận chuyển và hoạt động đầu cơ trên sàn CBOT cũng gây biến động lớn. Giá thường nhạy cảm nhất với báo cáo vụ mùa của USDA và tình hình kinh tế Trung Quốc.

Giá đậu nành đã giảm khá mạnh trong giai đoạn 2021-26 (từ đỉnh USD 1700-1800/bushel năm 2022 xuống quanh USD 1100-1130 hiện tại) do thừa cung khi Brazil và Mỹ liên tục đạt sản lượng kỷ lục nhờ diện tích trồng mở rộng và công nghệ cải tiến, qua đó tăng mạnh xuất khẩu, trong khi nhu cầu tăng chậm hơn cung, dù Trung Quốc vẫn gia tăng nhập nhiều, nhưng tốc độ tăng nhu cầu chăn nuôi và biodiesel không đủ bù đắp nguồn cung khổng lồ từ phía bán cầu còn lại. Ngoài ra, thị trường cũng không còn trải qua đợt hạn hán lớn kéo dài nào tương tự 2022 để hỗ trợ neo giá đậu nành ở nền cao thêm.

(*) Tình trạng hạn hán bất thường diễn ra từ đầu năm 2022 đến nay tại nhiều khu vực của nước Mỹ đang có dấu hiệu ngày càng nghiêm trọng, kéo theo những thách thức to lớn, đặc biệt đối với lĩnh vực nông nghiệp. Theo Cơ quan Giám sát hạn hán Mỹ, gần 40% lãnh thổ và 30,25% dân số nước này đã rơi vào tình trạng thiếu nước. Chính phủ và nông dân Mỹ đang phải nỗ lực "giải cứu" những mảnh đất khô hạn.

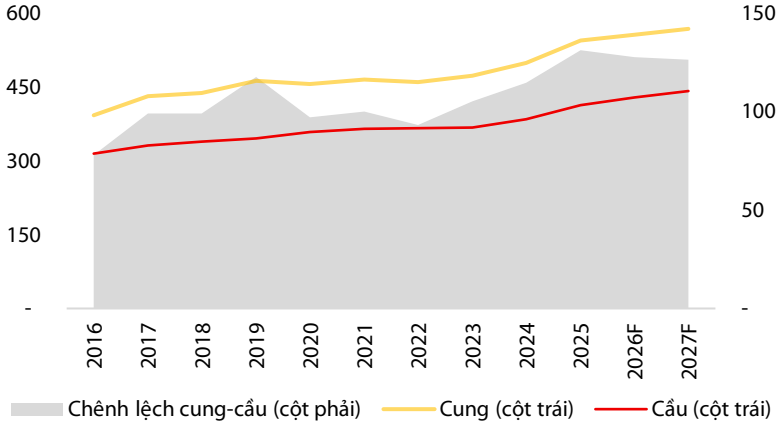
Về triển vọng thời gian tới, giá đậu nành có xu hướng tăng ~10,0% từ đầu năm đến nay nhưng chủ yếu đến từ sự mạnh lên của đồng USD và các ảnh hưởng từ tăng giá cước vận chuyển/giá dầu ở ngắn hạn. Trong khi các vấn đề về chênh lệch cung - cầu dự kiến vẫn tiếp diễn trong dài hạn tương tự 3 năm gần đây dựa trên dự đoán của USDA, nên chúng tôi duy trì quan điểm chi phí đậu nành của riêng QNS không biến động nhiều cho giai đoạn 2026-30, duy trì mức 8.400 đồng VND/lít sữa)

Hình 34: Hiệu suất khai thác đậu nành tại Mỹ (bushel/mẫu)



Nguồn: USDA, CTCK Rông Việt

Hình 35: Chênh lệch cung – cầu đậu nành (USD mn)



Nguồn: Macromicro, USDA, CTCK Rông Việt

2. Hoạt động sản xuất

QNS sở hữu 03 nhà máy sữa (NMS) Vinasoy với tổng công suất 390 triệu lít/năm và đứng thứ 5 thế giới về sữa đậu nành. Các nhà máy sản xuất bao gồm: NMS Bắc Ninh (180 triệu lít/năm), NMS Quảng Ngãi (125 triệu lít/năm), NMS Bình Dương (90 triệu lít/năm). Các sản phẩm sữa của QNS đều là các sản phẩm thuần chay hoặc phần lớn nguyên liệu chiết xuất từ thực vật. Quy trình sản xuất sữa được mô tả cơ bản như hình trên (Hình 33).

Điểm đặc biệt trong quy trình sản xuất của QNS: (1) Sử dụng công nghệ nghiền nguyên hạt châu Âu để giữ tối đa dưỡng chất tự nhiên; (2) Mô hình tích hợp dọc trong chuỗi giá trị với đường được sản xuất từ chính nhà máy QNS giúp kiểm soát chất lượng thành phẩm tốt hơn.

Bảng 17: So sánh công suất sản xuất sữa giữa các hãng nội địa & nước ngoài tại Việt Nam

Doanh nghiệp	Số nhà máy	Vị trí nhà máy	Tổng công suất	Loại sữa
QNS (Vinasoy)	03	Bắc Ninh, Quảng Ngãi, Bình Dương	390 triệu lít/năm	Tập trung sữa hạt
Vinamilk	14	Khắp 3 miền + nước ngoài, nhà máy chủ lực ở Bình Dương	~1,4 tỷ lít/năm	Sữa nước, bột từ bò lớn nhất VN: Gồm sữa tươi, sữa pha từ bột, sữa bột và sữa hạt
TH True	n/a	01 ở nghệ An (chính) và các tỉnh khác, 01 Kalgula (Nga)	~500.000 tấn/năm (~1 triệu lít/ngày)	Sữa tươi sạch từ bò, sữa hạt
Nutifood	08	6 nhà máy CNC tại Việt Nam và 2 nhà máy tại Thụy Điển, Mỹ	~200 – 500 triệu lít/năm tùy vào mỗi nhà máy	Sữa tươi, sữa bột từ bò và sữa hạt
Dutch Lady (FrieslandCampina)	02	Bình Dương và Hà Nam	~400.000 tấn/năm	Sữa tươi, sữa bột từ bò và sữa hạt

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

3. Đầu ra và kênh phân phối

Kênh phân phối và thị trường: Sản phẩm của QNS có mặt tại hàng trăm ngàn điểm bán trên tại các mô hình truyền thống như chợ, tạp hóa hay mô hình bán lẻ kênh hiện đại như siêu thị, cửa hàng tiện lợi và các sàn thương mại điện tử, chủ yếu thông qua 9 đại lý phân phối và 7.860 cửa hàng phân phối trên toàn quốc. Ngoài thị trường Việt Nam, doanh nghiệp cũng xuất khẩu sản phẩm qua 8 quốc gia khác (Nhật Bản, Hàn Quốc, Mỹ, Đài Loan). Doanh thu mảng sữa xuất khẩu tăng trưởng tăng trưởng rất tích cực, đạt lần lượt 79%/126% trong năm 2024/2025.

02 nhóm sản phẩm chính:

- **Sữa đậu nành Fami:** Trong tâm trí người tiêu dùng, sữa đậu nành gần như gắn liền với thương hiệu Fami, trong khi việc liên tục phát triển thêm các dòng sản phẩm đậu nành với hương vị đa dạng cũng góp phần giúp doanh nghiệp hiện nắm giữ hơn 90% thị phần sữa hạt nội địa.
- **Sữa hạt Veyo:** Bên cạnh dòng sản phẩm chủ lực Fami, QNS cũng mở rộng danh mục với sữa hạt Veyo từ năm 2024 (dòng sữa hạt cao cấp được sản xuất từ 5 loại hạt), cùng sản phẩm sữa chua uống thực vật. Các sản phẩm này giúp doanh nghiệp tiếp cận đa dạng phân khúc khách hàng hơn, đặc biệt trong bối cảnh xu hướng cao cấp hóa và tiêu dùng lành mạnh ngày càng gia tăng, đồng thời mở rộng lựa chọn hương vị ngoài dòng sữa đậu nành truyền thống.

Bảng 18: Dòng sản phẩm chính

Dòng sản phẩm	Loại sản phẩm	Đóng gói	Đặc điểm sản phẩm
Đậu nành (Fami, Vinasoy)	Fami nguyên chất/ ít đường/ sữa dừa/ đường đen	Hộp/ bịch 200ml Hộp 1L (nguyên chất)	100% đậu nành, 09 loại axit amin thiết yếu cơ thể không thể tự tổng hợp
	Fami canxi vị truyền thống/ sô cô la/ cà phê,...	Hộp 200ml, 110ml Hộp 1L (truyền thống)	100% đậm thực vật, canxi có nguồn gốc tảo biển và vitamin D3 cho xương khỏe
	Fami canxi plus		
	Fami GO vị đậu xanh gạo đỏ/ đậu đỏ nếp cẩm	Hộp 200ml	Kết hợp đậu nành và đậu xanh/ đậu đỏ nếp cẩm, bổ sung 04 nhóm đạm – bột – béo – vitamin
	Fami Green rất ít đường	Hộp 1L, hộp 180ml	Dòng đậu nành cao cấp, rất ít đường hoặc không bổ sung đường; Chứa Omega 3-6-9 và chất xơ tốt cho phụ nữ và người cao tuổi
	Fami GreenSoy ít đường/ không đường	Hộp 1L, hộp 180ml	
Các loại hạt (Veyo)	Sữa hạt 5 loại cao cấp NUTS	Hộp 180ml Hộp 1L	97% sữa hạt kết hợp 05 loại hạt óc chó, hạnh nhân, mắcca, yến mạch, dẻ cười và vitamin
	Sữa hạt yến mạch OAT	Hộp 180ml Hộp 1L	97% nước & yến mạch, các loại vitamin và khoáng chất
	Sữa hạt Smarty	Hộp 180ml	90% nước, yến mạch và óc chó, đậm đậu Hà Lan, DHA từ tảo biển, phù hợp cho trẻ
	Sữa hạt lên men tự nhiên vị nguyên bản/ cam yuzu/ đào tiên Nhật/ dâu Nhật	Hộp 180ml	50% lên men từ các loại hạt, sử dụng men thuần chay và các khoáng chất

Nguồn: QNS, CTCK Rông Việt

Chiến lược kinh doanh: Vinasoy được xem là kẻ tiên phong khai phá thị trường sữa đậu nành tại Việt Nam trong lúc các ông lớn như Vinamilk/DutchLady lại tập trung nguồn lực vào sữa bò. Công ty thực hiện những chiến lược kinh doanh “bộ đôi dấu ấn lịch sử” nhận diện hộp 200ml hình vuông (khác biệt so với các nhận diện hộp 180ml hình chữ nhật của các hãng sữa bò) – mùi đặc trưng, đậm vị đậu nành (gắn chặt tiềm thức người tiêu dùng từ nhỏ, lợi thế tiên phong đặt hình ảnh sữa đậu nành chính là Fami/Vinasoy tại Việt Nam). Qua đó giúp mảng sữa đậu nành của QNS vừa mở rộng nhờ cả miếng bánh ngành và thị

phần QNS. Có thể tại thời điểm này QNS không còn nhiều dư địa nở rộng thị phần thêm nhưng cũng không tồn tại rủi ro giảm thị phần nhờ vào chiến lược “bộ đôi lịch sử” chúng tôi đề cập trên.

Mặc dù vậy, QNS dự kiến tăng tỷ lệ chi phí quảng cáo, trưng bày, chiết khấu điểm bán cho mảng sữa thời gian tới bởi (1) xu thế tất yếu tăng cạnh tranh trước các đối thủ thâm nhập mới trong ngành như Oatmilk, Vinamilk, THTrue milk, (2) tăng cơ hội lên kệ trưng bày cho các sản phẩm mới phát triển như sữa hạt Veyo, FamiGold, Greensoy hay ngũ cốc. Kết hợp với xu hướng tăng chi phí hỗ trợ bán hàng ngành đường ([quay lại trang 11](#)), trong Q1/26, QNS phải tăng mạnh tổng chi phí hỗ trợ bán hàng (gồm khuyến mãi, dùng thử, trưng bày, hoa hồng đại lý) đạt 239 tỷ đồng (+126,3% svck), tương đương tỷ trọng trên doanh thu 8,6% (+3,7pps svck).

Bảng 19: Mô tả chi phí bán hàng của QNS theo thời gian, dự phóng cho giai đoạn 2026-2030F

Chi phí bán hàng	2024	2025	2026E	2027F	2028F	2029F	2030F
Tỷ trọng chi phí BH trên doanh thu thuần (%)							
Lương & phụ cấp NV	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Vận chuyển, bốc xếp	2,4%	2,6%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%
QC, truyền thông	1,6%	1,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
KM, dùng thử, chào hàng	0,2%	4,2%	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%
Triển lãm, trưng bày	0,4%	0,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Hoa hồng đại lý, hỗ trợ BH	0,4%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%
Dịch vụ mua ngoài	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Khác	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Tổng chi phí BH (%)	8,4%	12,9%	14,5%	14,5%	14,7%	14,8%	15,0%
Tổng chi phí BH (Tỷ đồng)	863	1.359	1.707	1.804	1.937	2.035	2.129

Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 3 – TỔNG QUAN VỀ NGÀNH ĐƯỜNG

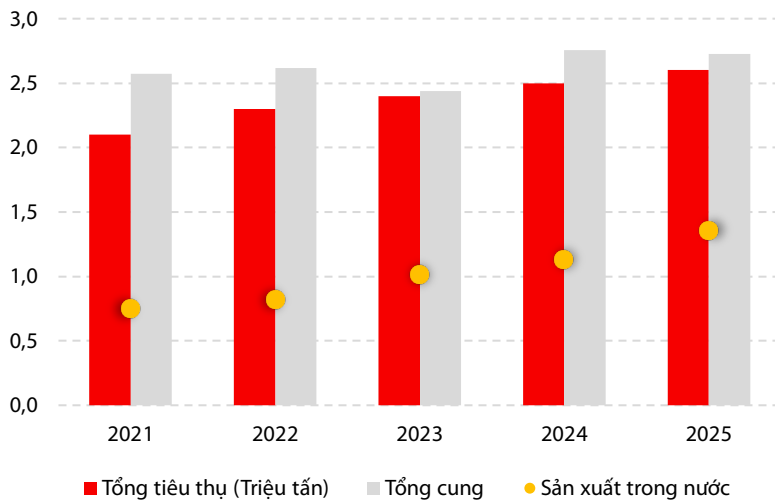
Ngành đường Việt Nam đang ở trong giai đoạn tăng trưởng chậm hơn, kèm theo đó là mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt. Mặc dù nhu cầu tiêu thụ trong nước duy trì xu hướng tăng và sản lượng đường mía nội địa mới chỉ đáp ứng ~50% nhu cầu, thị trường đường trong nước vẫn trong trạng thái dư cung do sự hiện diện của đường nhập khẩu, đường nhập lậu và đường lỏng siro ngô (HFCS). Điều này khiến giá đường liên tục điều chỉnh từ nửa cuối năm 2023 đến nay. Trong khi các biện pháp phòng vệ thương mại đã phát huy hiệu quả đối với kênh nhập khẩu chính ngạch, áp lực từ đường nhập lậu và sản phẩm thay thế (đường lỏng siro ngô – HFCS) vẫn là những thách thức lớn đối với triển vọng ngành trong trung hạn.

3.1. Quy mô thị trường đường Việt Nam và tình hình sản xuất trong nước

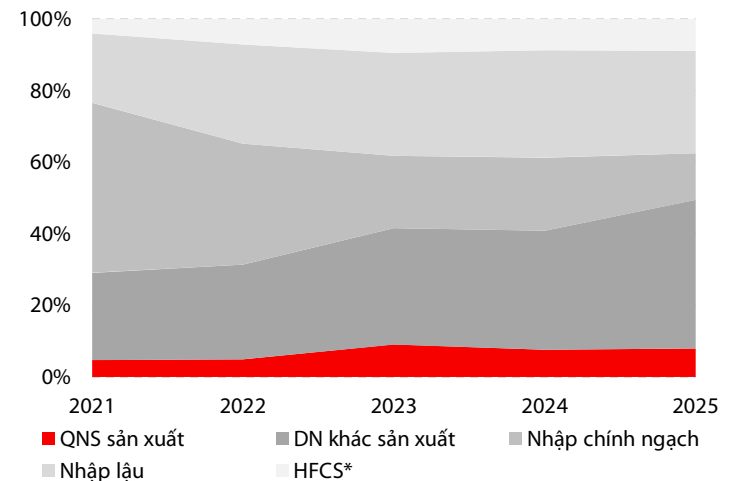
Năm 2025, tổng nhu cầu tiêu thụ đường trong nước ước đạt 2,6 triệu tấn (gồm tiêu thụ đường mía, đường lỏng siro ngô và các loại khác), tương ứng với mức tiêu thụ bình quân đầu người đạt 25,6 kg/năm. Mặc dù thị trường đường Việt Nam thường trong tình trạng dư cung, năng lực sản xuất đường mía trong nước mới chỉ đáp ứng được ~50% nhu cầu, với sản lượng đường mía nội địa ước đạt khoảng 1,35 triệu tấn.

Việt Nam vẫn phải nhập khẩu một lượng lớn đường để bù đắp phần thiếu hụt. Tổng nguồn cung đường cho năm 2025 ước tính đạt khoảng 2,73 triệu tấn với ~50 đường sản xuất trong nước, phần còn lại là đường nhập khẩu qua kênh chính ngạch (13%), tiểu ngạch (28%) và đường lỏng từ siro ngô (9%).

Hình 36: Tổng sản lượng cung ứng và tiêu thụ đường tại Việt Nam

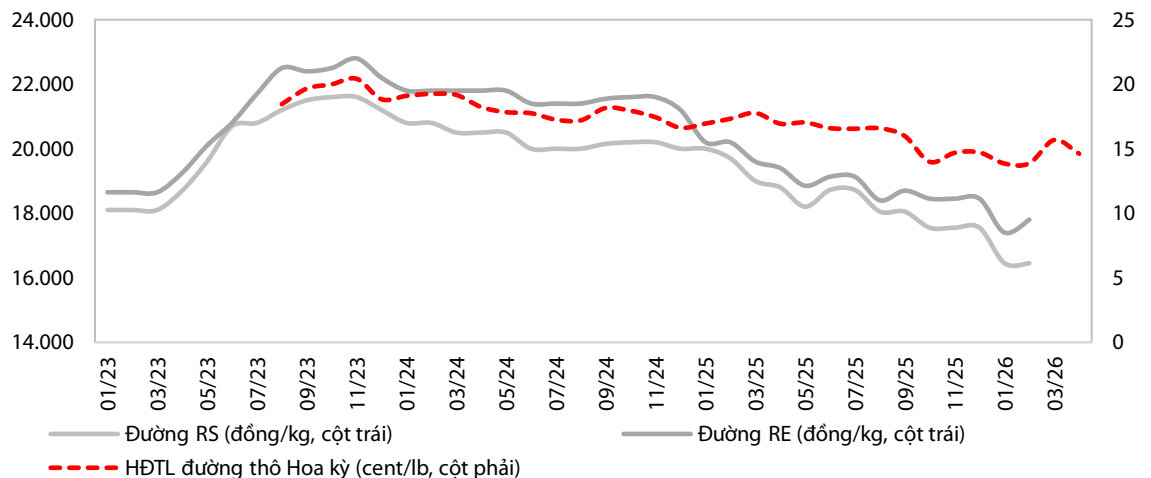


Hình 37: Thị phần theo sản lượng cung ứng (%)



Nguồn: VSSA, USDA, Trade Map, CTCK Rồng Việt tổng hợp và ước tính | (*) HFCS (High Fructose Corn Syrup): Đường lỏng siro ngô

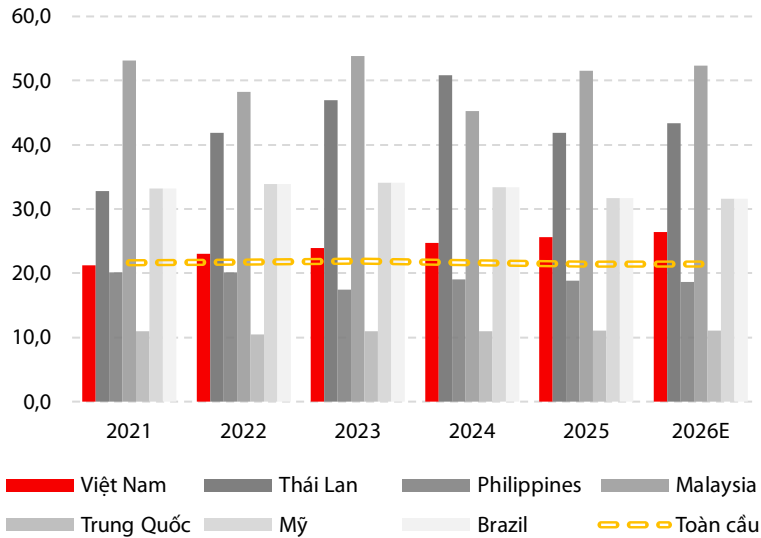
Hình 38: Diễn biến giá đường QNS và đường thô thế giới, giai đoạn 2023 – T3/2026



Nguồn: Bloomberg, Argomonitor, CTCK Rồng Việt

Sự gia tăng nguồn cung từ cả đường nhập khẩu và các sản phẩm thay thế đã khiến thị trường đường rơi vào trạng thái dư cung kéo dài, qua đó tạo áp lực giảm giá đáng kể. Theo đó, giá đường trong nước đã liên tục đi xuống từ nửa cuối năm 2023 đến nay, từ mức khoảng 22.000-23.000 đồng/kg xuống còn 16.000–17.000 đồng/kg và hiện vẫn chưa xuất hiện tín hiệu phục hồi rõ ràng dù giá đường thế giới đã bắt đầu đảo chiều tăng nhẹ từ tháng 3/2026.

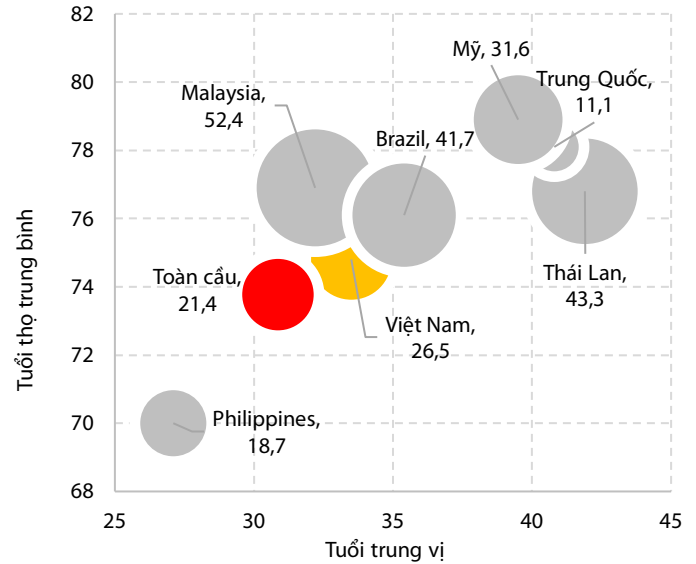
Hình 39: Tiêu thụ bình quân đầu người (Kg/năm)



Nguồn: VSSA, USDA, CTCK Rồng Việt tổng hợp và ước tính

Ghi chú: Độ lớn của bong bóng thể hiện sản lượng tiêu thụ đường bình quân đầu người tại các quốc gia, bong bóng càng lớn tương ứng với mức tiêu thụ càng cao. Ví dụ, người Việt Nam tiêu thụ bình quân 26,5 kg/người/năm.

Hình 40: Độ tuổi và mức tiêu thụ tại các nước (*)



Nguồn: World Bank, Statistic Times, CTCK Rồng Việt

Mức tiêu thụ đường bình quân đầu người tại Việt Nam cao hơn trung bình toàn cầu nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực như Thái Lan, Malaysia hay các nước lớn như Mỹ và Brazil, nhưng đang có xu hướng tăng với CAGR tiêu thụ bình quân đầu người giai đoạn 2021-2025 đạt 4,8% (chỉ đứng sau Thái Lan: 6,3%). Mặc dù đang ở trong giai đoạn già hóa dân số, mức tiêu thụ đường bình quân đầu người tại Thái Lan vẫn duy trì ở mức cao (dù đã giảm mạnh trong 1 năm trở lại đây từ 50 kg/người vào 2024 xuống còn 42 kg/người vào 2025), chủ yếu bắt nguồn từ văn hóa ẩm thực ưa ngọt và là nước xuất khẩu đường lớn trên thế giới (tương tự cho Brazil). Ngược lại, Việt Nam vẫn đang trong thời kỳ dân số vàng, hàm ý khả năng tiêu thụ đường bình quân đầu người vẫn có thể tăng lên trong trung – dài hạn nhưng với tốc độ chậm hơn do nhận thức về sức khỏe ngày càng gia tăng và lối sống lành mạnh trở nên phổ biến - thể hiện qua xu hướng ưa chuộng các thực phẩm & thức uống giảm ngọt/ ít đường/ “0 calo”.

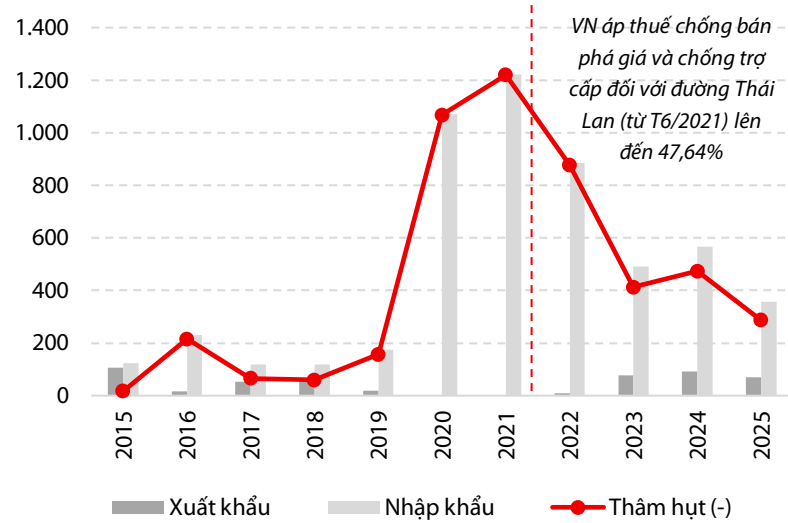
3.2. Tình hình xuất nhập khẩu ngành đường và sản phẩm đường thay thế

Kênh chính ngạch – Tác động tích cực từ các biện pháp phòng vệ thương mại: Khối lượng đường nhập khẩu chính ngạch vào Việt Nam đã giảm mạnh trong những năm gần đây, từ khoảng 1,22 triệu tấn năm 2021 xuống còn 0,36 triệu tấn năm 2025, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2022–2025 ở mức âm 26,5% (theo Trademap). Diễn biến này chủ yếu đến nhờ vào việc Việt Nam áp dụng thuế chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp (CTC) đối với đường có xuất xứ từ Thái Lan kể từ tháng 6/2021, với tổng mức thuế lên tới 47,64% (bao gồm 42,99% thuế CBPG và 4,65% thuế CTC). Các biện pháp này có hiệu lực trong 5 năm, được duy trì đến năm 2026 và đã được gia hạn lại trong thời gian gần đây cho thời hạn 5 năm đến 2031 (tham khảo thêm [Chính sách](#)).

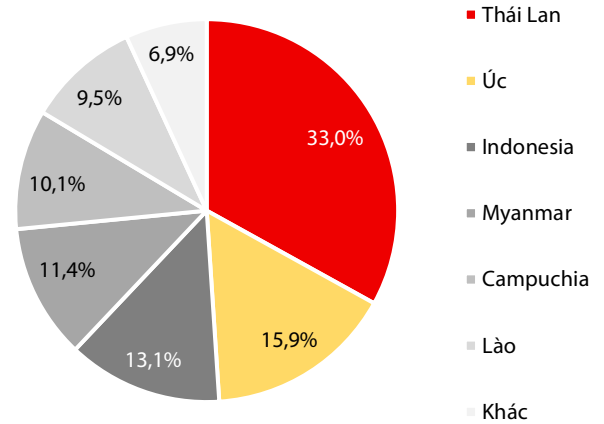
Trong bối cảnh Thái Lan là nguồn cung đường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam, việc áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại đã góp phần làm giảm đáng kể lượng đường giá rẻ nhập khẩu vào thị trường nội địa. Qua đó, ngành đường trong nước có điều kiện thuận lợi hơn để phục hồi sản xuất, nâng cao hiệu quả hoạt động và cải thiện khả năng cạnh tranh. Đồng thời, các doanh nghiệp nội địa cũng được giảm

bớt áp lực về giá bán và thị phần, tạo tiền đề cho quá trình tái cơ cấu vùng nguyên liệu cũng như mở rộng công suất trong những năm gần đây. Tuy nhiên, hai điểm nghẽn lớn vẫn còn tồn tại khiến các doanh nghiệp Việt Nam vẫn đứng trước áp lực cạnh tranh vô cùng lớn, bao gồm: (1) Đường nhập lậu chưa có cơ chế kiểm soát và (2) Đường lỏng siro ngô được ưa chuộng hơn trong sản xuất nhờ hiệu quả tối ưu chi phí so với đường cát trắng tinh luyện.

Hình 41: Cán cân xuất nhập khẩu đường qua kênh chính ngạch của Việt Nam (Nghìn tấn)

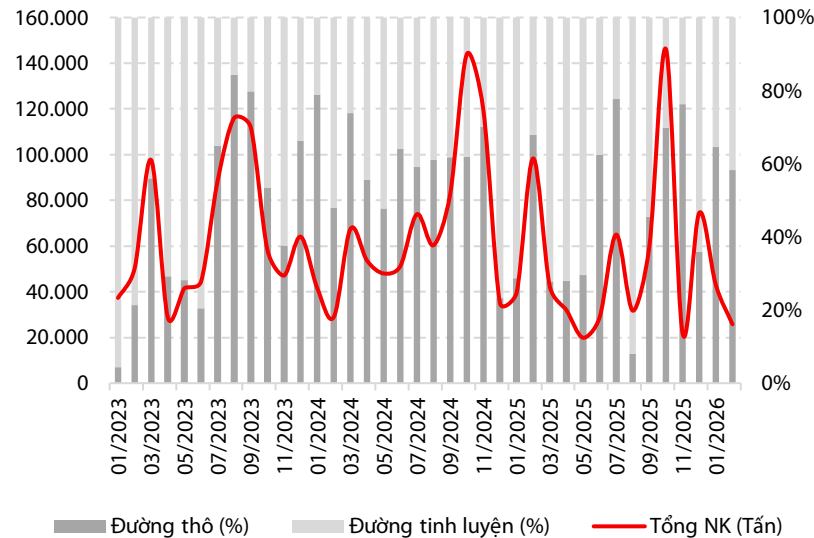


Hình 42: Tỷ trọng đường Việt Nam nhập khẩu qua kênh chính ngạch, theo quốc gia năm 2024 (%)

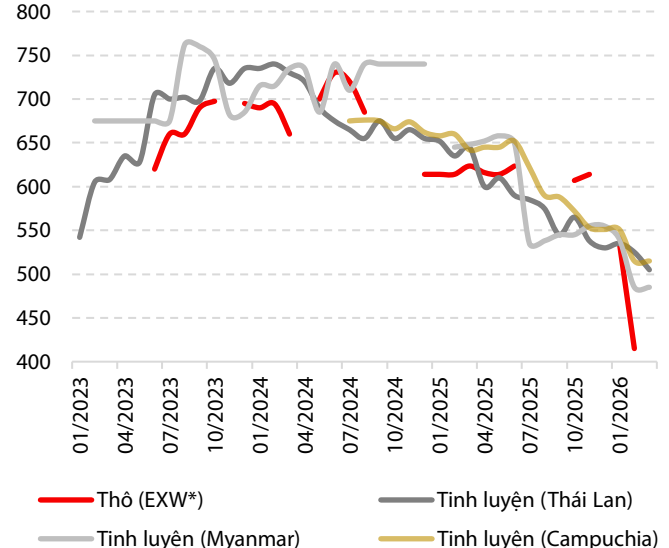


Nguồn: Trade Map, CTCK Rồng Việt

Hình 43: Tổng sản lượng đường nhập khẩu theo tháng (Tấn, trái) - Tỷ trọng đường thô và đường tinh luyện (% , phải)



Hình 44: Giá đường thô và đường tinh luyện nhập khẩu (USD/tấn)



Nguồn: VSSA, CTCK Rồng Việt | (*) EXW: Giá thống kê của một số đơn hàng lớn, người mua phải tự chịu mọi chi phí, rủi ro để bốc hàng, vận chuyển nội địa, làm thủ tục hải quan xuất/nhập khẩu và chuyển hàng về đến kho bãi.

Kênh tiểu ngạch – Áp lực cạnh tranh từ đường nhập lậu: Mặc dù Việt Nam đã áp dụng thuế chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp (CTC) đối với đường nhập khẩu nhằm bảo vệ ngành mía đường trong nước và duy trì môi trường cạnh tranh lành mạnh, hiệu quả thực tế vẫn phần nào bị hạn chế bởi tình

trạng đường nhập lậu qua biên giới. Trong bối cảnh cơ chế kiểm soát và giám sát hoạt động vận chuyển trái phép chưa thực sự đồng bộ, lượng đường nhập lậu vẫn duy trì ở mức cao trong nhiều năm gần đây.

Theo số liệu từ VSSA, khối lượng đường nhập lậu vào Việt Nam ước đạt khoảng 700–800 nghìn tấn mỗi năm trong giai đoạn 2022–2025, cao hơn đáng kể so với mức khoảng 500 nghìn tấn của năm 2021 (thời điểm các biện pháp CBPG và CTC mới bắt đầu được áp dụng từ nửa cuối năm). Nguồn cung này chủ yếu đi qua các tuyến biên giới Campuchia và Lào, hai quốc gia nhập khẩu lượng lớn đường từ Thái Lan trước khi thâm nhập vào thị trường Việt Nam thông qua các kênh không chính thức.

Do đó, xét về bản chất, phần lớn đường nhập lậu hiện nay vẫn là đường có nguồn gốc từ Thái Lan. Điều này không chỉ làm suy giảm hiệu quả của các biện pháp phòng vệ thương mại mà còn tạo áp lực cạnh tranh đáng kể lên các doanh nghiệp sản xuất đường trong nước, đặc biệt trong những giai đoạn giá đường thế giới ở mức thấp.

Đường lỏng siro ngô (HFCS): Nhờ lợi thế về chi phí và độ ngọt cao hơn so với đường tinh luyện truyền thống khi sử dụng cùng một lượng nguyên liệu, HFCS ngày càng được sử dụng rộng rãi trong ngành thực phẩm và đồ uống nhằm tối ưu hóa chi phí sản xuất. Trước đây, các doanh nghiệp nước giải khát là nhóm khách hàng tiêu thụ đường tinh luyện lớn nhất. Tuy nhiên, cùng với xu hướng nâng cao hiệu quả chi phí, nhiều doanh nghiệp đã từng bước chuyển sang sử dụng HFCS như một nguyên liệu thay thế.

Theo số liệu từ Tổng cục Hải quan, lượng HFCS nhập khẩu vào Việt Nam tăng đều qua các năm, từ khoảng 166 nghìn tấn năm 2020 lên 242 nghìn tấn năm 2024, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2020–2024 đạt 10,1%. Phần lớn lượng HFCS nhập khẩu là chủng loại HFCS-55 (gồm 55% fructose và 45% glucose), có độ ngọt cao hơn khoảng 25–60% so với đường thông thường, qua đó giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí nguyên liệu trên mỗi đơn vị sản phẩm. Do đó, đây là một trong những nguyên nhân chính làm cho thị trường đường tinh luyện ngày càng co hẹp.

PHỤ LỤC 4 – TỔNG QUAN VỀ NGÀNH SỮA

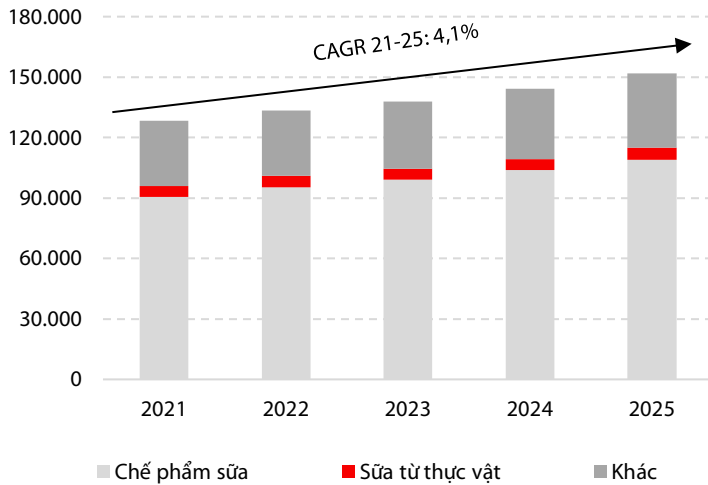
3.1. Tổng giá trị thị trường sữa Việt Nam và đóng góp thị phần của mảng sữa đậu nành

Theo Euromonitor, quy mô thị trường sữa và các sản phẩm thay thế sữa tại Việt Nam ước đạt 151.170 tỷ đồng vào năm 2025, tương ứng CAGR 2021–2025 đạt 4,1%/năm. Trong đó, các sản phẩm sữa có nguồn gốc động vật vẫn chiếm ưu thế, đóng góp khoảng 72% tổng giá trị thị trường. Ngược lại, nhóm sản phẩm sữa thực vật vẫn còn ở giai đoạn phát triển ban đầu, chỉ chiếm khoảng 3,8% quy mô toàn ngành.

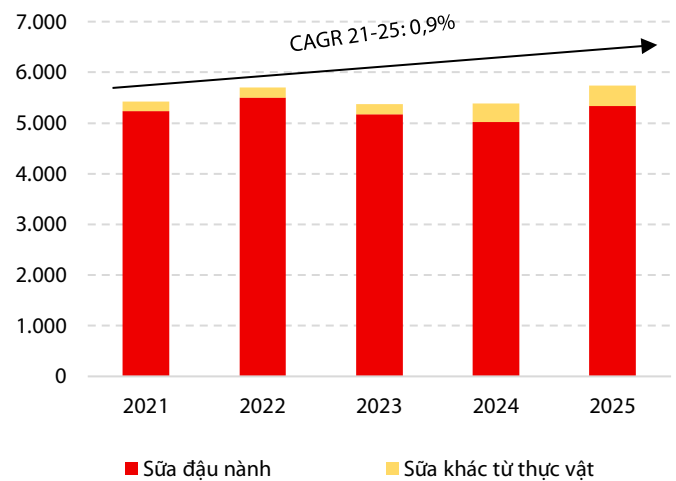
Đối với thị trường sữa thực vật, quy mô năm 2025 ước đạt 5.745 tỷ đồng. Mặc dù được hưởng lợi từ xu hướng tiêu dùng lành mạnh và nhu cầu đối với các sản phẩm có nguồn gốc thực vật gia tăng, tốc độ tăng trưởng của phân khúc này vẫn còn tương đối khiêm tốn với CAGR giai đoạn 2021–2025 chỉ đạt 0,9%, thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng chung của ngành sữa.

Hiện nay, sữa đậu nành vẫn là dòng sản phẩm chủ đạo, chiếm khoảng 93% tổng giá trị thị trường sữa thực vật tại Việt Nam. Trong đó, QNS giữ vị thế áp đảo với khoảng 88-90% thị phần thông qua hai thương hiệu chủ lực Fami và Vinasoy. Ra mắt từ năm 1997, Vinasoy là một trong những thương hiệu tiên phong của ngành, góp phần đặt nền móng và định hình thị trường sữa thực vật tại Việt Nam.

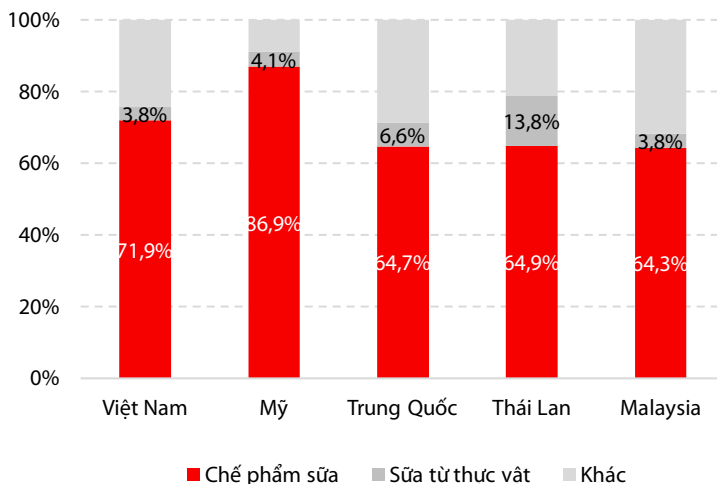
Hình 45: Giá trị thị trường sữa & sản phẩm thay thế tại Việt Nam (Tỷ đồng)



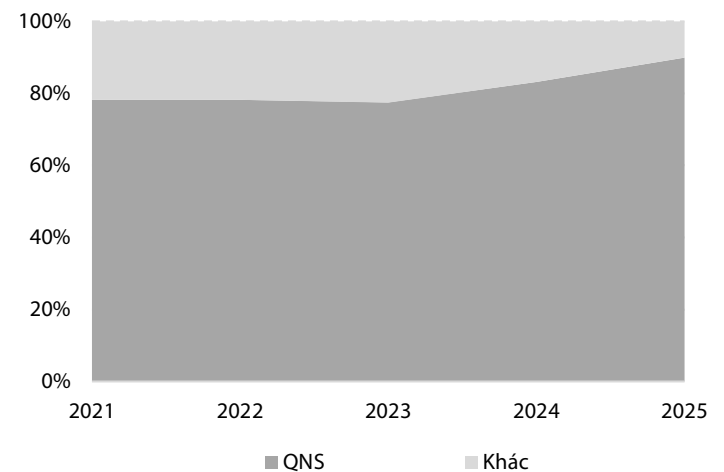
Hình 46: Giá trị thị trường sữa thực vật tại Việt Nam (Tỷ đồng)



Hình 47: Cơ cấu thị trường sữa & sản phẩm thay thế, 2025



Hình 48: Thị phần mảng sữa đậu nành theo giá trị (%)

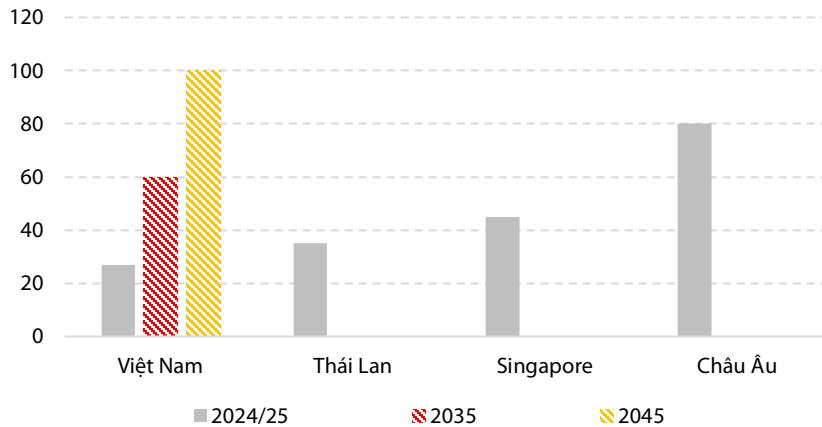


Nguồn: QNS, Euromonitor, CTCK Rồng Việt

3.2. Tiêu thụ bình quân

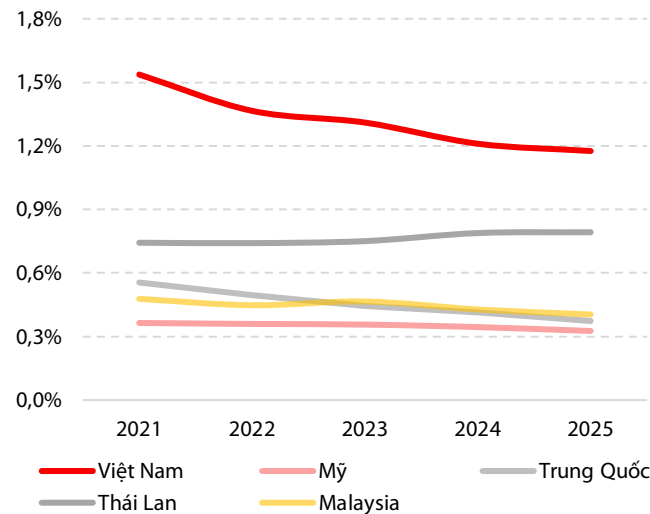
Xét về giá trị, tỷ lệ chi tiêu cho sữa trên GDP bình quân đầu người của Việt Nam năm 2025 đạt khoảng 1,2%, cao hơn đáng kể so với mức 0,3-0,8% của các quốc gia trong nhóm so sánh. Tuy nhiên, xét về sản lượng tiêu thụ, mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người của Việt Nam chỉ đạt khoảng 27 lít/năm, thấp hơn đáng kể so với Thái Lan (35 lít), Singapore (45 lít) và các nước châu Âu (80 lít), theo số liệu từ Bộ Công Thương. Theo QĐ 309/QĐ-TTg, giai đoạn đến năm 2030, ngành đặt mục tiêu tăng trưởng bình quân 12 - 14%/năm. Mặc dù vậy, chúng tôi thận trọng cho tăng trưởng tổng ngành ở mức 3-4%/năm thông qua tỷ lệ sinh về mức thấp và giới hạn chi tiêu cho sữa ở Việt Nam đạt mức cao tại châu Á. (50kg/người, theo FAO). Mức tăng trưởng sữa hạt có thể cao hơn khoảng 6-8%/năm nhờ vào nhận thức sức khỏe tăng cao kéo theo xu hướng dùng hạt dinh dưỡng mở rộng.

Hình 49: Tiêu thụ sữa bình quân đầu người (lít /năm)



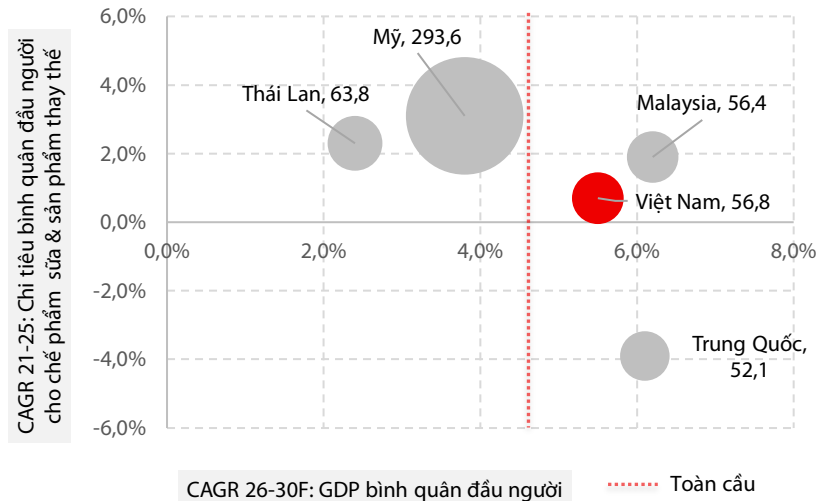
Nguồn: Bộ Công Thương, Quyết định số 309/QĐ-TTg (Đối với giai đoạn 2035-2045 tại Việt Nam), CTCK Rông Việt tổng hợp

Hình 50: Tỷ lệ chi tiêu cho sữa và sản phẩm thay thế trên GDP bình quân đầu người (%)



Nguồn: Euromonitor, IMF, CTCK Rông Việt | Ghi chú: Độ lớn của bong bóng thể hiện giá trị chi tiêu bình quân đầu người cho chế phẩm sữa & sản phẩm thay thế tại quốc gia, bong bóng càng lớn tương ứng với mức chi càng cao. Chẳng hạn, người Việt Nam chi bình quân 56,8 USD/người/năm.

Hình 51: Tăng trưởng GDP bình quân đầu người & Tỷ lệ chi tiêu cho chế phẩm sữa & sản phẩm thay thế trên GDP bình quân



3.3. Một số hãng sữa hạt phổ biến tại Việt Nam

Bảng 20: So sánh một số hãng sữa hạt phổ biến tại Việt Nam

Doanh nghiệp					
Thương hiệu chính	Vinasoy, Fami	Super Nut, 9 Nutz Creamy Blend	TH true NUT	NutiMilk, Nuti nguyên hạt	Kun Nut, LIF
Năm thành lập	1997	1976	2009	2000	2004
Gia nhập thị trường sữa hạt	1997	2012	2018	2019	2014
Sản phẩm chủ lực trong danh mục	Sữa đậu nành	Sữa từ động vật	Sữa từ động vật	Sữa dinh dưỡng cho trẻ em	Sữa lúa mạch, bắp non
Thị trường hoạt động	Trong nước, xuất khẩu (8 quốc gia). Các thị trường XK chính: Nhật Bản, Hàn Quốc, Mỹ, Đài Loan	Trong nước, xuất khẩu (65 quốc gia & vùng lãnh thổ)	Trong nước & Trung Quốc	Toàn quốc, Có ghi nhận xuất khẩu sang Mỹ, Nhật, Hàn Quốc, các quốc gia châu Âu	Toàn quốc & Đông Nam Á (đang đẩy mạnh) và các quốc gia Châu Á
Hạt nguyên liệu chính	Đậu nành	Hỗn hợp hạt (óc chó, hạnh nhân, macca, đậu...)	Hỗn hợp hạt (óc chó, hạnh nhân, macca, đậu...)	Hỗn hợp nhiều loại hạt	Lúa mạch, bắp non
Định vị giá	Phổ thông (sữa đậu nành); Chuyển định vị cao cấp với dòng sữa hạt hỗn hợp	Trung cấp - cao cấp	Trung - cao cấp	Trung cấp	Phổ thông
Giá bán sữa hạt bình quân ('000 VND/lít)	17 – 23	35 – 60	55 - 58	18 - 20	35 - 40
Đối tượng khách hàng	Đại chúng, cho mọi nhóm tuổi	Gia đình, người quan tâm sức khỏe	Người tiêu dùng cao cấp, healthy	Gia đình và trẻ em	Trẻ em
Độ phủ phân phối	Rất cao <i>Hệ thống của Vinasoy hiện diện tại 7.860 cửa hàng phân phối trên toàn quốc. Mạng sữa được vận hành thông qua 9 nhà phân phối lớn</i>	Rất cao <i>Sở hữu hệ thống phân phối cực mạnh, đảm bảo sản phẩm có mặt tại gần 200.000 điểm bán trên toàn quốc</i>	Cao	Cao	Trung bình
Thị phần sữa thực vật	80% thị phần sữa thực vật	Nhỏ	Nhỏ	Nhỏ	Rất nhỏ (trẻ em)
Lợi thế cạnh tranh	Thương hiệu lâu đời, quy mô lớn, chuyên sâu về sữa đậu nành	Hệ sinh thái sữa lớn nhất Việt Nam, năng lực R&D	Định vị cao cấp, hình ảnh "healthy"	Kinh nghiệm dinh dưỡng, nông trại lớn (Gia Lai)	Tập trung phân khúc trẻ em
Điểm yếu	Vẫn đang phụ thuộc lớn vào dòng sữa đậu nành, ít đa dạng hỗn hợp hạt	Giá bán cao hơn, đóng góp vào doanh thu thấp và đang phải chịu áp lực chi phí R&D cũng như sản xuất lò nhỏ	Giá bán cao	Quy mô nhỏ hơn Vinamilk	Quy mô còn hạn chế

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

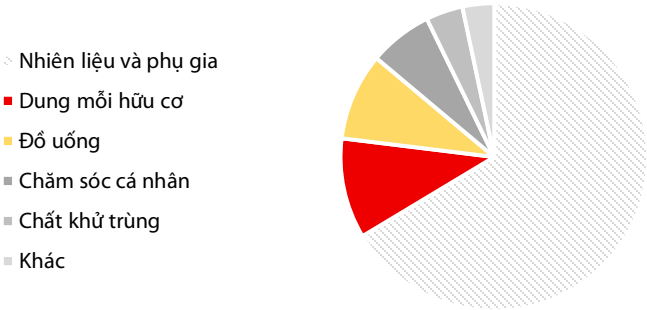
PHỤ LỤC 5 – TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG ETHANOL TẠI VIỆT NAM

5.1. Hiểu về định nghĩa, vai trò ethanol

Ethanol là một loại hợp chất hữu cơ, còn được gọi là rượu etyl, có cấu trúc hóa học được biểu diễn bằng công thức C₂H₅OH, thường xuất hiện dưới dạng chất lỏng không màu, dễ bay hơi và có mùi đặc trưng. Nó được hình thành từ hai phương pháp, bao gồm lên men sinh học (fermentation/bioethanol) và hóa học tổng hợp (synthetic/petrochemical-ethanol). Trong đó, Bioethanol là loại sản phẩm chiếm ưu thế trên thị trường ethanol toàn cầu, chiếm khoảng 88% tổng thị phần vào năm 2025. *(Tham khảo báo cáo triển vọng thị trường Ethanol 2026-30 từ Pesistence market research)*

Nhiên liệu và phụ gia chiếm thị phần doanh thu lớn nhất, hơn 66% vào năm 2025 *(Tham khảo báo cáo triển vọng thị trường Ethanol 2026-30 từ Grand market research)*. Đây cũng là động lực tăng trưởng chính, được hỗ trợ bởi các quy định ngày càng tăng về tỷ lệ pha trộn ethanol vào xăng. Việc nâng tỷ lệ pha trộn giúp giảm sự phụ thuộc vào nhiên liệu hóa thạch, hạ thấp phát thải, đồng thời cải thiện chỉ số octan và hiệu quả đốt cháy. Trong bối cảnh động cơ đốt trong vẫn chiếm ưu thế tại nhiều quốc gia, ethanol tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong chiến lược chuyển đổi năng lượng. Cụ thể hơn, việc pha trộn thêm 5%/10%/20% cồn nông nghiệp vào xăng (tương ứng tên gọi xăng E5/E10/E20) giúp cắt giảm gánh nặng nhập khẩu xăng dầu tinh luyện ở các quốc gia ngoài OPEC, qua đó cũng giảm ảnh hưởng từ các xung đột địa chính trị lên giá xăng dầu nói chung kéo theo giảm áp lực lạm phát từ chi phí đẩy.

Hình 52: Cơ cấu doanh thu Ethanol toàn cầu theo mục đích sử dụng năm 2025 (%)



Nguồn: Grandviewresearch, CTCK Rông Việt

Bảng 21: Bảng mô tả hai phương pháp sản xuất ethanol

Phương pháp	Lên men sinh học – Truyền thống & lâu đời (fermentation/bioethanol)	Hóa học tổng hợp – Hiện đại & quy mô lớn (synthetic/petrochemical-ethanol)
Tên gọi khác	Sản xuất cồn sinh học (bioethanol)	Sản xuất từ nguồn hóa thạch (Tổng hợp từ Etylen)
Nguyên liệu chính	(1) Mía đường tự nhiên / phụ phẩm mía (bã mía, mật rỉ) (2) Các loại ngũ cốc giàu tinh bột (sắn, ngô) (3) Nguyên liệu sinh khối tái tạo lignocellulose (thành phần chính của thực vật thân gỗ và các thực vật khác như cỏ, lúa, ngô).	Etylen (C ₂ H ₄) – sản phẩm từ quá trình chưng cất dầu mỏ (hóa dầu)
Quy trình sơ bộ	(1) Thủy phân tinh bột nhằm tạo ra đường đơn (2) Lên men yếm khí: Chuyển hóa đường đơn thành ethanol và khí CO ₂	(1) Ethylene được cho phản ứng với nước dưới điều kiện nhiệt độ, áp suất cao và có xúc tác axit, tạo thành ethanol thông qua phản ứng cộng nước. Đây được gọi là bước hydrat hóa ethylene (C ₂ H ₄ +H ₂ O→C ₂ H ₅ OH) (2) Ethanol sau phản ứng được chưng cất để đạt độ tinh khiết cao (khoảng 99,5%)
Hiệu suất	Thấp hơn, phụ thuộc vào quá trình lên men	Cao và ổn định
Tốc độ sản xuất	Chậm	Nhanh
Độ tinh khiết	Cần tinh chế nhiều	Cao hơn, ít tạp chất hơn
Chi phí	Thường diễn ra ở quy mô nhỏ nên chi phí có thể thấp hơn	Thường sản xuất quy mô công nghiệp nên chi phí đầu tư thiết bị ban đầu cao, chi phí vận hành lớn
Tác động môi trường	Thân thiện hơn nếu có phương án quản lý chất thải tốt	Phụ thuộc vào nguồn gốc etylen

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Ngô là nguyên liệu xuất hiện nhiều nhất trong Top 10 quốc gia sản xuất ethanol hàng đầu (Bảng 21). Ngô có chuỗi cung ứng ổn định, dễ lưu trữ, sản xuất quanh năm (đặc tính chống chịu với thời tiết và dễ trồng) đi kèm được hỗ trợ bởi công nghệ lên men lâu đời, đặc biệt tại Mỹ – quốc gia dẫn đầu thế giới về ethanol. Trong khi mía cho năng suất ethanol trên một hecta cao hơn và chi phí chuyển hóa thấp hơn, nhưng mía phụ thuộc mạnh vào điều kiện khí hậu nhiệt đới, mùa vụ rõ rệt và chủ yếu tập trung tại Brazil. Do đó, dù mía hiệu quả kinh tế hơn ở một số khu vực, ngô vẫn chiếm ưu thế về quy mô, tính ổn định và khả năng mở rộng sản xuất.

Bảng 22: Thị phần sản xuất Ethanol theo quốc gia & nguyên liệu đầu vào chính

Quốc gia	Xếp hạng sản xuất Ethanol (thị phần)	Nguyên liệu chính Ethanol
Mỹ	#1 (45,7%)	Ngô
Brazil	#2 (25,3%)	Mía / Ngô / Mật rỉ
Trung Quốc	#3 (8,3%)	Ngô / Sắn
Ấn Độ	#4 (5,4%)	Mía / Mật rỉ / Gạo / Ngô / Lúa mì
Liên minh châu Âu	#5 (5,3%)	Ngô / Lúa mì / Củ cải đường
Canada	#6 (1,4%)	Ngô / Lúa mì
Thái Lan	#7 (1,1%)	Mật rỉ / Sắn / Mía
Argentina	#8 (1,0%)	Ngô / Mía / Mật rỉ
Colombia	#15 (0,3%)	Mía
Indonesia	#19 (0,1%)	Mật rỉ

Nguồn: OECD-FAO Agricultural Outlook 2025-2034, CTCK Rông Việt

Bảng 23: So sánh ưu, nhược điểm của lên men sinh học với nguyên liệu đầu vào khác nhau

	Mía đường (thế hệ 1)	Bã mía/sinh khối khác (thế hệ 2)	Tinh bột (Ngô/ sắn)
Ưu điểm	- Quy trình đơn giản do mía chứa các loại đường đơn dễ lên men trực tiếp bởi nấm men. - Công nghệ thuần thực và đã được thương mại hóa rộng rãi, đặc biệt tại Brazil.	- Được coi là nguyên liệu phi thực phẩm, giải quyết được bài toán "lương thực hay nhiên liệu". - Tận dụng phế phẩm từ ngành đường, có tiềm năng sản xuất thêm ethanol từ cùng một diện tích canh tác.	- Nguyên liệu chính tại nhiều nước, quy trình xay xát khô/ướt để tạo ra nhiều sản phẩm phụ giá trị như thức ăn chăn nuôi, dầu ngô và CO₂. - Hiệu suất lý thuyết khá cao (0,57 g ethanol/g tinh bột)
Nhược điểm	- Phế thải chung cất (hèm rượu) có hàm lượng hữu cơ cao, màu đậm và có thể gây ô nhiễm nặng nếu không xử lý đúng cách. - Tính linh hoạt kém: Khó điều chỉnh tỷ lệ sản xuất đường/ethanol một khi vụ thu hoạch đã bắt đầu.	- Cấu trúc cứng nhắc của bã mía và sinh khối khác đòi hỏi quá trình tiền xử lý tốn kém để giải phóng đường. - Hiệu suất thu hồi thấp hơn và nồng độ ethanol cuối cùng thường thấp (< 50 g/L), gây tổn năng lượng khi chưng cất.	Phải trải qua bước thủy phân enzyme (hóa hồ và đường hóa) để chuyển tinh bột thành đường trước khi lên men, phức tạp hơn so với nước mía.

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

5.2. Tổng quan thị trường Ethanol Việt Nam – Bước vào giai đoạn “ươm mầm”

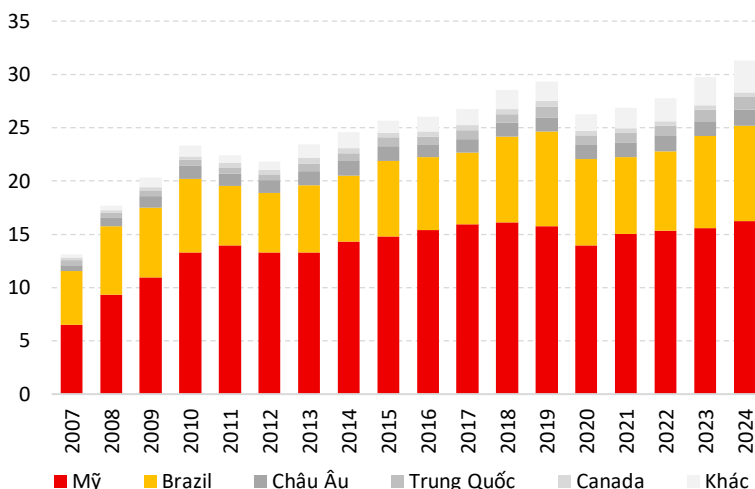
Ngành sản xuất Ethanol đã thành hình trên thế giới từ thập niên 1970 (Brazil tiên phong khởi động chương trình Proálcool từ năm 1975, sau đó lan rộng sang Mỹ, bùng nổ từ đầu những năm 2000, đặc biệt sau Đạo luật Năng lượng năm 2005). Dù vậy, **Ethanol nhiên liệu tại Việt Nam vẫn ở giai đoạn sơ khai khi chỉ vừa bắt đầu được định hướng phát triển từ năm 2007**, thời điểm Chính phủ ban hành Quyết định số 177/2007/QĐ-TTg về Đề án phát triển nhiên liệu sinh học đến năm 2015, tầm nhìn đến năm 2025. Sau giai đoạn thử nghiệm, xăng sinh học E5 được thương mại hóa từ năm 2014 và chính thức triển khai trên phạm vi toàn quốc từ năm 2018. Theo ước tính của Bộ Công Thương, với tổng nhu cầu tiêu thụ xăng

khoảng 1 triệu m³/tháng, lượng ethanol nhiên liệu (E100) phục vụ pha trộn E10 ước đạt khoảng 100.000 m³/tháng, tương đương khoảng 1,2 triệu m³/năm, ~0,32 tỷ gallon mỗi năm, thấp hơn đáng kể so với con số trên 30 tỷ gallon mỗi năm trên toàn cầu, hàm ý cho sự “non trẻ” của thị trường này tại Việt Nam.

Ngày 07/11/2025, Bộ trưởng Bộ Công Thương đã ban hành Thông tư số 50/2025/TT-BCT quy định lộ trình áp dụng tỉ lệ phối trộn nhiên liệu sinh học với nhiên liệu truyền thống tại Việt Nam, trong đó nội dung chính của Thông tư 50 là kể từ ngày 01/06/2026, xăng không chì (theo quy chuẩn kỹ thuật quốc gia hiện hành) phải phối trộn, pha chế thành xăng E10 để sử dụng cho động cơ xăng trên toàn quốc; tiếp tục phối trộn, pha chế xăng E5RON92 để sử dụng cho động cơ xăng đến hết 31/12/2030. Chúng tôi cho rằng đây chính là điểm “ươm mầm” mới cho thị trường này ở thời gian tới. **Tuy nhiên, điều kiện đủ cho một pha tăng trưởng của thị trường đến từ cơ chế hoạt động thị trường hoàn chỉnh hơn nhằm kích thích phát triển các nhà máy ethanol trong nước, vốn còn ít và chưa theo kịp tốc độ gia tăng của nhu cầu. Cụ thể:**

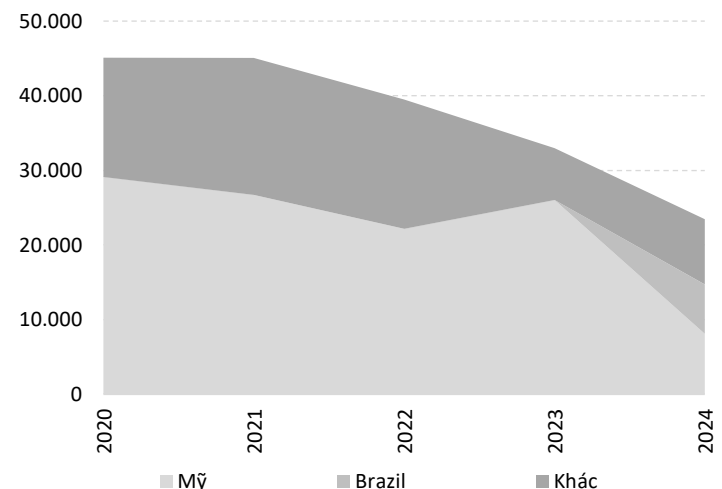
- *Hiện cả nước có khoảng 07 nhà máy sản xuất ethanol nhiên liệu với tổng công suất thiết kế khoảng 500.000 m³/năm (Bảng 24). Xét về mặt lý thuyết, quy mô này có thể đáp ứng khoảng 40–50% nhu cầu ethanol phục vụ phối trộn xăng E10. Tuy nhiên, trên thực tế chỉ có 03 nhà máy (Dung Quất, Tùng Lâm và Đại Tân) đang hoạt động thương mại, trong khi các nhà máy còn lại đã tạm ngừng hoạt động hoặc đóng cửa do nguồn cung nguyên liệu (chủ yếu sắn) biến động mạnh và thị trường tiêu thụ ethanol nội địa tăng trưởng rất chậm. Giá sắn phụ thuộc lớn vào nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc, khiến chi phí đầu vào không ổn định. Trong khi đó, lộ trình bắt buộc sử dụng E5 chưa thành hình rõ nét như thời điểm hiện tại, dẫn đến nhu cầu ethanol trong nước vẫn thấp, giá bán ethanol khó cạnh tranh với hàng nhập khẩu. Kết quả là nhiều nhà máy hoạt động cầm chừng, công suất dư thừa nghiêm trọng và liên tục lỗ nặng.*
- *Do đó, sản lượng ethanol thực của Việt Nam hiện chỉ đạt khoảng 25.000 m³/tháng, (đáp ứng ~25% nhu cầu ethanol phục vụ phối trộn xăng E10). Phần thiếu hụt còn lại phải bù đắp bằng nguồn nhập khẩu, chủ yếu từ Mỹ và Brazil - hai quốc gia sản xuất và xuất khẩu ethanol lớn nhất thế giới (Hình 53, 54) và Singapore. Trong bối cảnh nhiều nhà máy trong nước chưa được khôi phục hoạt động và chưa có nhiều dự án đầu tư mới được triển khai, Việt Nam nhiều khả năng sẽ tiếp tục phụ thuộc đáng kể vào nguồn ethanol nhập khẩu trong ngắn và trung hạn. Điều này không chỉ làm gia tăng rủi ro gián đoạn nguồn cung trước các biến động thương mại và địa chính trị, mà còn khiến chi phí nguyên liệu nhạy cảm hơn với biến động giá ethanol trên thị trường quốc tế và tỷ giá, qua đó ảnh hưởng đến tính ổn định của chuỗi cung ứng cũng như mục tiêu đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.*

Hình 53: Tổng sản lượng cung ethanol toàn cầu (Tỷ gallon)



Nguồn: Hiệp hội Nhiên liệu Tái tạo, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 54: Lượng ethanol Việt Nam nhập khẩu (tấn)



Nguồn: Trade Map, CTCK Rồng Việt tổng hợp | Dữ liệu mang tính tham khảo về xu hướng và mức độ đóng góp, có thể không hoàn toàn chính xác

Bảng 24: Các nhà máy sản xuất ethanol ở Việt Nam

Nhà máy	Chủ sở hữu	Vị trí	Nguyên liệu chính	Thời gian vận hành lại	Thực trạng	Công suất thiết kế (m³/năm)
Nhà máy nhiên liệu sinh học Dung Quất	Công ty Cổ phần Nhiên liệu sinh học Dầu khí Miền Trung	Quảng Ngãi	Sắn lát khô	Cuối 2025	Đã vận hành ổn định ở mức 60% công suất trong tháng 3, vận hành bình quân khoảng 75% công suất và đạt mức tối đa 100% vào giữa tháng 4/2026	108.000
Nhà máy Ethanol Tùng Lâm	Công ty TNHH Tùng Lâm	Đồng Nai	Sắn lát	-	Vận hành tối đa công suất, đã lên kế hoạch nâng cao công suất với công suất tối đa có thể đạt khoảng 130% so với hiện nay	72.000
Nhà máy Ethanol Đại Tân	Công ty TNHH Tùng Lâm	Quảng Nam	Sắn	2017	Đang hoạt động nhưng phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu	120.000
Nhà máy nhiên liệu sinh học Bình Phước	Công ty TNHH Nhiên liệu sinh học Phương Đông (OBF)	Bình Phước	Sắn lát	n/a	Nhà máy đã thực hiện bảo dưỡng lớn từ năm 2018 nhưng chưa vận hành trở lại	72.000
Nhà máy Ethanol Đắk Tô	Công ty cổ phần Nông sản Thực phẩm Quảng Ngãi	Kon Tum	Sắn	n/a	Hoạt động cầm chừng và đóng cửa vào năm 2014	36.000
Nhà máy Ethanol Đại Việt	Công ty Đại Việt	Đắk Nông	Sắn	n/a	Nhiều hạng mục đã xuống cấp, các nhà xưởng, lò hơi bị gỉ sét do không hoạt động trong thời gian dài, không được duy tu, bảo dưỡng; đã dừng hoạt động T4/2013	n/a
Nhà máy nhiên liệu sinh học Phú Thọ	Công ty cổ phần Hóa dầu và Nhiên liệu sinh học Dầu khí	Phú Thọ	Sắn	n/a	Đã dừng thi công từ tháng 11/2011 sau khi khởi công vào tháng 6/2009	n/a
Tổng công suất thiết kế của các nhà máy (m³/năm)						500.000

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp | Ghi chú: Thông tin trên được tổng hợp từ các nguồn thứ cấp và chỉ mang tính chất tham khảo; tình trạng hoạt động thực tế của các nhà máy có thể đã thay đổi so với thời điểm công bố. Nhìn chung, quy mô và số lượng nhà máy sản xuất ethanol tại Việt Nam hiện vẫn còn hạn chế.

Việt Nam gần như sản xuất Ethanol bằng phương pháp lên men sinh học theo xu hướng chung của thế giới do có lợi thế về nguồn nguyên liệu sinh khối, trong khi sự phát triển của ngành hóa dầu trong nước còn nhiều hạn chế để đẩy mạnh phương pháp tổng hợp hóa học. Nguyên liệu sử dụng chủ yếu cho bioethanol vẫn từ sắn (nội địa và nhập khẩu từ Trung Quốc), trong khi mật rỉ mía chỉ sử dụng ở quy mô nhỏ hơn để sản xuất ethanol thực phẩm và công nghiệp do chưa có nhà máy chuyên dụng ở quy mô thương mại. Điều này có thể được thay đổi từ giai đoạn 2026-30 khi xuất hiện thêm các NM Ethanol từ mía, với QNS là doanh nghiệp tiên phong khi tại Hội nghị xúc tiến đầu tư tỉnh Gia Lai năm 2026, doanh nghiệp đã được trao bản ghi nhớ hợp tác đầu tư cho dự án NM Ethanol An Khê (*), đồng thời phát hành hồ sơ mời thầu quốc tế để lựa chọn đối tác triển khai. Đây là dự án có tỷ trọng đầu tư lớn nhất của công ty hiện nay, có tổng mức đầu tư được phê duyệt hơn 1.740 tỷ đồng. Theo kế hoạch, nhà máy sẽ sản xuất khoảng 30% cồn thực phẩm và 70% ethanol nhiên liệu phục vụ pha chế xăng sinh học.

(*) Ông Võ Thành Đảng chia sẻ trong buổi họp NĐT vào Q3/25: “Hiện nay, cả 7 dự án ethanol trên toàn quốc đều sử dụng nguyên liệu sắn để sản xuất. Giá sắn biến động mạnh do ảnh hưởng từ nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc. Trong khi đó, việc áp dụng xăng sinh học trên toàn quốc sẽ tạo động lực quan trọng cho nhu cầu ethanol trong tương lai. Nhà máy Ethanol của QNS có lợi thế rõ rệt khi sử dụng mật rỉ (phế liệu từ mía), thay vì sắn. Với công suất mở rộng lên 25.000 tấn/năm, nhà máy có khả năng xử lý khoảng 1.000 tấn mật rỉ mỗi ngày. Việc tận dụng nguồn phế liệu này giúp tối ưu chi phí, giảm lãng phí và nâng cao hiệu quả sử dụng năng lượng nhờ dây chuyền công nghệ hiện đại, từ đó cải thiện đáng kể hiệu quả kinh tế so với các dự án sử dụng sắn.”

Nhìn chung, phát triển thị trường ethanol từ mía tại Việt Nam được đánh giá là tiềm năng. Tuy nhiên, việc mở rộng sản xuất đòi hỏi các doanh nghiệp phải tối ưu hóa chuỗi giá trị cây mía nhằm cân bằng giữa các mục tiêu sản xuất đường - điện sinh khối - ethanol. Trong điều kiện nguồn nguyên liệu còn hạn chế, mở rộng sản xuất ethanol đồng nghĩa với yêu cầu phát triển vùng nguyên liệu mía ổn định, nâng cao hiệu quả khai thác phụ phẩm (bã mía, mật rỉ). Do đó, đầu tư nhà máy ethanol không chỉ đòi hỏi nguồn vốn lớn mà còn cần đi kèm chiến lược phát triển vùng nguyên liệu và mô hình kinh tế tuần hoàn để đảm bảo hiệu quả đầu tư trong dài hạn, tương tự các mô hình thành công tại Brazil hay Ấn Độ.

PHỤ LỤC 6 – CHÍNH SÁCH TÁC ĐỘNG ĐẾN TRIỂN VỌNG KINH DOANH CỦA QNS

Thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan

Ngày 09/02/2021, Bộ Công Thương ban hành quyết định số 477/QĐ-BCT về Áp dụng thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp tạm thời đối với một số sản phẩm đường mía có xuất xứ từ Thái Lan, có hiệu lực từ 15/06/2021 đến T6/2026, cụ thể:

Bảng 25: Danh sách sản phẩm và mức thuế chống bán phá giá & chống trợ cấp tạm thời

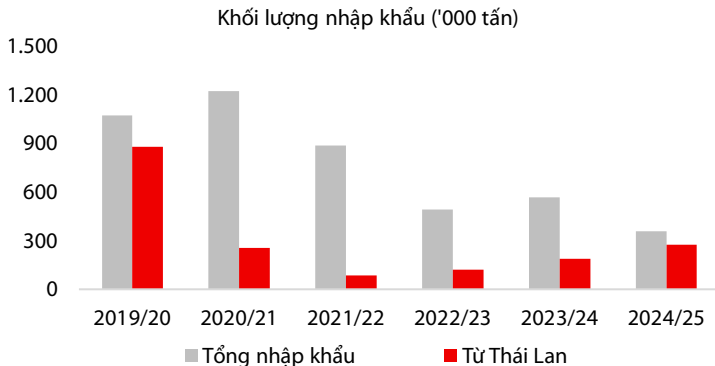
Tên công ty	Loại sản phẩm	Mã HS tương ứng	Mức thuế CBPG	Mức thuế CTC
Các công ty sản xuất, xuất khẩu của Vương quốc Thái Lan	Đường đã tinh luyện và các loại đường mía khác không phải là đường thô	1701.99.10; 1701.99.90; 1701.99.00; 1702.09.91.	42,23%	4,65%
	Đường thô	1701.13.00; 1701.14.00.	29,23%	4,65%

Nguồn: Quyết định số 477/QĐ-BCT

Việc áp dụng thuế CBPG và CTC đối với sản phẩm đường mía từ Thái Lan đã mang lại nhiều kết quả tích cực đối với ngành mía đường và người nông dân trồng mía trong giai đoạn 5 năm thực hiện.

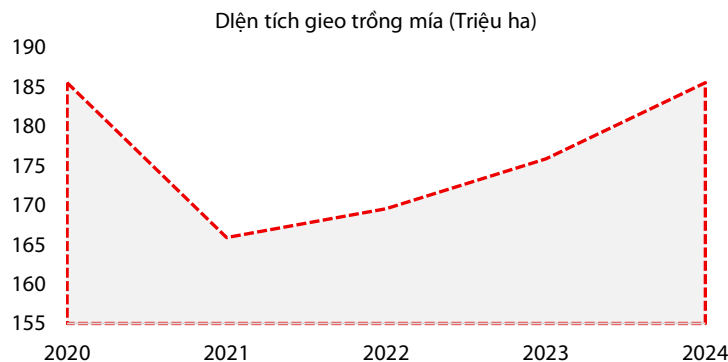
Hình 55: Một số dữ liệu thể hiện sự phục hồi của ngành mía đường, giai đoạn 2020-25

Ngăn chặn đáng kể lượng nhập khẩu bán phá giá và được trợ cấp từ Thái Lan, sản lượng đường nhập khẩu giảm mạnh từ 900 nghìn tấn (niên vụ 2019/20) xuống còn 274 nghìn tấn (niên vụ 2024/25)



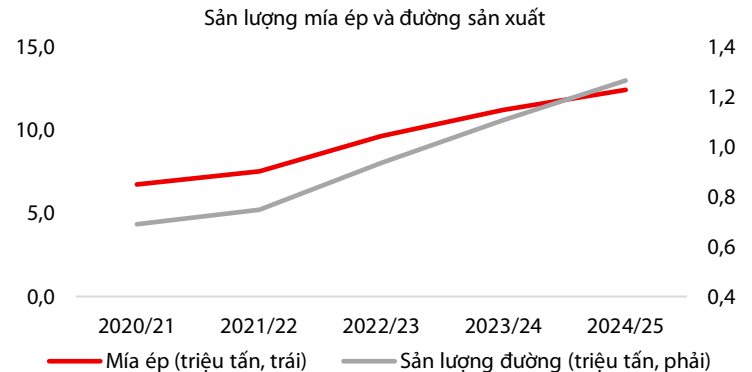
Nguồn: VSSA, TradeMap, CTCK Rông Việt

Nhiều vùng nguyên liệu trồng mía bị phá bỏ trước đây đã được khôi phục trở lại, đặc biệt tại các vùng kinh tế còn gặp nhiều khó khăn



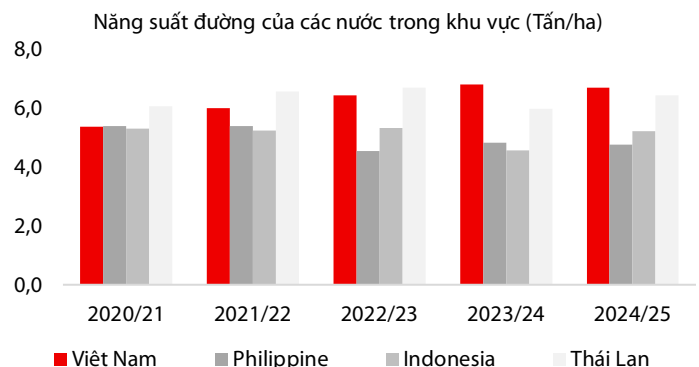
Nguồn: VSSA, GSO, CTCK Rông Việt

Sản lượng đường mía sản xuất trong nước đã có sự phục hồi và duy trì bền vững qua từng năm, tại niên vụ 24/25 sản lượng tăng 1,7 lần so với niên vụ 20/21 (đạt hơn 1,2 triệu tấn) giúp đáp ứng tốt nhu cầu tiêu dùng trong nước



Nguồn: VSSA, CTCK Rông Việt

Năng suất đường cải thiện tốt từ 5,36 tấn/ha niên vụ 2020/21 lên 6,69 tấn/ha niên vụ 2024/25, vươn lên dẫn đầu khu vực



Nguồn: VSSA, CTCK Rông Việt

Ngày 13/06/2025, Bộ Công Thương ban hành Quyết định số 1686/QĐ-BCT về việc rà soát cuối kỳ các biện pháp CBPG và CTC đang áp dụng đối với đường mía có xuất xứ từ Thái Lan trong giai đoạn 2021–2026. Kết quả rà soát cho thấy, nếu các biện pháp này bị chấm dứt, khả năng đường Thái Lan tiếp tục được bán phá giá và hưởng trợ cấp khi xuất khẩu vào Việt Nam là tương đối cao, qua đó có thể gây thiệt hại đáng kể cho ngành sản xuất đường trong nước. Trên cơ sở đó, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 1309/QĐ-BCT, chính thức gia hạn các biện pháp CBPG và CTC thêm 5 năm, đến hết ngày 15/06/2031, song song với Quyết định số 1310/QĐ-BCT về gia hạn biện pháp chống lẩn tránh (CLT) biện pháp PVTM. Nhìn chung, việc gia hạn các biện pháp phòng vệ thương mại được kỳ vọng sẽ tiếp tục tạo lớp bảo vệ cần thiết cho ngành đường nội địa, hạn chế áp lực cạnh tranh từ đường nhập khẩu giá rẻ và hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước duy trì hoạt động sản xuất, đầu tư vùng nguyên liệu trong trung – dài hạn.

PHỤ LỤC 7 - SỐ LIỆU TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2026 – 2030

Bảng 26: Dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

DOANH THU THUẦN	2022	2023	2024	2025	2026E	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng doanh thu	8.255	10.021	10.243	10.573	11.740	12.414	13.189	13.720	14.210
Mảng đường	1.973	4.037	3.939	3.630	4.258	4.520	4.846	4.942	4.992
Mảng sữa hạt	4.305	4.003	4.174	4.803	5.292	5.664	6.066	6.448	6.830
Mảng khác	1.978	1.982	2.130	2.140	2.190	2.230	2.277	2.331	2.388
% tăng trưởng cùng kỳ	13%	21%	2%	3%	11%	6%	6%	4%	4%
Mảng đường	25%	105%	-2%	-8%	17%	6%	7%	2%	1%
Mảng sữa hạt	5%	-7%	4%	15%	10%	7%	7%	6%	6%
Mảng khác	19%	0%	8%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
% tổng doanh thu	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Mảng đường	24%	40%	38%	34%	36%	36%	37%	36%	35%
Mảng sữa hạt	52%	40%	41%	45%	45%	46%	46%	47%	48%
Mảng khác	24%	20%	21%	20%	19%	18%	17%	17%	17%

Nguồn: QNS, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 27: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2022	2023	2024	2025	2026E	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng	2.459	3.351	3.484	3.537	3.949	4.213	4.510	4.747	4.972
Mảng đường	375	1.256	1.290	719	844	913	993	1.039	1.078
Mảng sữa hạt	1.752	1.643	1.568	2.134	2.343	2.514	2.697	2.872	3.046
Mảng khác	332	452	626	683	762	786	820	836	848
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP									
Tổng	30%	33%	34%	33%	34%	34%	34%	35%	35%
Mảng đường	19%	31%	33%	20%	20%	20%	20%	21%	22%
Mảng sữa hạt	41%	41%	38%	44%	44%	44%	44%	45%	45%
Mảng khác	17%	23%	29%	32%	35%	35%	36%	36%	36%

Nguồn: QNS, CTCK Rông Việt ước tính

PHỤ LỤC 8 - CÁC DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐỒNG VÀ CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng một số doanh nghiệp có ngành nghề hoạt động & kinh doanh tương đồng với QNS để tham khảo cho phân tích và dự báo.

CTCP Đường Biên Hòa (SBT VN Equity): Thành lập năm 1995, là một trong những doanh nghiệp hàng đầu ngành đường tại Việt Nam, thuộc Tập đoàn TTC. Công ty chuyên sản xuất và kinh doanh đường cùng các sản phẩm phụ từ mía. SBT sở hữu 09 nhà máy luyện đường với tổng công suất khoảng 300.000 tấn/năm, dẫn đầu thị phần nội địa. Sản phẩm Cty được phân phối đa kênh, trụ sở chính đặt tại Tây Ninh.

CTCP Đường Lam Sơn (LSS VN Equity): Tiền thân là Nhà máy Đường Lam Sơn từ năm 1980, cổ phần hóa năm 1999, đặt trụ sở tại Thanh Hóa. Công ty tập trung sản xuất mía đường, các sản phẩm từ đường và nông sản, đồng thời đẩy mạnh xuất khẩu. LASUCO chú trọng phát triển vùng nguyên liệu bền vững (hơn 15.300 ha), sở hữu 2 nhà máy đường, 1 nhà máy điện, 1 xí nghiệp cơ khí và nhà máy Lavina Food.

CTCP Đường Sơn La (SLS VN Equity): Được hình thành từ Nhà máy Đường Sơn La khởi công năm 1995, chính thức cổ phần hóa năm 2008 với trụ sở tại tỉnh Sơn La. Công ty chuyên sản xuất đường từ mía và các sản phẩm sau đường (mật rỉ). Trong đó, hoạt động chế biến và sản xuất đường chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng lợi nhuận của công ty (khoảng 88%). Thị trường tiêu thụ sản phẩm chính của Cty là Hà Nội.

Kaset Thai International Sugar Corp. PCL (KTIS TB Equity): Là một trong những nhà sản xuất đường lớn nhất Thái Lan, thành lập từ năm 1957. Cty hoạt động toàn diện trong chuỗi giá trị mía đường, từ sản xuất đường đến ethanol và các phụ phẩm, nổi bật với mô hình hỗ trợ nông dân ổn định và quy mô NM lớn.

Buriam Sugar PCL (BRR TB Equity): Được thành lập năm 1963 tại tỉnh Buriram, Thái Lan. Công ty chuyên sản xuất và phân phối đường, mật rỉ, đồng thời phát triển điện sinh khối, phân bón hữu cơ từ phụ phẩm mía và pellet gỗ. BRR hoạt động mạnh cả thị trường nội địa và xuất khẩu.

Vitasoy International Holdings Ltd (345 HK Equity): là doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực đồ uống thực vật tại châu Á, được thành lập năm 1940 tại Hong Kong. Công ty nổi tiếng với sữa đậu nành và các sản phẩm từ thực vật khác như sữa hạnh nhân, yến mạch, tofu cùng nhiều loại đồ uống. Vitasoy có mạng lưới phân phối rộng tại Trung Quốc, Hong Kong và một số thị trường châu Á - Thái Bình Dương.

Oatly Group AB (OTLY US Equity): là công ty Thụy Điển thành lập năm 1994, hiện niêm yết trên Nasdaq và là một trong những thương hiệu sữa yến mạch lớn nhất thế giới. Oatly chuyên sản xuất sữa yến mạch, yogurt, kem và các sản phẩm thay thế sữa từ thực vật, tập trung mạnh vào tính bền vững và đổi mới dinh dưỡng. Sản phẩm có mặt tại hơn 40 quốc gia với trọng tâm là châu Âu, Bắc Mỹ và Trung Quốc.

CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN Equity): là doanh nghiệp sữa lớn nhất Việt Nam, được thành lập năm 1976 và niêm yết từ năm 2006. Vinamilk sản xuất đa dạng các sản phẩm sữa tươi, sữa bột, yogurt, kem, nước giải khát và thực phẩm dinh dưỡng, dẫn đầu thị phần nội địa và đẩy mạnh xuất khẩu quốc tế. Công ty liên tục nằm trong top các doanh nghiệp sữa lớn thế giới.

Bảng 28: Chỉ tiêu tài chính, định giá của các doanh nghiệp tương đồng năm 2025 (Đvt: Triệu USD)

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần	EBITDA	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	P/E	P/B
Mảng đường							
SBT VN Equity	616	1.121	81	10,5	2,9	23,7x	1,5x
LSS VN Equity	30	92	12	13,6	5,0	6,8x	0,4x
SLS VN Equity	74	46	16	32,8	32,2	5,2x	1,1x
KTIS TB Equity	245	446	16	9,4	-8,6	7,8x	1,5x
BRR TB Equity	94	181	20	15,5	4,6	10,6x	0,8x
Trung bình ngành						10,8x	1,1x
Trung vị ngành						7,8x	1,1x

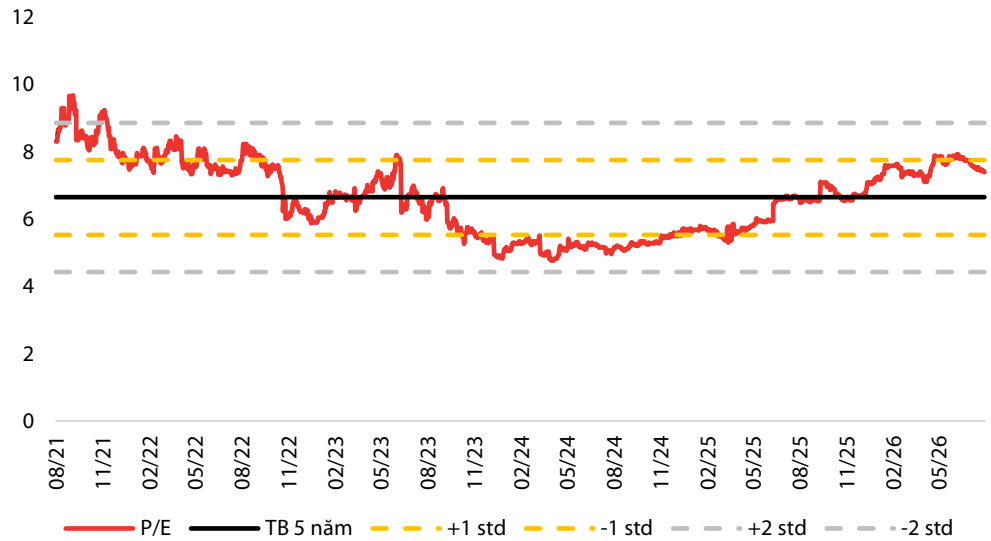
Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần	EBITDA	Biên góp (%)	Biên ròng (%)	P/E	P/B
Mảng sữa							
345 HK Equity	1.385	805	109	51,3	3,7	45,8x	3,5x
OTLY US Equity	324	862	-19	32,1	-17,7	-	359,8x
VNM VN Equity	4.865	2.420	485	41,2	14,8	13,1x	4,0x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chỉ số P/E và P/B lịch sử của QNS

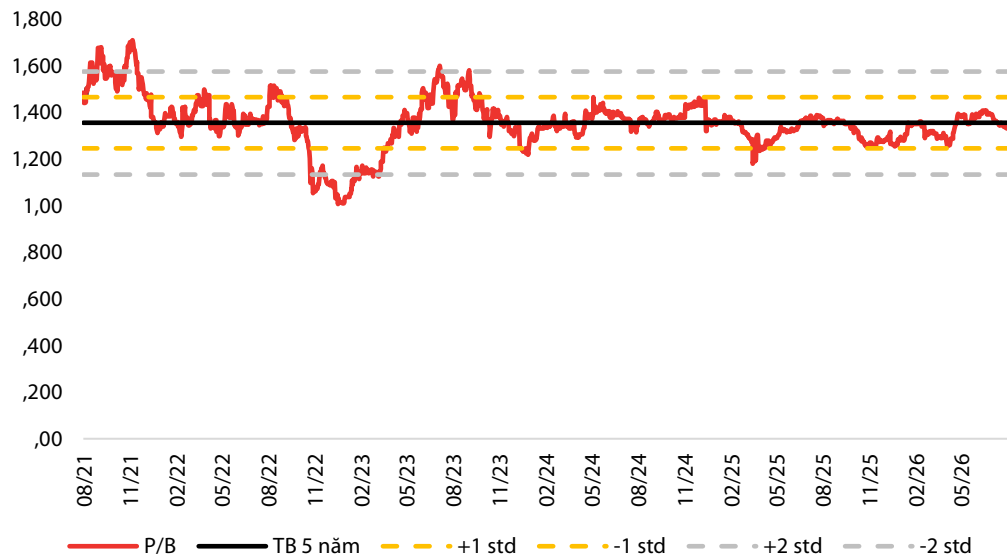
Cổ phiếu QNS hiện đang giao dịch tại mức P/E khoảng 7,3x, cao hơn mức trung bình 5 năm của doanh nghiệp là 6,8x; trong khi P/B đạt 1,3x, tương đương mức trung bình lịch sử.

Hình 56: P/E trung bình 5 năm của QNS



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 57: P/B trung bình 5 năm của QNS



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

BÁO CÁO CÔNG TY

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	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam

Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà

Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỢI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thắng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+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. Rong Viet 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 Rong Viet 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**