MIRAE ASSET
Securities

Equity Research
17/09/2025

UPCoM: QNS · Hàng tiêu dùng thiết yếu

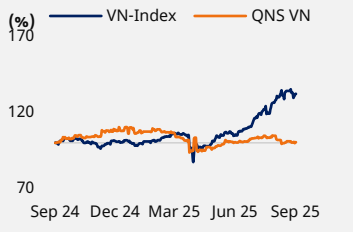
CTCP Đường Quảng Ngãi

Sữa ngọt mía đắng

(Cập nhật)	Tăng Tỷ Trọng
Giá mục tiêu (VND)	▲ 52.250
Thị giá (17/09/2025, VND)	47.400
Lợi nhuận kỳ vọng	10,2%

Lợi nhuận HĐKD (25F, tỷ đồng)	2.075
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	-12,6
Kỳ vọng thị trường (25F, %)	N/A
P/E (25F, x)	8,3
P/E thị trường (x)	16,0
VNIndex	1.658
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.390
SLCP đang lưu hành (triệu)	368
% tự do chuyển nhượng (%)	66,4
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	9,6
Beta (12T)	0,7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	43.500
Cao nhất 52 tuần (VND)	52.300

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4,1	-3,3	0,4
Tương đối	-7,1	-28,3	-31,8



CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Vietnam)

research@miraeasset.com.vn

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS) là doanh nghiệp hàng tiêu dùng thiết yếu đa ngành tại Việt Nam, hoạt động trên 5 mảng chính: sữa đậu nành (Vinasoy), đường và điện sinh khối, nước khoáng & nước giải khát (Thạch Bích), bia (Dung Quất) và bánh kẹo. Trong đó, sữa đậu nành là động lực tăng trưởng chính, đóng góp 40,5% vào tổng doanh thu 2024. Mảng đường và điện sinh khối đang trong lộ trình mở rộng công suất đến năm 2027F, mở ra giai đoạn tăng trưởng mới giúp QNS củng cố vị thế và mở rộng nền tảng kinh doanh đa lĩnh vực.

Luận điểm đầu tư

Mặc dù biên lợi nhuận mảng đường biến động trong ngắn hạn, QNS vẫn được nâng đỡ bởi nền tảng vững chắc: **(1) Biên lợi nhuận ổn định từ mảng sữa:** Vinasoy tiếp tục giữ vị thế dẫn đầu thị trường sữa thực vật Việt Nam với 56,2% thị phần (2024), biên lợi nhuận gộp đạt 39,6% (tăng 1,6%p svck) và đóng góp 53,9% tổng lợi nhuận gộp của QNS trong 6T2025. Giá đậu nành thế giới hạ nhiệt cùng việc tái định hướng dòng sữa hạt Veyo góp phần củng cố dư địa mở rộng biên; **2) Mảng đường duy trì ổn định trong bối cảnh ngành còn nhiều thách thức.** Doanh thu mảng đường giữ vững nhờ sản lượng ổn định, cải thiện năng suất và mở rộng diện tích vùng nguyên liệu dài hạn, bình quân sản lượng đạt 0,22 triệu tấn/năm giai đoạn 2023-2025F. Tuy biên gộp 6T2025 giảm 8,5%p svck do áp lực giá bán, QNS vẫn duy trì mức biên cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành từ năm 2021 đến nay, đạt 23,2% so với SBT (10%) và LSS (14%) trong 6T2025. **3) Cơ cấu vốn thận trọng hỗ trợ đầu tư mở rộng và chính sách cổ tức cao:** QNS duy trì nợ vay ở mức thấp, với OCF bình quân đạt 19% doanh thu giai đoạn 2020-2025F và tiền ròng 4.611 tỷ đồng trong 6T2025 (tương đương 46% vốn chủ). Năm 2024, công ty công bố cổ tức tiền mặt 40% (lợi suất cổ tức 7,0%) và là mức cao nhất kể từ khi IPO. Năm 2025, QNS dự kiến chi trả cổ tức với tỷ lệ tối thiểu 15%.

Dự phóng: Chúng tôi ước tính doanh thu 2025F đạt 10.975 tỷ đồng (+7,1% svck), với biên lợi nhuận gộp giảm còn 32,3% do áp lực biên từ đường. Doanh thu đường dự phóng đạt 4.386 tỷ đồng (+11,3% svck), biên gộp thu hẹp còn 23,1% trong bối cảnh giá bán bình quân chịu sức ép từ nhập khẩu giá rẻ và tồn kho cao. Ngược lại, mảng sữa được kỳ vọng doanh thu ở mức 4.512 tỷ đồng (+8,1% svck) với biên gộp đạt 43,9%. LNST ước tính đạt 2.077 tỷ đồng (-12,6% svck) và tăng trưởng bình quân 17.6% trong 2026F-2027F.

Định giá: Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với QNS với giá mục tiêu 52.250 đồng/cp (dựa trên bình quân phương pháp FCFF và P/E), tương ứng lợi nhuận kỳ vọng 10,2% so với giá đóng cửa vào 17/9/2025.

FY (31/12)	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025	12/31/2026	12/31/2027
Doanh thu (tỷ đồng)	10.021	10.243	10.975	10.457	11.554
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	2.154	2.381	2.075	2.673	2.950
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	21,5	23,2	18,9	25,6	25,5
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.183	2.377	2.077	2.571	2.867
EPS (VND)	6.117	6.465	5.651	6.993	7.797
ROE (%)	25,4	23,8	19,6	21,3	20,7
P/E (x)	7,7	7,3	8,3	6,7	6,0
P/B (x)	2,0	1,7	1,6	1,4	1,2
Lợi suất cổ tức (%)	6,3	7,0	8,5	6,4	6,4

Ghi chú: Lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ theo BCTC hợp nhất
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

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

Luận điểm đầu tư

Mảng đường

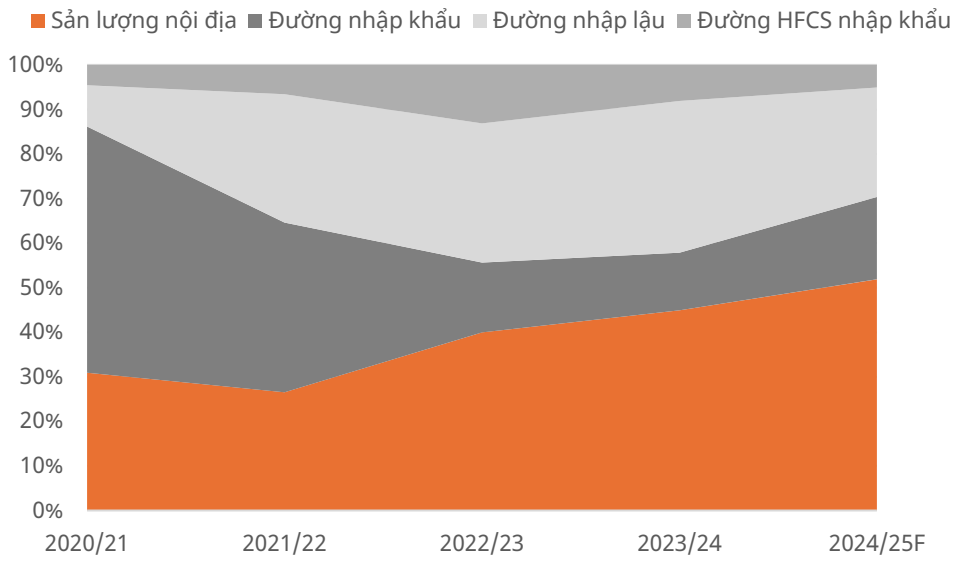
Ngành đường bước vào thời kỳ thách thức

Niên vụ 2024/25 khép lại với kết quả đan xen. Về nguồn cung, tổng sản lượng ở mức cao nhất trong 5 năm, với sản lượng mía ép đạt 12,41 triệu tấn (+14,0% svck) và sản lượng đường đạt 1,27 triệu tấn (+14,3% svck). Kết quả này phản ánh hiệu quả từ các biện pháp phòng vệ thương mại áp dụng từ năm 2021, bao gồm chống buôn lậu, chống bán phá giá và chống trợ cấp. Nhờ vậy, tỷ trọng đường nhập khẩu trong tổng cung giảm mạnh từ 55,2% ở niên vụ 2020/21 xuống còn 12,9% trong niên vụ 2023/24. Ở chiều ngược lại, nhu cầu tiêu thụ nội địa suy yếu trong bối cảnh đường nhập lậu vẫn ở mức cao khiến tồn kho tích lũy lên đến 700.000 tấn, tương đương 55,3% sản lượng sản xuất niên vụ 2024/25 so với 30,8% cùng kỳ 2022/23. Với đặc thù thời hạn xoay vòng ngắn, các nhà máy buộc phải tăng tốc giải phóng tồn kho, gây sức ép trực tiếp lên mặt bằng giá nội địa.

Áp lực lên giá bán: Theo VSSA, sản lượng tiêu thụ vẫn chưa bắt kịp tốc độ sản xuất, khiến giá đường trắng lùi về mức 17.400–18.200 đồng/kg và đường tinh luyện còn 19.500 đồng/kg (giảm 2.000 đồng/kg svck). Trong khi đó, chi phí mía đầu vào (chiếm 85% giá vốn) ở mức 1,2–1,3 triệu đồng/tấn càng làm gia tăng áp lực chi phí và giải phóng hàng tồn.

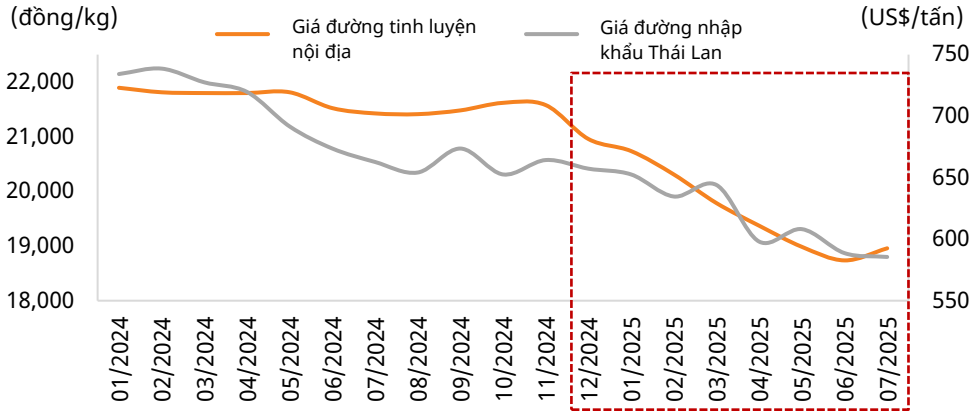
Tính đến cuối tháng 6/2025, các doanh nghiệp đường như LSS, SLS, KTS, SBT và QNS ghi nhận tổng giá trị tồn kho 8.300 tỷ đồng (+15% svck). Dù việc tích trữ 6T đầu năm mang tính mùa vụ, quy mô hiện tại đã vượt xa quỹ đạo khi cầu yếu và giá bán suy giảm sau 2022–2024. Điều này khiến chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và biên lợi nhuận chịu sức ép rõ rệt. Chúng tôi cho rằng tốc độ đẩy hàng tồn kho trong quý tới sẽ là yếu tố quan trọng để đánh giá khả năng phục hồi lợi nhuận và chất lượng bảng cân đối của toàn ngành.

Hình 1. Cơ cấu nguồn cung đường tại Việt Nam



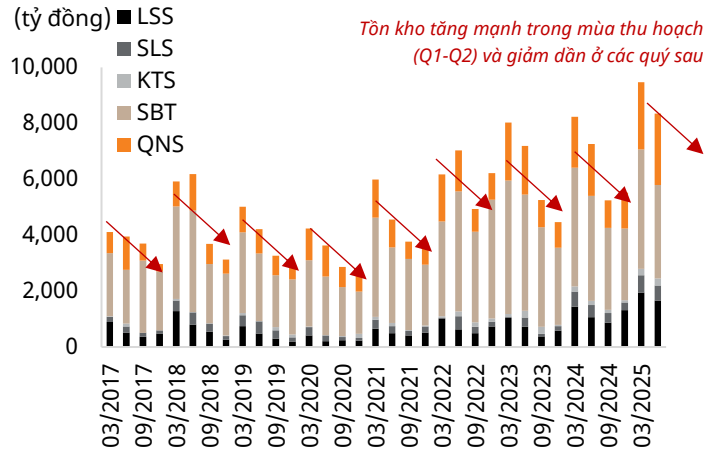
Nguồn: VSSA, SRI, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 2. Giá đường tại Việt Nam duy trì quanh mức 21.500 đồng/kg trong suốt năm 2024 nhưng đã giảm 11,6% từ đó



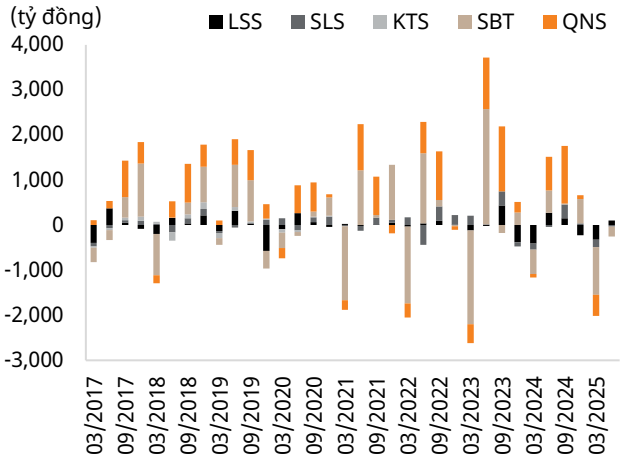
Nguồn: Agromonitor

Hình 3. Nếu tồn kho không được giải phóng trong quý tới, rủi ro dư cung sẽ gia tăng...



Nguồn: FiinPro

Hình 4. ... OCF có thể bị co hẹp do nhu cầu vốn lưu động, khiến hiệu quả chuyển đổi tiền mặt vốn đã thấp càng chịu thêm áp lực

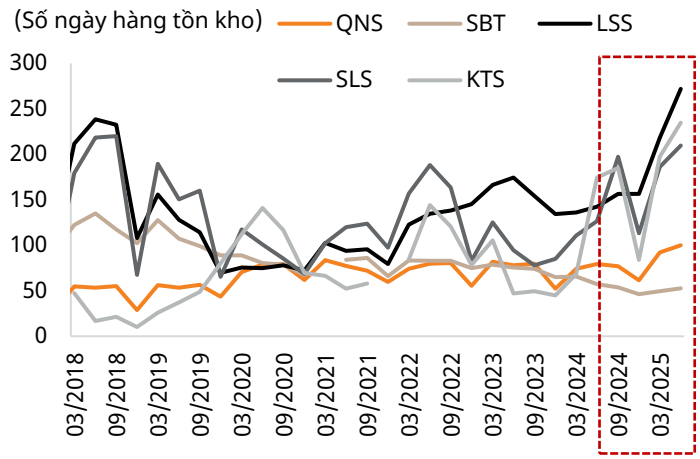


Nguồn: FiinPro

Lợi thế biên tạo bộ đệm trước áp lực ngành

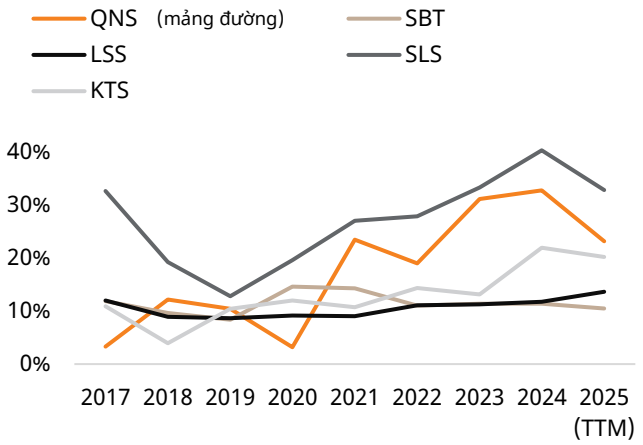
So với các doanh nghiệp cùng ngành, QNS duy trì vòng quay vốn hiệu quả, cho phép chi phí được phản ánh kịp thời vào doanh thu. Biên lợi nhuận gộp mảng đường tuy biến động theo chu kỳ ngành nhưng luôn vượt trội so với phần lớn nhà sản xuất nội địa kể từ 2021, đạt 23% trong 6T2025 so với SBT (10%) và LSS (14%). Chúng tôi cho rằng lợi thế này là yếu tố then chốt giúp QNS duy trì triển vọng lợi nhuận ổn định hơn trong bối cảnh giá đường yếu.

Hình 5. Chu kỳ tồn kho ngắn



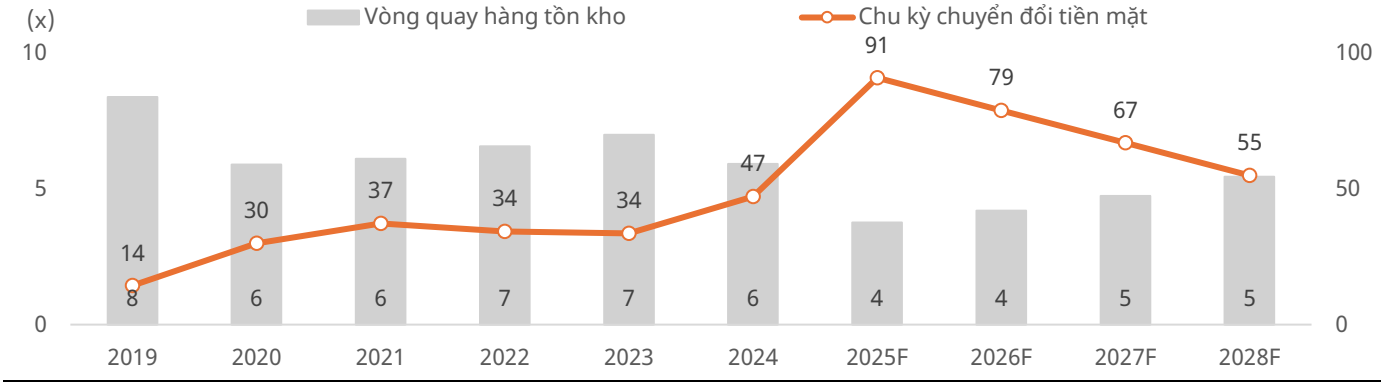
Nguồn: FiinPro

Hình 6. QNS duy trì biên vượt trội so với ngành



Nguồn: FiinPro
Ghi chú: Số liệu QNS năm 2025 tính lũy kế 12T đến 6T2025

Hình 7. Vòng quay hàng tồn và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của QNS



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Xu hướng biên lợi nhuận

Tuy vậy, chúng tôi ghi nhận rằng triển vọng 2 năm tới sẽ kém thuận lợi hơn giai đoạn trước. Trong 6T2025, QNS công bố doanh thu và lợi nhuận ròng giảm lần lượt 2,9% và 23,3% svck, chủ yếu do mảng đường suy yếu khi doanh thu giảm 22,6% svck và biên gộp co lại còn 23,2% so với 31,7% CK.

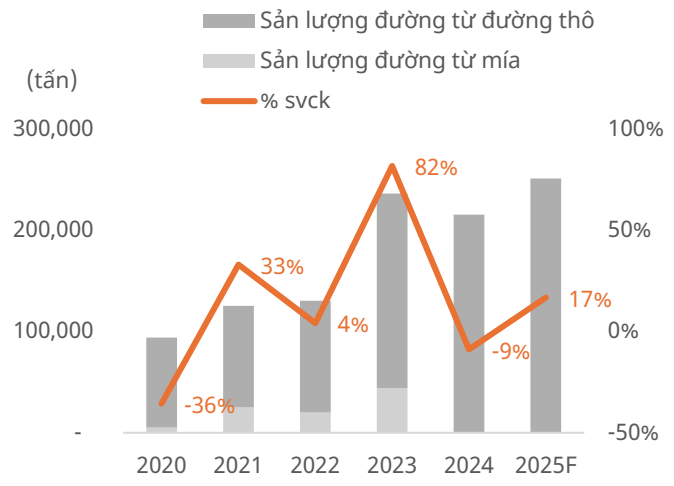
Chúng tôi ước tính giá bán bình quân năm 2025 giảm còn 17,5 triệu đồng/tấn đường (-5% svck) trước khi hồi phục về 17,9 triệu đồng/tấn vào năm 2027 (+2% svck), vẫn dưới vùng đỉnh 2022–24. Sản lượng dự phóng đạt 0,25 triệu tấn năm 2025 (+17,0% svck) tương ứng mức năng suất cao 75 tấn/ha (theo QNS ghi nhận trong 6T2025), và quay về vùng 0,20–0,23 triệu tấn ở các năm sau (CAGR 2024–27: 2,7%). Ước tính này dựa trên giả định năng suất bình quân trung hạn ổn định quanh mức 66 tấn/ha, kết hợp với tốc độ mở rộng diện tích vùng trồng 8%/năm. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng đường dự kiến lần lượt chiếm 40% và 29% trong 2025, giảm còn 35% và 25% trong 2026.

Hình 8. Chúng tôi ước tính giá bán bình quân 2025 giảm xuống 17,5 triệu đồng/tấn (-5% svck), kéo biên gộp co lại 9.6%

		2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	Ghi chú
Giá bán	Giá tham chiếu (VND/kg)	15.000	16.500	22.000	20.500				Đà giảm hiện tại ước tính kéo dài đến cuối năm, trước khi ổn định trở lại vào năm 2026 nhưng vẫn dưới vùng đỉnh 2022-24
	Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	15,84	17,93	21,02	18,32	17,50	17,94	18,29	
	% svck	*42%*	*13%*	*17%*	*-13%*	*-5%*	*2%*	*2%*	
Sản lượng	Sản lượng trong nước (triệu tấn)	0,69	0,75	0,94	1,11	1,27			
	Sản lượng QNS (triệu tấn)	0,10	0,11	0,19	0,22	0,25	0,20	0,23	
	% svck	*12%*	*10%*	*75%*	*12%*	*17%*	*-19%*	*15%*	
Operational ratio	Số ngày tồn kho	59,7	55,5	52,1	61,6	97,0	87,0	77,0	Tồn kho tích lũy
	Biên gộp (mảng đường)	23,5%	19,0%	31,1%	32,7%	23,1%	27,4%	27,1%	Phản ánh giá bán yếu
Mảng đường	Doanh thu (tỷ đồng)	1.584	1.973	4.037	3.939	4.386	3.625	4.262	Tăng trưởng dựa trên sản lượng
	% svck	*59,3%*	*24,6%*	*104,6%*	*-2,4%*	*11,3%*	*-17,4%*	*17,6%*	
	Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	372	375	1.256	1.290	1.015	993	1.153	
	% svck	*1074%*	*1%*	*235%*	*3%*	*-21%*	*-2%*	*16%*	Biên lợi nhuận thu hẹp
	% tổng doanh thu	22%	24%	40%	38%	40%	35%	37%	Tuy nhiên, tác động chung ở mức không đáng lo ngại

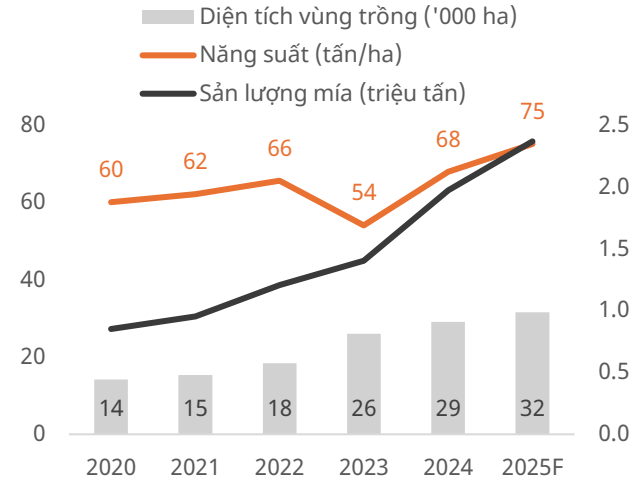
Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 9. Sản lượng đường thương phẩm



Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 10. Mở rộng vùng trồng thúc đẩy sản lượng mía



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Mảng sữa đậu nành: duy trì dòng tiền vững chắc với biên lợi nhuận mở rộng từ chi phí đậu nành giảm

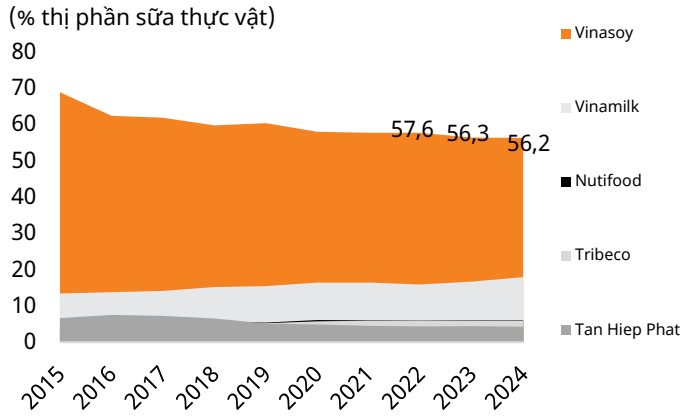
Năm 2024, Vinasoy nắm 56,2% thị phần sữa thực vật tại Việt Nam, gấp hơn 3 lần Vinamilk (17,9%), trong đó thương hiệu Fami chiếm tới 90,6% thị phần sữa đậu nành đóng hộp. Sản lượng tiêu thụ đạt 255 triệu lít (+5,6% svck) với giá bán bình quân 16.367 đồng/lít (đi ngang svck) đã giúp doanh thu tăng 4,3% svck. Đà tăng tiếp diễn trong 6T2025 khi doanh thu ghi nhận 2.315 tỷ đồng (+17% svck) nhờ tiêu thụ sữa tăng mạnh. Chúng tôi nhận thấy giá đậu nành nhập khẩu đã giảm 4,6% svck tính đến 6T2025, góp phần nâng biên lợi nhuận gộp lên 39,6% từ mức 38,0% ck. Theo World Bank, giá đậu nành được dự báo

sẽ tiếp tục giảm 17,4% ck đến cuối 2025F và duy trì ở mức thấp đến 2027F. Phản ánh điều này, chúng tôi dự phóng biên gộp mở rộng ở mức 43,9-49,1% trong giai đoạn 2025-2027F.

Về triển vọng, chúng tôi cho rằng Fami sẽ tiếp tục giữ vai trò động lực lợi nhuận chính. Sản lượng sữa đậu nành dự kiến tăng ở mức trung bình một chữ số do thị trường bão hòa và dư địa tiêu thụ bình quân đầu người hạn chế. Trong khi đó, danh mục sữa hạt cao cấp Veyo được xem như động lực bổ sung, giúp mở rộng dư địa tăng trưởng nhưng không thay đổi vị thế cốt lõi của Fami trong mảng sữa.

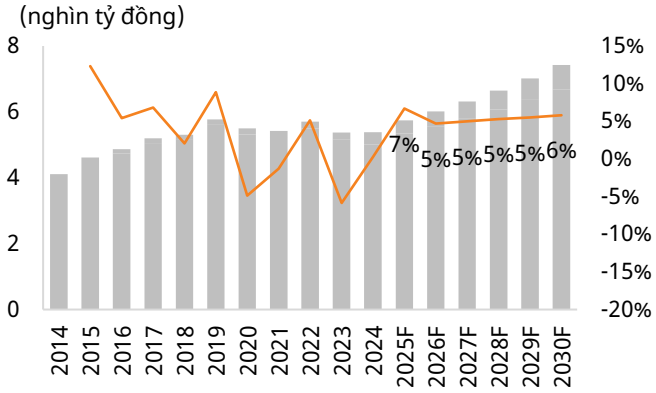
Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của Vinasoy sẽ đạt mức tăng trưởng kép 5,3%/năm giai đoạn 2024–2027F, so với dự báo của Euromonitor ở mức 1,4–6,5% cho toàn thị trường sữa thực vật. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ sản lượng tiêu thụ khi dư địa điều chỉnh giá vẫn hạn chế do cạnh tranh gay gắt và đặc thù sản phẩm phổ thông. Về lợi nhuận, chúng tôi kỳ vọng biên gộp sẽ tiếp tục cải thiện nhờ chi phí đầu vào giảm, trở thành yếu tố then chốt bù đắp việc thiếu đóng góp từ giá bán và củng cố triển vọng mở rộng biên trong trung hạn.

Hình 11. Vinasoy giữ vững vị thế dẫn đầu.....



Nguồn: Euromonitor

Hình 12. ... trong thị trường tăng trưởng ổn định

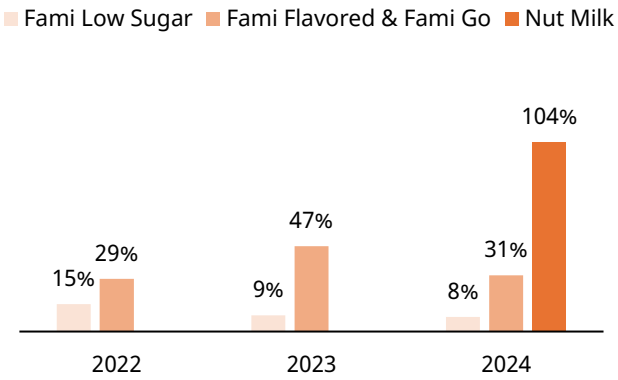


Nguồn: Euromonitor

Hình 13. Năm 2024, QNS ra mắt dòng sản phẩm sữa hạt...

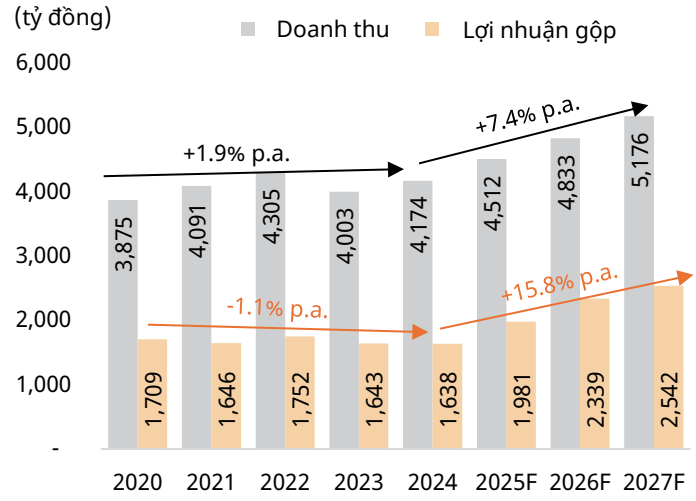
Nguồn: QNS

Hình 14. ... ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng



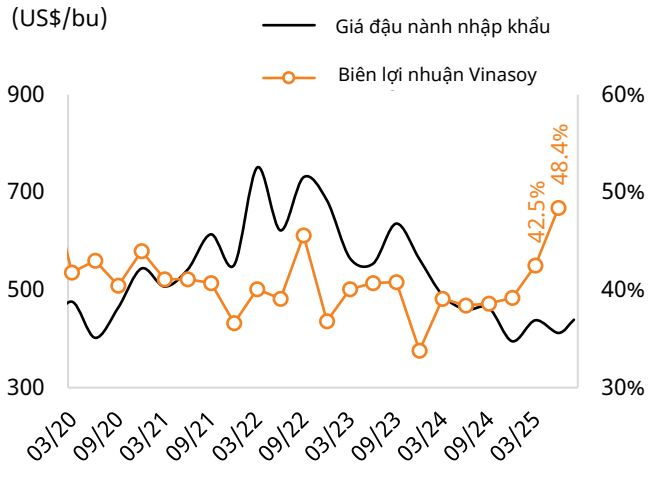
Nguồn: QNS

Hình 15. Tăng trưởng lợi nhuận gộp nhờ doanh thu và chi phí đầu vào



Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 16. Biên gộp sữa đậu nành cải thiện nhờ giá đậu nành giảm



Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 17. Trong thời gian tới, Fami tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, với biên lợi nhuận dự báo mở rộng từ 2025 nhờ chi phí đầu vào giảm

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	24-27'	Ghi chú
Sản lượng tiêu thụ (triệu lít)	270	265	241	255	270	284	298		Vinasoy được ước tính tăng trưởng 5,3%, so với dự báo của Euromonitor 1,4-5,6% cho toàn ngành
% svck	*8,0%*	*-1,9%*	*-8,9%*	*5,6%*	*6,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,3%*	
Giá bán bình quân (đồng/lít)	15.151	16.244	16.576	16.367	16.694	17.028	17.369		Dư địa điều chỉnh giá bán hạn chế
% svck	*-2,3%*	*7,2%*	*2,0%*	*-1,3%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	
Doanh thu (tỷ đồng)	4.091	4.305	4.003	4.174	4.512	4.833	5.176		
% svck	*5,6%*	*5,2%*	*-7,0%*	*4,3%*	*8,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,4%*	
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.646	1.752	1.643	1.638	1.981	2.339	2.542		Chi phí đậu nành nhập khẩu và bao bì giảm giúp biên lợi nhuận mở rộng đáng kể
% svck	*-4%*	*6%*	*-6%*	*0%*	*21%*	*18%*	*9%*		
Biên lợi nhuận gộp	40,2%	40,7%	41,0%	39,2%	43,9%	48,4%	49,1%	*15,8%*	
% tổng doanh thu	55,8%	52,1%	39,9%	40,7%	41,1%	46,2%	44,8%		
% tổng lợi nhuận gộp	72,8%	71,3%	49,0%	47,0%	55,9%	59,9%	59,3%		

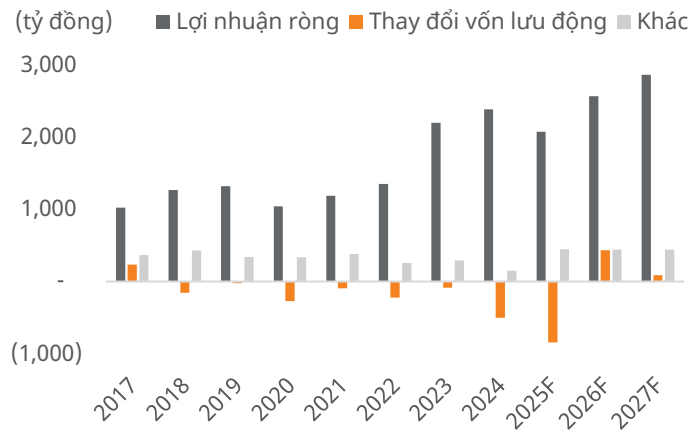
Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Sức khỏe tài chính lành mạnh

Quản trị tồn kho và lợi nhuận ổn định củng cố suất sinh lời FCF

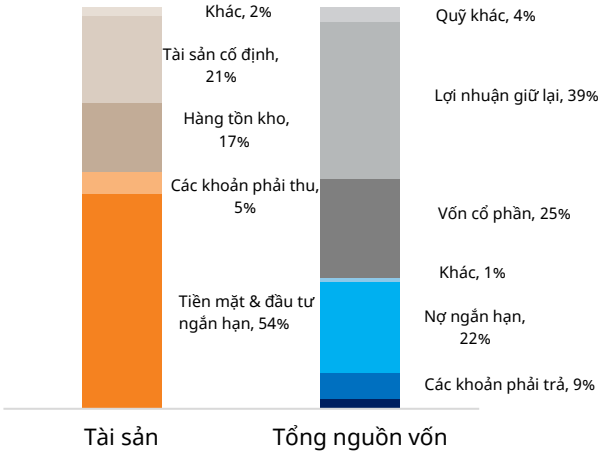
Chu kỳ giá đường cùng quản trị tồn kho chặt chẽ đã thúc đẩy dòng tiền hoạt động kinh doanh, với OCF giai đoạn 2020–2025F bình quân đạt 19% doanh thu. Nguồn tiền dồi dào này cho phép QNS duy trì nợ vay ở mức thấp khi chỉ sử dụng các khoản vay ngắn hạn cho nhu cầu vốn lưu động. Tính đến 6T2025, QNS nắm giữ tiền ròng 4.611 tỷ đồng, tương đương 46% vốn chủ sở hữu.

Hình 18. Lợi nhuận ròng cao cùng nhu cầu vốn lưu động thấp mang lại CFO dồi dào



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 19. Tiền & tương đường tiền chiếm 54% tổng tài sản



Nguồn: FiinPro

Chiến lược phân bổ dòng tiền

Nhu cầu CAPEX dự kiến sẽ tăng mạnh trong ba năm tới khi QNS đẩy nhanh đầu tư vào ba dự án chiến lược tại An Khê (Gia Lai), bao gồm: (1) nâng cấp nhà máy đường, (2) nâng cấp nhà máy điện sinh khối và (3) xây dựng nhà máy ethanol. Tổng vốn đầu tư ước tính 3.758 tỷ đồng, trong đó dự án Ethanol chiếm tỷ trọng lớn nhất và có ý nghĩa chiến lược rõ nét nhất.

Hình 20. Danh mục các dự án được lên kế hoạch đầu tư trong thời gian tới

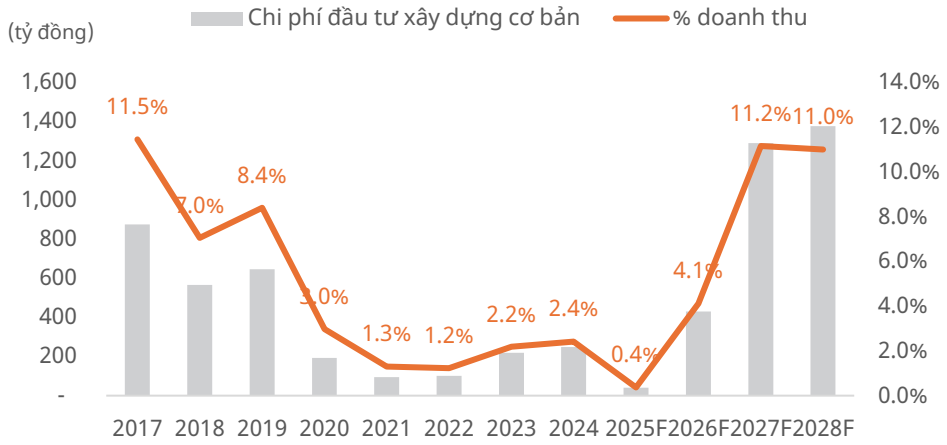
Dự án	Mô tả	Tỷ đồng	Ghi chú
Mở rộng Nhà máy Đường An Khê	Nâng công suất từ 18.000 lên 25.000 tấn mía/ngày	1.170	Đã lên kế hoạch
Mở rộng Nhà máy Điện Sinh Khối An Khê	Nâng công suất từ 50 MW lên 135 MW	847	Đã lên kế hoạch
Nhà máy Ethanol An Khê	Công suất 200.000 lít/ngày	1.741	Đã ký kết tài trợ vốn với VietinBank; khởi công tháng 4/2025; vận hành thương mại tháng 11/2027

Nguồn: QNS

Dự án Nhà máy Ethanol An Khê có tổng vốn đầu tư 1.741 tỷ VND, trong đó 70% (1.183 tỷ VND) được ký thỏa thuận tài trợ vốn với Vietinbank Quảng Ngãi. Theo kế hoạch, công trình khởi công vào tháng 4/2025 và vận hành thương mại từ tháng 11/2027. Đây là dự án chiến lược phù hợp với định hướng chuyển dịch năng lượng trong bối cảnh Bộ Công Thương đề xuất áp dụng tiêu chuẩn xăng sinh học E10 toàn quốc từ tháng 1/2026, vốn đã được triển khai tại nhiều đô thị lớn. Yếu tố này mở ra cơ hội cho QNS hưởng lợi từ nhu cầu được thúc đẩy bởi chính sách, song rủi ro tiến độ và triển khai vẫn cần được theo dõi. Tính đến tháng 6/2025, QNS ghi nhận 42 tỷ đồng chi phí xây dựng dở dang, trong đó 27 tỷ đồng thuộc các công trình xây dựng cơ bản.

Với giả định thận trọng, chúng tôi dự báo CAPEX sẽ tăng dần, tuy nhiên tiến độ giải ngân giai đoạn 2025–2026 có thể chậm hơn kỳ vọng trước khi tăng mạnh trong 2027–2028 khi dự án ethanol bước vào cao điểm thi công cùng các khoản thanh toán khác đến hạn. Chúng tôi đánh giá cơ cấu tài chính ít khả năng chịu áp lực ngắn hạn nhờ (1) phần lớn vốn đầu tư được ngân hàng tài trợ và (2) QNS sở hữu lượng tiền mặt lớn. CAPEX được dự phóng tăng từ mức 2,2–2,4% doanh thu trong 2023–2024 lên khoảng 11% giai đoạn 2026–2028F theo chu kỳ đầu tư.

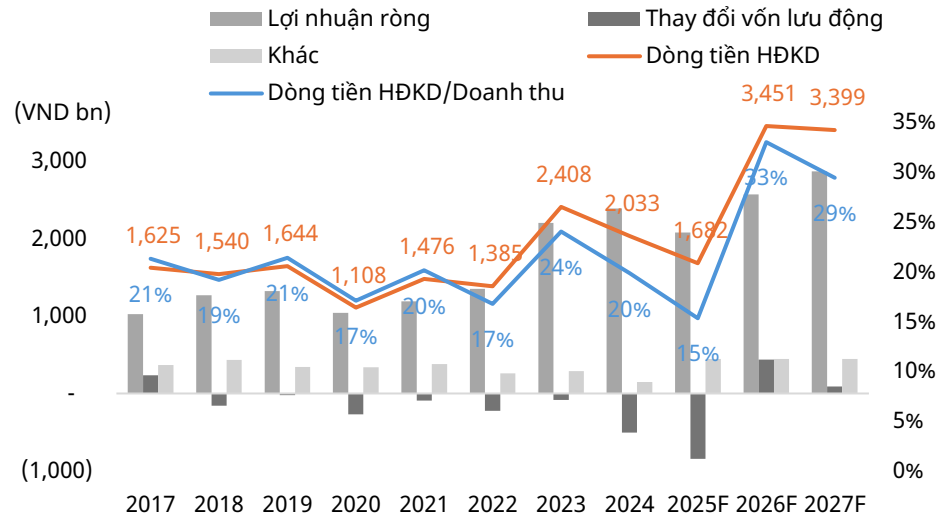
Hình 21. Nhu cầu đầu tư dự kiến gia tăng trong giai đoạn 2026-2028



Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định với tỷ suất cao. Năm 2024, QNS công bố năm thứ hai liên tiếp chi trả cổ tức tiền mặt 40% (4.000 đồng/cp), tương ứng tổng giá trị 1.471 tỷ đồng, sau khi ghi nhận doanh thu 10.243 tỷ đồng (+2,2% svck) và lợi nhuận ròng 2.377 tỷ đồng (+8,8% svck). Mức chi trả này đem lại tỷ suất cổ tức 7%, cao nhất kể từ khi niêm yết. Theo kế hoạch năm 2025, QNS đặt mục tiêu doanh thu 10.000 tỷ đồng (-2,4% svck) và lợi nhuận ròng 1.790 tỷ đồng (-24,7% svck), đồng thời dự kiến chi trả cổ tức với tỷ lệ tối thiểu 15%.

Hình 22. Dòng tiền hoạt động kinh doanh mạnh hỗ trợ duy trì chính sách cổ tức với lợi tức cao



Nguồn: FiinPro

Dự phóng & Định giá

Dự phóng

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2025F của QNS đạt 10.975 tỷ đồng (+7,1% svck), với biên gộp hợp nhất giảm nhẹ xuống 32,3% (so với 34,0% năm 2024) do mảng đường suy giảm và được bù đắp một phần nhờ cải thiện ở mảng sữa. LNST dự kiến đạt 2.077 tỷ đồng (-12,6% svck) trước khi phục hồi lên 2.571 tỷ đồng năm 2026F (+23,8% svck) và 2.867 tỷ đồng năm 2027F (+11,5% svck).

Mảng đường: Diện tích vùng nguyên liệu được kỳ vọng tăng 8%/năm đến 2028F, đạt 40.000 ha, qua đó duy trì sản lượng mía ổn định. Tuy nhiên, nguồn nhập khẩu đường tinh luyện giá thấp từ Myanmar (~14,5 triệu đồng/tấn) và Malaysia (~15,8 triệu đồng/tấn) cùng tồn kho nội địa cao tiếp tục gây áp lực lên giá bán bình quân, dự báo ở mức 17,5 triệu đồng/tấn (-5% svck) trong 2025F. Doanh thu mảng đường dự kiến đạt 4.386 tỷ đồng (+11,3% svck) với biên gộp thu hẹp còn 23,1% (giảm 9,6%p svck) trong 2025F.

Mảng sữa: Đây tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, với sản lượng dự phóng 270 triệu lít (+6% svck) và giá bán bình quân đi ngang trong 2025F. Nhờ chi phí đậu nành giảm và mở rộng danh mục sữa hạt dinh dưỡng, doanh thu dự phóng đạt 4.512 tỷ đồng (+8,1% svck) với biên gộp dự kiến cải thiện lên 43,9% (tăng 4,7%p svck).

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu cho QNS ở mức 52.250 đồng/cp, dựa trên bình quân hai phương pháp FCFF và P/E. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng với lợi nhuận kỳ vọng 10,2% so với giá đóng cửa vào 17/9/2025.

Rủi ro

Kế hoạch mở rộng diện tích vùng nguyên liệu mía chậm hơn dự kiến

Biến động giá đường ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận

Hình 23. Dự phóng kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	FY22	FY23	FY24	1H25	2H25F	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu	**8.255**	**10.021**	**10.243**	**5.187**	**5.787**	**10.975**	**10.457**	**11.554**
% svck	*12,5%*	*21,4%*	*2,2%*			*7,1%*	*-4,7%*	*10,5%*
Đường	1.973	4.037	3.939	1.690	2.695	4.386	3.625	4.262
Sữa	4.305	4.003	4.174	2.315	2.197	4.512	4.833	5.176
Thành Phát	1.582	2.434	2.112	905	1.412	2.318	2.199	2.470
Khác	1.704	1.708	1.841	1.054	720	1.773	1.720	1.766
Loại trừ	(1.309)	(2.160)	(1.823)	(778)	(1.237)	(2.015)	(1.919)	(2.121)
Giá vốn hàng bán	(5.796)	(6.670)	(6.759)	(3.486)	(3.943)	(7.428)	(6.551)	(7.266)
Lợi nhuận gộp	**2.459**	**3.351**	**3.484**	**1.702**	**1.845**	**3.546**	**3.906**	**4.288**
Biên lợi nhuận gộp	29,8%	33,4%	34,0%	32,8%	31,9%	32,3%	37,4%	37,1%
Đường	19,0%	31,1%	32,7%	23,2%	23,1%	23,1%	27,4%	27,1%
Sữa	40,7%	41,0%	39,2%	39,6%	48,5%	43,9%	48,4%	49,1%
Thành Phát	2,4%	1,6%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	1,8%	1,8%
Khác	18,0%	24,9%	28,6%	26,6%	33,1%	29,3%	31,9%	31,9%
Chi phí bán hàng & QLDN	(1.100)	(1.197)	(1.103)	(730)	(742)	(1.472)	(1.233)	(1.338)
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (điều chỉnh)	**1.359**	**2.154**	**2.381**	**972**	**1.103**	**2.075**	**2.673**	**2.950**
Biên lợi nhuận HĐKD (điều chỉnh)	16,5%	21,5%	23,2%	18,7%	19,1%	18,9%	25,6%	25,5%
Thu nhập/chi phí tài chính ròng	107	202	166	76	158	234	198	251
Lợi nhuận từ liên doanh	-	-	-	-	-	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	39	91	98	11	-	11	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1.505	2.447	2.645	1.059	1.261	2.320	2.871	3.201
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(219)	(263)	(268)	(121)	(121)	(243)	(300)	(335)
Lợi nhuận sau thuế	**1.287**	**2.183**	**2.377**	**938**	**1.140**	**2.077**	**2.571**	**2.867**
% svck		*69,7%*	*8,8%*			*-12,6%*	*23,8%*	*11,5%*
Lợi nhuận công ty mẹ	1.287	2.183	2.377	938	1.140	2.077	2.571	2.867
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 24. Bảng tóm tắt định giá

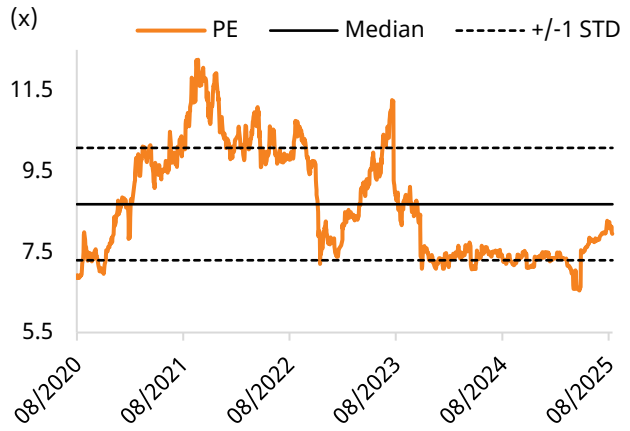
Giả định	
Nợ vay trên tổng nợ vay và VCSH (%)	22,7%
Lãi suất nợ dài hạn	8,5%
Tỉ suất lợi nhuận yêu cầu (CAPM)	11,2%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta (leveraged)	1,0
Phần bù rủi ro	8,4%
Thuế TNDN	10,5%
WACC	**10,4%**
EV/EBITDA cuối chu kỳ	**5,0x**

Định giá FCFF	
Tổng giá trị dòng FCFF chiết khấu	5.038
Giá trị cuối cùng	12.634
Giá trị cuối cùng chiết khấu	10.057
Giá trị doanh nghiệp	**15.095**
Tiền mặt & đầu từ ngắn hạn	8.403
Nợ ngắn hạn & dài hạn	(3.106)
Giá trị nội tại	**20.391**
Số lượng cổ phần (triệu cp)	367,6
Giá trị nội tại mỗi cp	55.460

Định giá mục tiêu	Giá trị	Ghi chú
2025F EPS	5.651	
P/E mục tiêu	8,7x	Trung vị 5 năm
Giá trị mục tiêu theo P/E	49.046	
Tỷ trọng	*50%*	
Giá trị mục tiêu theo FCFF	55.460	
Tỷ trọng	*50%*	
Giá mục tiêu	52.250	
Giá đóng cửa	47.400	17/09/25
Upside	10,2%	

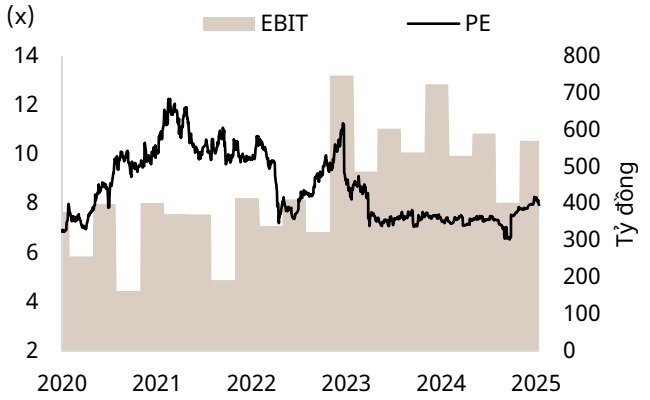
Source: Mirae Asset Vietnam Research

Hình 25. QNS đang giao dịch ở mức P/E trailing 7,9x, thấp hơn 9% so với trung vị dài hạn



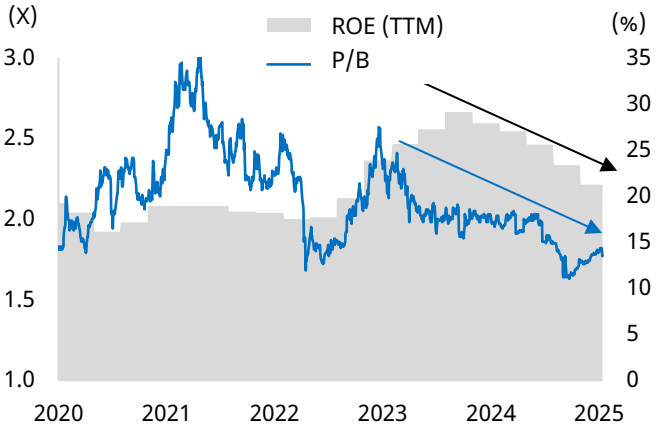
Nguồn: FiinPro

Hình 26. Lợi nhuận biến động do đặc thù ngành



Nguồn: FiinPro

Hình 27. Trên cơ sở P/B, QNS liên tục bị chiết khấu do ROE suy giảm và triển vọng giá đường kém tích cực trong mắt nhà đầu tư



Nguồn: FiinPro

Hình 28. QNS duy trì lợi suất cổ tức bình quân 6% trong 5 năm qua. Bảng cân đối tài chính và OCF vững chắc dự kiến hỗ trợ mức cổ tức 3.000 VND/cp giai đoạn 2025-2027

Nguồn: FiinPro

CTCP Đường Quảng Ngãi (UPCoM: QNS)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**10.021**	**10.243**	**10.975**	**10.457**
Giá vốn hàng bán	**(6.670)**	**(6.759)**	**(7.428)**	**(6.551)**
Lợi nhuận gộp	**3.351**	**3.484**	**3.546**	**3.906**
Chi phí bán hàng & QLDN	**(1.197)**	**(1.103)**	**(1.472)**	**(1.233)**
EBIT	**2.154**	**2.381**	**2.075**	**2.673**
Lợi nhuận HĐKD	**2.356**	**2.547**	**2.309**	**2.871**
Lợi nhuận ngoài hoạt động	**202**	**166**	**234**	**198**
Thu nhập tài chính ròng	202	166	234	198
Lợi nhuận liên doanh liên kết	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	2.447	2.645	2.320	2.871
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	2.356	2.547	2.309	2.871
Lợi nhuận khác	91	98	11	-
Thuế TNDN	(263)	(268)	(243)	(300)
Lợi nhuận sau thuế	**2.183**	**2.377**	**2.077**	**2.571**
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	2.183	2.377	2.077	2.571
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	**2.183**	**2.377**	**2.077**	**2.571**
EBITDA	2.599	2.825	2.527	3.127
FCF	2.189	1.785	1.642	3.021
Biên lợi nhuận gộp (%)	33,4	34,0	32,3	37,4
Biên EBITDA (%)	25,9	27,6	23,0	29,9
Biên EBIT (%)	21,5	23,2	18,9	25,6
Biên lợi nhuận ròng (%)	21,8	23,2	18,9	24,6

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	**8.093**	**10.011**	**11.460**	**12.402**
Tiền & tương đương	289	539	1.104	2.546
Đầu tư tài chính ngắn hạn	6.165	7.299	7.299	7.299
Các khoản phải thu	661	810	1.041	955
Hàng tồn kho	958	1.323	1.974	1.561
Tài sản ngắn hạn khác	19	39	42	40
Tài sản dài hạn	**3.959**	**3.797**	**3.366**	**3.347**
Xây dựng cơ bản dở dang	53	82	101	509
Tài sản cố định	3.666	3.452	3.021	2.589
Các khoản mục khác	240	264	244	249
Tổng tài sản	**12.053**	**13.808**	**14.826**	**15.749**
Nợ ngắn hạn	**3.281**	**3.627**	**4.077**	**3.259**
Các khoản phải trả	492	520	570	508
Nợ vay tài chính ngắn hạn	2.411	2.714	3.106	2.358
Nợ ngắn hạn khác	378	393	400	393
Nợ dài hạn	**191**	**180**	**141**	**414**
Nợ vay tài chính dài hạn	-	-	-	273
Nợ dài hạn khác	191	180	141	141
Tổng nợ	**3.472**	**3.807**	**4.217**	**3.673**
Vốn chủ sở hữu	**8.581**	**10.002**	**10.608**	**12.076**
Vốn cổ phần	3.569	3.676	3.676	3.676
Lợi nhuận giữ lại	4.778	5.851	6.458	7.925
Vốn và các quỹ khác	233	474	474	474
Tổng nguồn vốn	**12.053**	**13.808**	**14.826**	**15.749**

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Dòng tiền HĐKD	**2.408**	**2.033**	**1.682**	**3.451**
Lợi nhuận sau thế	2.201	2.388	2.077	2.571
Khấu hao	445	444	452	454
Thay đổi các khoản phải thu	(64)	(164)	(257)	86
Thay đổi tồn kho	(13)	(362)	(651)	413
Thay đổi các khoản phải trả	(7)	23	65	(63)
Thay đổi tài sản ngắn hạn	21	(36)	23	2
Thay đổi nợ ngắn hạn	(18)	(24)	(48)	(7)
Các khoản điều chỉnh khác	(158)	(235)	20	(5)
Dòng tiền hoạt động đầu tư	**(1.782)**	**(1.151)**	**(40)**	**(430)**
Đầu tư xây dựng cơ bản	(219)	(248)	(40)	(430)
Đầu tư tài chính	(1.869)	(1.134)	-	-
Đầu tư vào liên kết liên doanh	-	-	-	-
Cổ tức đã nhận	306	231	-	-
Dòng tiền hoạt động tài chính	**(539)**	**(632)**	**(1.078)**	**(1.578)**
Thay đổi nợ vay ngắn hạn	515	302	393	(748)
Thay đổi nợ vay dài hạn	-	-	-	273
Chi cổ tức	(1.055)	(1.216)	(1.471)	(1.103)
Phát hành cổ phiếu	-	282	-	-
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Thay đổi khác	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền ròng	**87**	**250**	**564**	**1.443**
Số dư đầu kỳ	203	289	539	1.104
Số dư cuối kỳ	290	539	1.104	2.546

Chỉ tiêu tài chính/định giá

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	7,7	7,3	8,3	6,7
P/CF (x)	7,7	9,7	10,5	5,7
P/B (x)	2,0	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA (x)	8,0	7,9	8,9	7,8
EPS (W)	6.117	6.465	5.651	6.993
CFPS (W)	6.133	4.854	4.466	8.217
BPS (W)	24.039	27.204	28.855	32.847
DPS (W)	2.955	3.308	4.000	3.000
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	48,3	51,2	70,8	42,9
Lợi suất cổ tức (%)	6,3	7,0	8,5	6,4
Tăng trưởng doanh thu (%)	21,4	2,2	7,1	-4,7
Tăng trưởng EBITDA (%)	40,7	8,7	-10,5	23,7
Tăng trưởng EBIT (%)	58,5	10,5	-12,9	28,9
Tăng trưởng EPS (%)	44,8	5,7	-12,6	23,8
Vòng quay phải thu (x)	51,1	34,8	18,3	20,3
Vòng quay hàng tồn kho (x)	7,0	5,9	3,8	4,2
Vòng quay phải trả (x)	14,3	14,7	14,0	14,0
ROE (%)	25,4	23,8	19,6	21,3
ROA (%)	18,1	17,2	14,0	16,3
ROIC (%)	48,6	53,5	43,1	54,0
Đòn bẩy tài chính ròng (x)	0,5	0,5	0,5	0,6
Tỷ lệ thanh toán nhanh (x)	2,2	2,4	2,3	3,3
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (x)	2,5	2,8	2,8	3,8
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	17,0	26,6	18,0	22,7

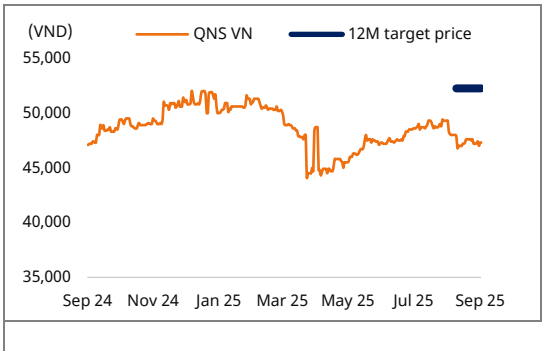
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

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

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Đường Quảng Ngãi	11/09/25	Tăng Tỷ Trọng	52.250



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

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

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

Khuyến cáo

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

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

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

Tel: 82-2-3774-2124

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

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

Tel: 44-20-7982-8000

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

Tel: 1-212-407-1000

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

Tel: 1-213-262-3807

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

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

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

Tel: 65-6671-9845

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

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

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

Tel: 976-7011-0806

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

Tel: 86-10-6567-9699

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

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

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

Tel: 86-21-5013-6392

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

Tel: 84-8-3910-7715

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

Tel: 91-22-62661336