

## Công Ty Cổ Phần Đường Quảng Ngãi (QNS)

**Khả quan**

### Thực phẩm và đồ uống

Giá hiện tại	VND47.300
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND52.604/30.451
Giá mục tiêu	VND65.100
Cập nhật gần nhất	N/a
Giá mục tiêu trước đó	N/a
Consensus	15,2%
Tiềm năng tăng giá	37,6%
Tỷ suất cổ tức	5,3%
Tổng tỷ suất sinh lời	42,8%

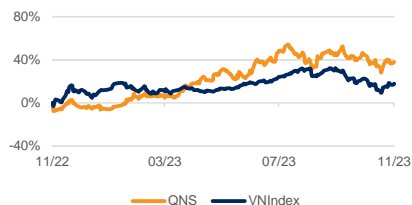
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	691,5
GTGDQB 3 tháng (tr USD)	2,0
Sở hữu NN (tr USD)	225,9
Số CP lưu hành (tr)	356,9
Số CP sau pha loãng (tr)	356,9

	QNS	VNI
P/E trượt 12T	8,6	13,7
P/B	1,8	1,6
ROA (%)	18,0%	2,0%
ROE (%)	26,1%	11,7%

\*Dữ liệu ngày 15/11/2023

### Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
QNS	-1.9	30.8	49.3
Tương quan VNIndex	0.7	0.8	0.8

### Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH MTV TM Thành Phát	15,6%
Võ Thành Đăng	6,6%
Khác	72,7%

### Tổng quan doanh nghiệp

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

### Chuyên viên phân tích



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

## Vụ mùa thuận lợi

- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và tiềm năng tăng giá 37,6% lên 65.100 đồng/cp.
- QNS đang dẫn đầu thị trường sữa đậu nành có thương hiệu với thị phần 87% và là nhà sản xuất đường lớn thứ hai tại Việt Nam.
- P/E của QNS hiện đang ở mức 8,6x – thấp hơn trung bình ngành và chưa phản ánh hết triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty.

### Tiêu điểm tài chính

- Dự phóng tăng trưởng LN ròng cao nhất kể từ khi niêm yết (+54,7% svck) trong 2023, và tiếp tục duy trì đà tăng nhẹ 5,7%/2,1% svck trong 2024-25.
- Chúng tôi kỳ vọng DT tăng 22% svck trong 2023. Trong đó, giá đường cao thúc đẩy DT mảng đường tăng mạnh +94,3% svck trong khi DT mảng sữa đậu nành giảm nhẹ 2,9% svck.
- QNS có đòn bẩy tài chính thấp so với các công ty khác trong ngành thực phẩm và đồ uống. Tỷ lệ nợ/VCSH của công ty đạt 0,2x trong Q3/23. Công ty cũng duy trì tỷ suất cổ tức ổn định 4%-5% hàng năm.

### Luận điểm đầu tư

#### Động lực tăng trưởng DT đến từ nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành tăng

Hiện nay, khoảng 65% sữa đậu nành trên thị trường là sản phẩm không có thương hiệu. QNS, với vị thế dẫn đầu thị trường sữa đậu nành có thương hiệu sẽ tiếp tục chiếm lĩnh thị phần từ những nhà bán lẻ truyền thống. Do đó, trong giai đoạn 2023-2028, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng sữa đậu nành của QNS ghi nhận mức tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 4,5%.

#### Biên LN góp mảng sữa đậu nành cải thiện nhờ chi phí đầu vào giảm

Chúng tôi kỳ vọng biên LN góp mảng sữa đậu nành cải thiện 1,0/5,0 điểm % trong 2024-25 nhờ 1) trong T7/2023, QNS đã chốt hợp đồng cho 70% lượng đậu nành đầu cho năm 2024 với giá thấp hơn 8% svck và 2) giá đậu nành tại Canada dự kiến giảm 12,8% svck trong 2023/24 (theo Bộ Nông nghiệp Thực phẩm Canada). Theo ước tính, 60%-70% nguyên liệu đậu nành của QNS được nhập khẩu từ Canada.

#### Giá đường duy trì ở mức cao hỗ trợ tăng trưởng LN góp trong ngắn hạn

Chúng tôi kỳ vọng giá đường trong nước sẽ tiếp tục dao động ở mức cao trong 2024 nhờ: 1) chính sách hỗ trợ của chính phủ (thuế chống bán phá giá) đối với đường nhập khẩu; và 2) giá đường thế giới neo cao trong 2024 do điều kiện thời tiết không thuận lợi ở các quốc gia xuất khẩu lớn. Nhờ đó QNS có thể tận dụng xu hướng tăng giá đường và mở rộng biên LN góp lên 7,0/0,1 điểm % svck trong 2023-2024 do công ty có quy mô vùng mía nguyên liệu lớn thứ hai cả nước (sau SBT) và có vị thế tốt giúp nắm bắt xu hướng cầu tiêu thụ và giá đường tăng.

#### Mô hình kinh doanh theo chiều dọc tạo giá trị cộng hưởng

Các mảng kinh doanh khác (điện sinh khối, bánh kẹo, nước giải khát) tận dụng sản phẩm đầu ra từ mảng đường (bã mía, đường) để sản xuất, giúp công ty hoàn thiện mô hình kinh doanh theo chiều dọc, đa dạng hóa danh mục sản phẩm và đạt lợi thế kinh tế nhờ quy mô.

Chỉ số tài chính (%)	12-22	12-23	12-24	12-25
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	8.255	10.071	10.954	11.307
Tăng trưởng doanh thu	12,5%	22,0%	8,8%	3,2%
Đường	24,6%	94,3%	12,2%	2,5%
Sữa đậu nành	5,2%	-2,9%	7,4%	4,2%
Khác	19,0%	4,0%	5,2%	2,5%
Biên lợi nhuận góp	29,8%	31,0%	31,7%	31,8%
Biên EBITDA	22,4%	24,7%	23,8%	23,4%
P/E (x)	10,1	8,5	8,0	7,9
P/B (x)	1,3	1,5	1,3	1,2
ROAE	20,7%	29,1%	26,9%	25,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

### Nhiều năm kinh nghiệm trong ngành thực phẩm và đồ uống

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi được thành lập vào năm 1970 dưới sự quản lý của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn. Công ty cổ phần hóa trong năm 2005, và trở thành công ty tư nhân vào năm 2009 và chính thức giao dịch trên sàn UPCOM vào tháng 12 năm 2016. Ban đầu, công ty chủ yếu tập trung vào sản xuất đường trong khi sữa đậu nành chỉ đóng góp một tỷ lệ không đáng kể vào cấu trúc doanh thu của QNS. Giai đoạn từ năm 2011-2015 ghi nhận sự chuyển đổi thành công của QNS khi thâm nhập vào ngành công nghiệp sữa đậu nành với các sản phẩm mới nổi bật như Vinasoy (2012), Vinasoy đen mè (2013), Fami Calcium (2013), Fami Kid (2014) - phù hợp cho mọi lứa tuổi. Hiện nay, QNS đã củng cố vị thế mạnh mẽ trong thị trường sữa đậu nành có thương hiệu với thị phần 87%. Ngoài ra, công ty còn sản xuất bánh kẹo và năng lượng sinh học, các mảng sử dụng sản phẩm đầu ra của mảng đường là đường và bã mía.

Hình 1: Các mặt hàng kinh doanh của Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Ban lãnh đạo của Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi

	Chức danh	Năm sinh	Tỷ lệ sở hữu	Kinh nghiệm làm việc tại công ty
Võ Thành Đàng	Phó Chủ tịch HĐQT - Tổng Giám đốc	1954	10,38%	- 42 năm làm việc tại QNS - Trưởng phòng Kỹ thuật Nhà máy Đường Quảng Ngãi - Phó Giám đốc Kỹ thuật CTCP Đường Quảng Ngãi - Chủ tịch HĐQT CTCP Đường Quảng Ngãi
Nguyễn Hữu Tiến	Thành viên HĐQT	1955	2,95%	- 42 năm làm việc tại QNS - Trưởng phòng Kế hoạch vật tư - Phó Giám đốc
Trần Ngọc Phương	Chủ tịch HĐQT - Phó Giám đốc	1964	2,03%	- 31 năm làm việc tại QNS - Trưởng phòng Tài chính Kế toán Nhà máy Bia Dung Quất - Phó phòng Tài chính kế toán - Phó Giám đốc Nhà máy Bánh kẹo - Kế toán trưởng
Ngô Văn Tụ	Thành viên HĐQT	1956	1,12%	- 42 năm làm việc tại QNS - Giám đốc Nhà máy nước Thạch Bích - Giám đốc nhà máy sữa đậu nành
Đặng Phú Quý	Phó Giám đốc	1963	0,40%	- 41 năm làm việc tại QNS - Giám đốc Sở Thương mại xuất nhập khẩu - Giám đốc Công ty TNHH Thương mại Thành Phát

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

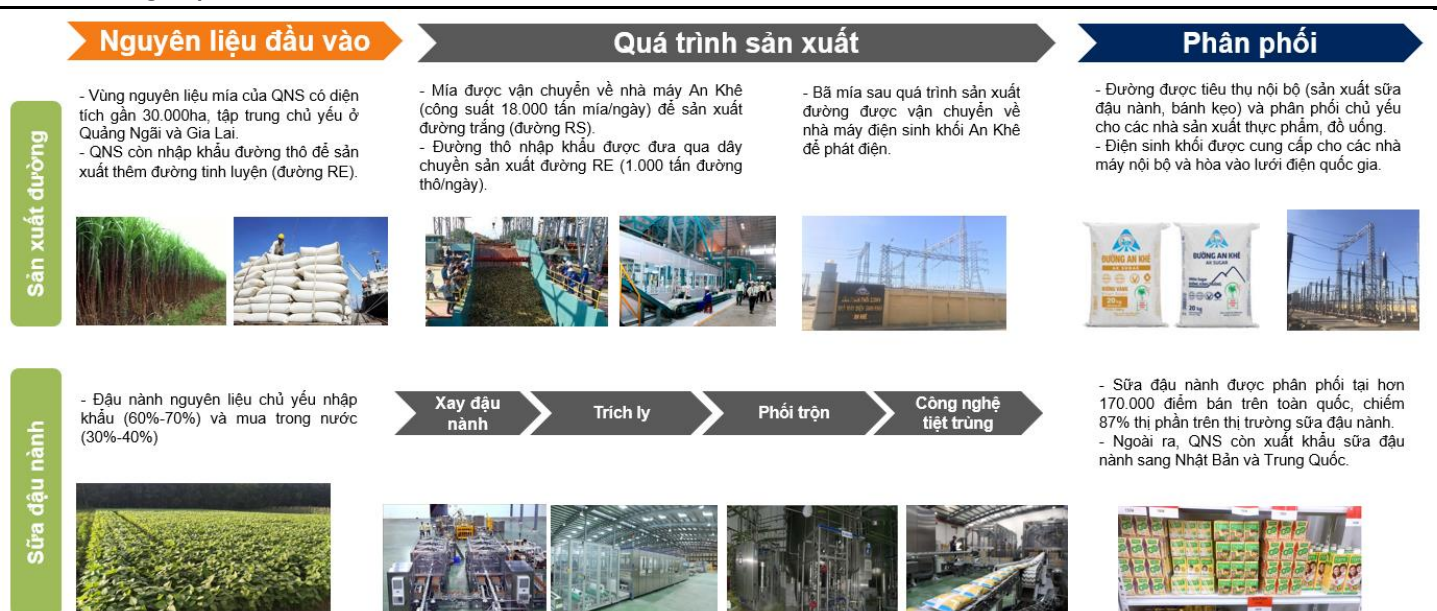
Về cấu trúc sở hữu, Hội đồng quản trị nắm giữ khoảng 20% cổ phần. Hầu hết các thành viên trong Hội đồng Quản trị đều làm việc tại QNS từ khi công ty thành lập với mức kinh nghiệm trung bình trên 10 năm.

## Chuỗi giá trị theo chiều dọc

QNS áp dụng mô hình kinh doanh theo chiều dọc từ việc kiểm soát nguồn nguyên liệu đầu vào là đậu nành và mía tại vùng trồng của công ty đến việc sản xuất đường để sản xuất sữa đậu nành và bánh kẹo. Công ty phát triển vùng nguyên liệu mía đường ở Gia Lai và Quảng Ngãi với diện tích ước tính gần 30,000 ha (chiếm 16% diện tích mía đường của Việt Nam). Ngoài ra, QNS cũng tự chủ 30%-40% nguyên liệu đậu nành với vùng nguyên liệu có diện tích là 9,000 ha (dựa trên ước tính của chúng tôi).

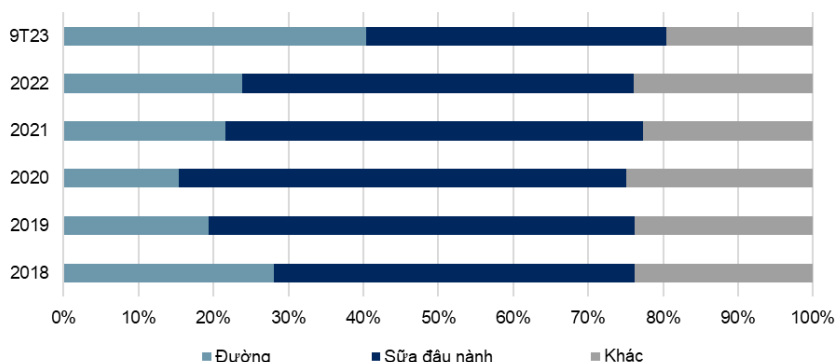
Ngoài sản xuất đường, QNS còn sản xuất sữa đậu nành (Vinasoy, Fami) và bánh kẹo (Biscafun) - sử dụng đường là nguyên liệu đầu vào. Do đó, các hoạt động sản xuất này sẽ tiêu thụ một phần sản lượng đầu ra từ mảng đường. Thêm vào đó, công ty còn sở hữu nhà máy điện sinh khối An Khê, sử dụng bã mía sau quá trình sản xuất đường để sản xuất điện cho các nhà máy và kết nối với lưới điện quốc gia. Chúng tôi cho rằng sự liên kết giữa các mảng kinh doanh giúp QNS đa dạng hóa danh mục sản phẩm và đạt được lợi thế kinh tế nhờ quy mô.

Hình 3: Chuỗi giá trị của QNS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu theo các mảng (đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Các mảng kinh doanh chính

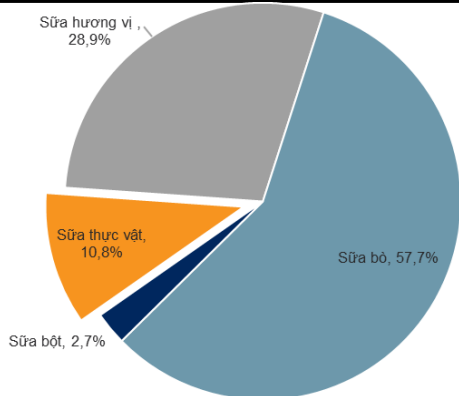
### Sản xuất sữa đậu nành: Nắm bắt xu hướng dinh dưỡng thực vật

#### Thị trường tiềm năng có tốc độ tăng trưởng nhanh

Sữa thực vật là ngành có tốc độ phát triển nhanh trên thị trường sữa thế giới. Theo Nielsen, thị trường sữa thực vật toàn cầu sẽ đạt 34 tỷ USD vào năm 2024 từ mức 16,3 tỷ USD vào năm 2018 với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 13,0%. Tại Việt Nam, giá trị thị trường ngành sữa có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 14% trong giai đoạn 2014-2019 (theo Tổng cục Thống kê). Trong đó, sữa có nguồn gốc từ thực vật chiếm khoảng 10% tổng giá trị thị trường, với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 18% - cao nhất trong các dòng sản phẩm sữa uống.

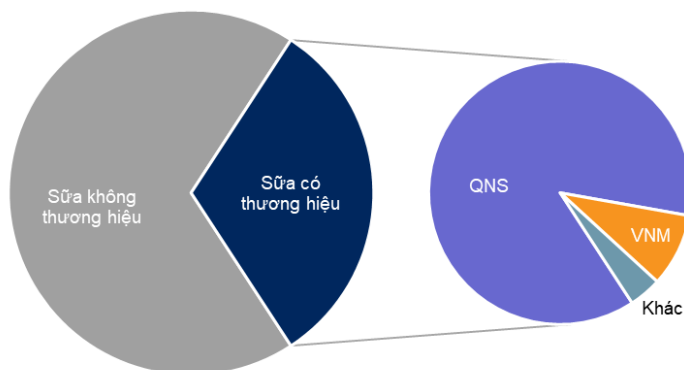
Chúng tôi cho rằng sữa có nguồn gốc thực vật sẽ tiếp tục tăng trưởng trong những năm tới do người tiêu dùng ngày càng nâng cao nhận thức về vấn đề sức khỏe. Theo nghiên cứu của Kantar World Panel, người tiêu dùng đang tích cực đưa các thực phẩm có nguồn gốc thực vật vào chế độ ăn uống hàng ngày. Cụ thể, 83% người tiêu dùng đang tìm kiếm giải pháp mới nhằm tăng cường hệ miễn dịch; 82% đang cố gắng cải thiện sức khỏe và 75% bày tỏ ý định sẵn sàng chi trả nhiều tiền hơn cho các sản phẩm thân thiện với môi trường. Hiện nay, sữa có nguồn gốc thực vật chính là sản phẩm tối ưu cho những xu hướng này và thu hút ngày càng nhiều nhóm người trẻ tuổi tại thành thị và tầng lớp trung lưu.

Hình 5: Cơ cấu thị trường sữa Việt Nam năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EUROMONITOR

Hình 6: Sữa đậu nành có thương hiệu hiện chỉ chiếm khoảng 35% tổng sản lượng tiêu thụ



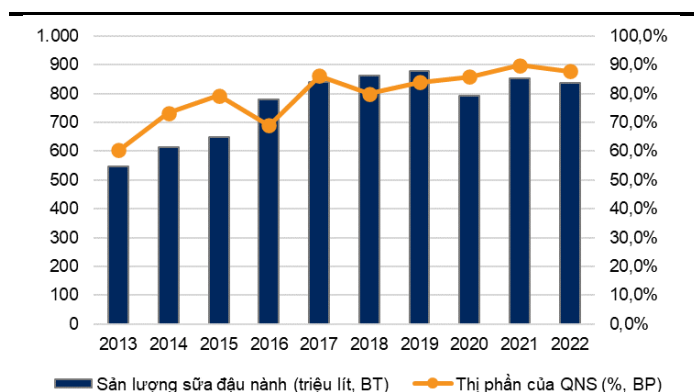
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EUROMONITOR

Tại Việt Nam, sữa đậu nành là sản phẩm phổ biến nhất trong số các loại sữa có nguồn gốc thực vật với mức tiêu thụ hơn 800 triệu lít vào năm 2022 (theo ước tính của chúng tôi). Tuy nhiên, hiện nay sữa đậu nành đóng hộp (sữa tiệt trùng có hạn sử dụng 6 tháng) chỉ chiếm khoảng 35% tổng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành. Phần còn lại là sữa đậu nành đựng trong cốc/túi nhựa không có nhãn hiệu và không đảm bảo an toàn thực phẩm. Tuy nhiên, người tiêu dùng đang ngày càng nâng cao nhận thức về vấn đề vệ sinh an toàn thực phẩm, chúng tôi tin rằng họ sẽ dần thay đổi thói quen tiêu dùng từ sữa đậu nành đựng trong túi nilon (bán tại chợ truyền thống) sang các sản phẩm đóng hộp có thương hiệu. Điều này có thể thấy rõ nhất tại khu vực thành thị.

## QNS chiếm lĩnh thị phần ngành sữa đậu nành

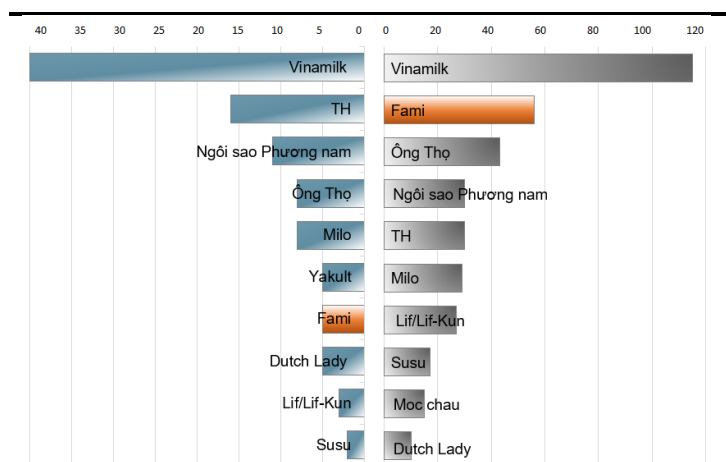
QNS hiện đang thống trị thị trường sữa đậu nành có thương hiệu với 87,8% thị phần vào năm 2022 (theo QNS) trong khi đó VNM chỉ nắm giữ thị phần nhỏ (ước tính khoảng 5%). Theo Kantar Worldpanel, Fami (thương hiệu sữa đậu nành của QNS) là thương hiệu sữa đậu nành duy nhất lọt Top 10 thương hiệu sữa được tin dùng nhiều nhất tại khu vực thành thị (4 thành phố lớn) và nông thôn tại Việt Nam.

Hình 7: Sản lượng sữa đậu nành VN và thị phần của QNS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, TETRA PAK

Hình 8: Fami nằm trong top 10 thương hiệu sữa nội địa tại 4 thành phố trọng điểm và khu vực nông thôn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, KANTAR WORLDPANEL

\* **Điểm tiếp cận người tiêu dùng (CRP)** là thước đo mức độ thâm nhập thương hiệu (có bao nhiêu hộ gia đình mua sản phẩm) và tần suất mua hàng (tần suất người tiêu dùng mua sản phẩm)

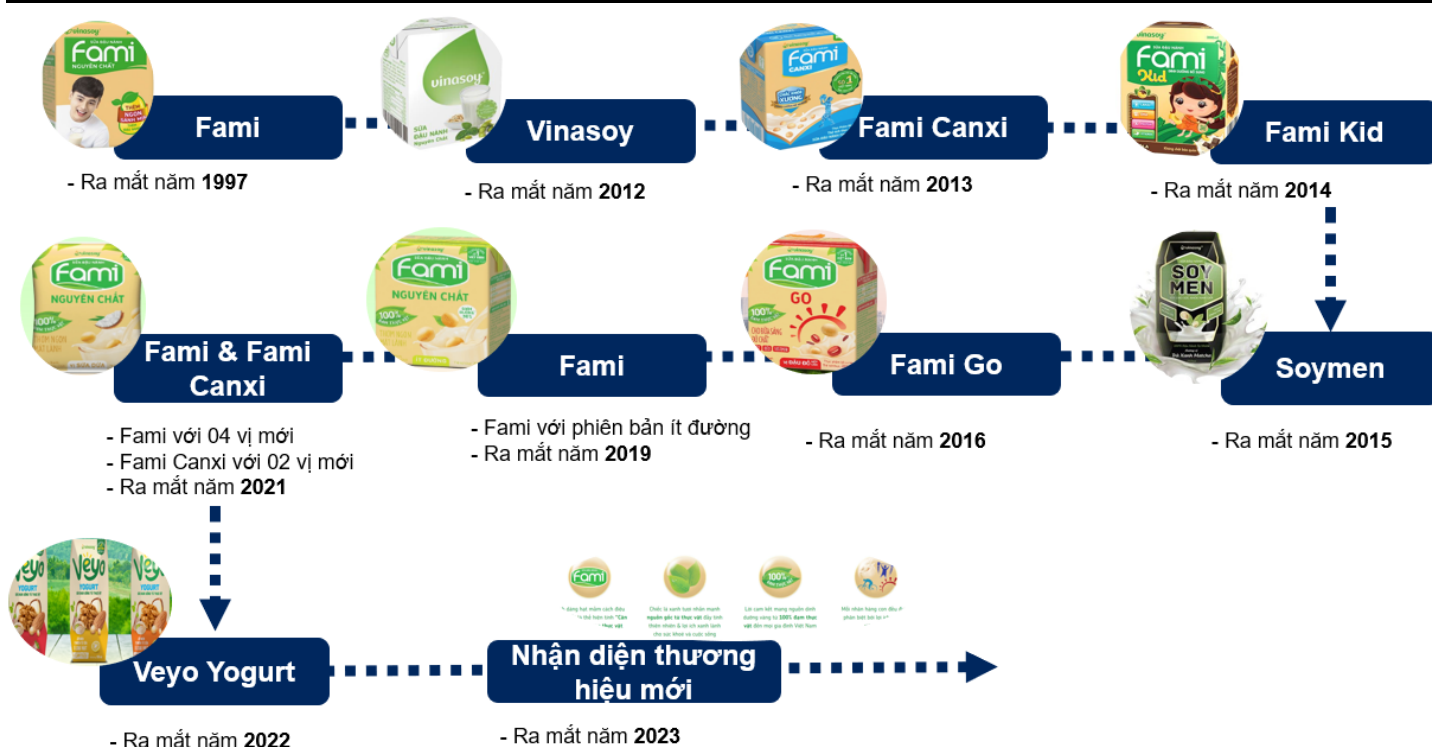
Chúng tôi cho rằng với vị thế tiên phong trên thị trường sữa đậu nành nội địa, QNS có thể tận dụng xu hướng ưa chuộng sữa đậu nành có thương hiệu trên thị trường. Hiện nay, còn khoảng 65% sữa đậu nành trên thị trường không có nhãn mác và được đóng gói trong túi/cốc nhựa, do đó chúng tôi kỳ vọng QNS sẽ tiếp tục chiếm lĩnh thị phần từ những sản phẩm này.

Ngoài ra, công ty đang sở hữu 3 nhà máy sữa đậu nành với tổng công suất thiết kế 395 triệu lít/năm - đưa QNS vào top 5 nhà sản xuất sữa đậu nành lớn nhất thế giới. Các nhà máy của QNS được đặt tại Bắc Ninh (CSTK 180 triệu lít/năm), Quảng Ngãi (CSTK 125 triệu lít/năm) và Bình Dương (CSTK 90 triệu lít/năm), thuận tiện cung ứng sữa cả 3 miền. Hiện tại, các nhà máy của QNS mới chỉ hoạt động khoảng 70% tổng công suất thiết kế – điều này cho phép doanh nghiệp mở rộng sản xuất trong trường hợp nhu cầu tăng cao. Ngoài ra, công ty cũng có mạng lưới phân phối rộng khắp Việt Nam với khoảng 170.000 điểm bán hàng, chỉ đứng sau VNM (với hơn 251.000 điểm bán) và lớn hơn nhiều so với các công ty sữa khác như Dutch Lady (100.000 điểm bán), FrieslandCampia (trên 100.000 điểm bán), Mộc Châu (80.000 điểm bán) và Nuti food (trên 60.000 điểm bán).

## Nghiên cứu và đổi mới là động lực giúp tăng trưởng doanh thu

Chúng tôi tin rằng hoạt động nghiên cứu và đổi mới là động lực tăng trưởng cho mảng sữa đậu nành. Trong giai đoạn 2013-2018, công ty đạt tốc độ tăng trưởng kép khoảng 13,6% nhờ liên tục tung ra các sản phẩm mới đáp ứng hầu hết nhu cầu của mọi lứa tuổi như Fami Canxi, Fami Kid, Fami Go. Vào T5/2022, QNS ra mắt sản phẩm sữa chua uống có nguồn gốc thực vật đầu tiên tại Việt Nam - Veyo Yogurt - lên men từ 5 loại hạt. Sản phẩm được ra mắt sau giai đoạn Covid-19, khi người tiêu dùng đặc biệt quan tâm nhiều hơn đến các sản phẩm giúp tăng cường hệ miễn dịch. Ngoài ra, vào T8/2023, QNS cũng ra mắt bộ nhận diện thương hiệu mới với khẩu hiệu “Thêm đậm thực vật, thêm cân bằng trong cuộc sống” – phù hợp với khẩu vị cũng như xu hướng dinh dưỡng thực vật của giới trẻ.

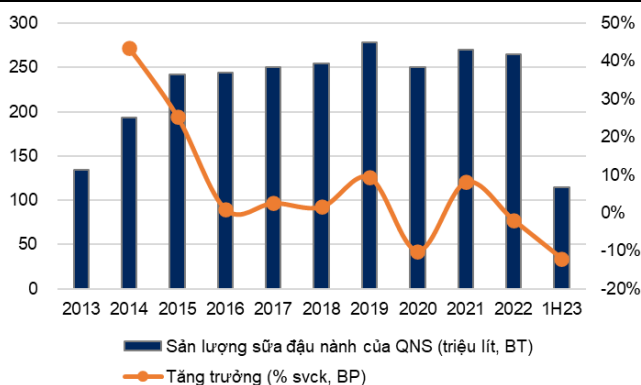
Hình 9: QNS liên tục ra mắt sản phẩm mới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

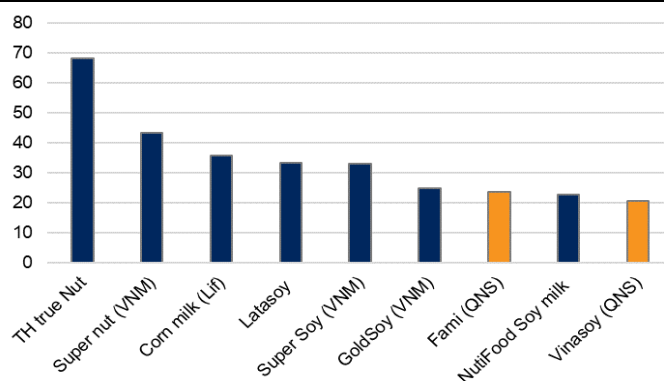
Trong 6T23, doanh thu mảng sữa đậu nành ghi nhận mức giảm 7% svck chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm 12% svck khi nhu cầu tiêu dùng vẫn ở mức thấp. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng nhu cầu trong nước sẽ phục hồi trong những tháng tới nhờ tác động tích cực từ các chính sách tài khóa (giảm thuế phí, tăng lương cơ bản). Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy QNS có lợi thế về giá bán sản phẩm thấp hơn so với các sản phẩm sữa thực vật khác trên thị trường, điều này khá phù hợp với xu hướng tiêu dùng tiết kiệm của người dân sau khi thu nhập bị ảnh hưởng bởi Covid 19. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng sữa đậu nành của QNS tăng 17,4% trong nửa cuối năm 2023 so với nửa đầu năm 2023 và giữ ở mức tương đương (+0,7% svck) so với nửa cuối năm 2022. Trong năm 2023, chúng tôi ước tính tổng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành giảm 5,7% svck, chủ yếu do mức tiêu thụ thấp trong 6T23 và giá bán trung bình dự phóng tăng 3% svck do giá nguyên liệu đầu vào tăng. Do đó, doanh thu mảng sữa đậu nành ước tính giảm 2,9% svck trong năm 2023.

**Hình 10: Sản lượng sữa đậu nành của QNS từ năm 2013 đến nửa đầu năm 2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

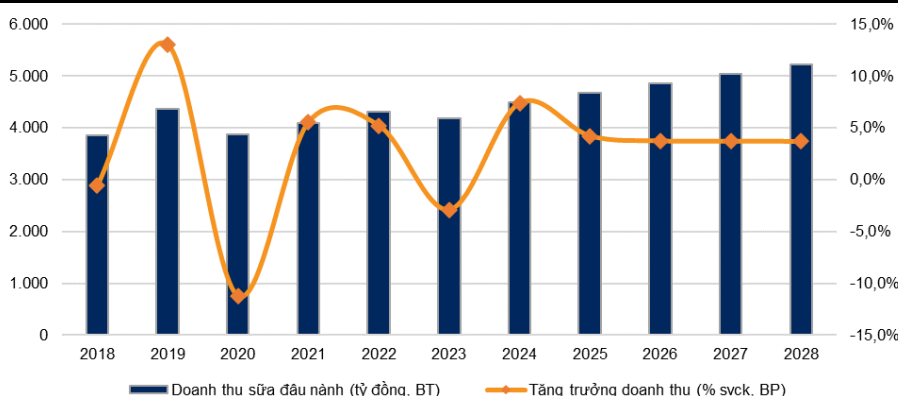
**Hình 11: Giá bán của QNS so với các sản phẩm sữa thực vật khác (đv: đồng/ml)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁCH HOÁ XANH

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS sẽ tăng 6,4% svck nhờ 1) nhu cầu trong nước phục hồi và 2) các sản phẩm mới ra mắt (Veyo Yogurt) sẽ thu hút nhiều người tiêu dùng thế hệ trẻ. Trong Q4/23, công ty có kế hoạch tung ra thị trường sản phẩm sữa đậu nành mới nhằm hướng đến nhóm khách hàng thành thị, do đó chúng tôi tin rằng sản phẩm mới sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của QNS trong năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình tăng 1,0% svck trong năm 2024 do công ty chuẩn bị ra mắt các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp với giá bán cao hơn. Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng sữa đậu nành của QNS tăng 7,4% svck trong năm 2024. Trong giai đoạn 2023-2028, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sữa đậu nành ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 4,5% với giả định giá bán tăng có tốc độ tăng trưởng bình quân 1,8%/năm và sản lượng tăng với tốc độ tăng trưởng trung bình năm là 2,7%.

**Hình 12: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng sữa đậu tăng 7,4% svck trong năm 2024 sau khi giảm nhẹ trong năm 2023**



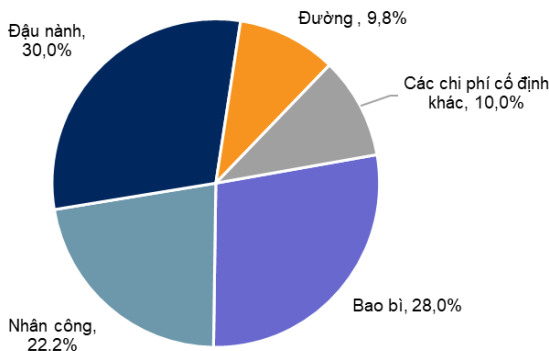
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Chi phí đầu vào hạ nhiệt giảm áp lực lên biên lợi nhuận gộp

Chúng tôi cho rằng QNS có lợi thế cạnh tranh về vùng nguyên liệu trong khi các doanh nghiệp phải nhập nguyên liệu đậu nành và đường. Hiện nay, QNS đang sở hữu vùng nguyên liệu đậu nành không biến đổi gen với diện tích 9.000 ha (chiếm 36% tổng diện tích đậu nành cả nước) tập trung chủ yếu ở Tây Nguyên - có khả năng đáp ứng khoảng 30%-40% nhu cầu nguyên liệu đầu vào. Diện tích vùng nguyên liệu của QNS trong năm 2022 tăng 80% so với năm 2018.

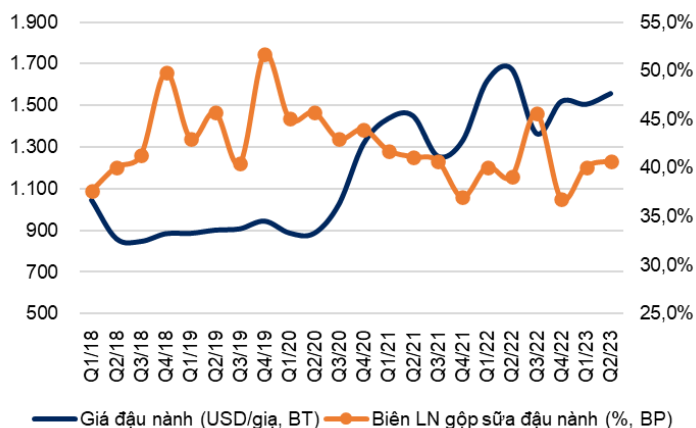
Trong giai đoạn 2023-24, công ty tiếp tục nghiên cứu các giống đậu nành có năng suất cao và mở rộng vùng nguyên liệu tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long nhằm tăng khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào. Chúng tôi kỳ vọng việc mở rộng vùng nguyên liệu sẽ thúc đẩy công ty phát triển các dòng sản phẩm sữa đậu nành có giá trị dinh dưỡng cao do công ty nghiên cứu, từ đó làm tăng giá trị thặng dư cho sản phẩm.

Hình 13: Đậu nành chiếm gần 30% chi phí sản xuất sữa đậu nành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

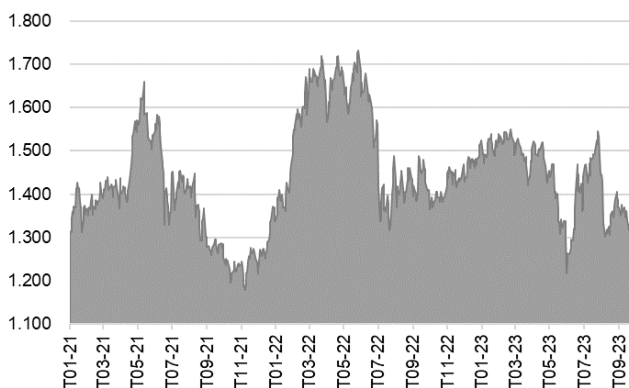
Hình 14: Chúng tôi thấy biên lợi nhuận gộp của sữa đậu nành bị ảnh hưởng một phần bởi giá đậu nành thế giới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

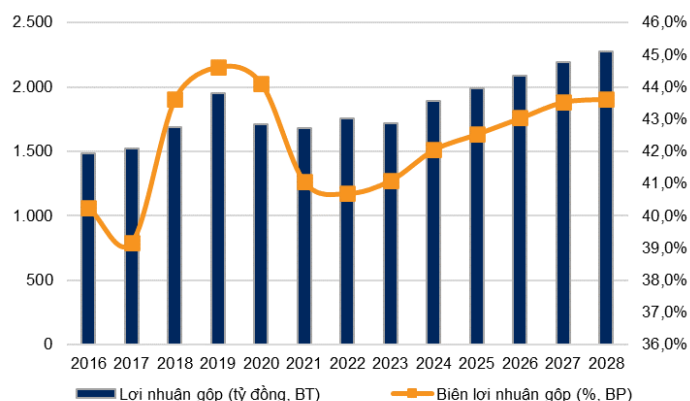
Ngoài ra, 60%-70% nguyên liệu đậu nành của QNS được nhập khẩu từ Canada, do đó biên lợi nhuận gộp sữa đậu nành có xu hướng biến động ngược chiều với giá đậu nành thế giới. Theo Bộ Nông nghiệp và Thực phẩm Canada, nguồn cung đậu nành được dự báo sẽ tăng 4% svck trong 2023/24 trong khi sản lượng tiêu thụ của nước này dự báo sẽ giảm nhẹ. Do đó, giá đậu nành tại Canada được kỳ vọng giảm 12,8% svck trong niên vụ 2023/24. Trong T7/2023, QNS đã chốt hợp đồng cho 70% lượng đậu nành đầu vào cho năm 2024 với giá thấp hơn 8% svck. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành tăng 0,4/1,0/0,4 điểm % trong giai đoạn 23-25, lần lượt đạt 41,1%/42%/42,5%. Trong giai đoạn 2026-28, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành tăng 0,2 điểm % và duy trì ổn định ở mức 42,7%.

Hình 15: Chúng tôi nhận thấy giá đậu nành toàn cầu đã giảm dần so với mức đỉnh trong Q1/23 (Đơn vị: USD/bu)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADING ECONOMIC

Hình 16: Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của mảng sữa đậu nành tăng 0,4/1,0 điểm % trong năm 2023-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

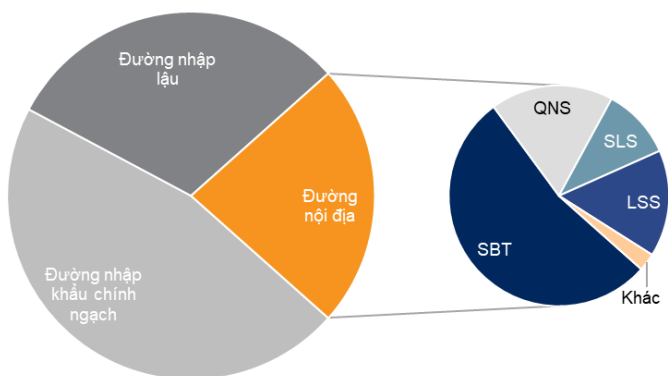
## Sản xuất đường: Trở thành điểm sáng trong năm 2023

### Chính phủ Việt Nam hỗ trợ ngành đường nội địa trước tình trạng đường nhập khẩu tăng mạnh

Ngành mía đường Việt Nam có vị thế khiêm tốn trên thị trường thế giới. Trong niên vụ 2022/23, Việt Nam sản xuất 9,6 triệu tấn mía với năng suất trung bình 69,3 tấn/ha – thấp hơn 8,0% so với mức trung bình toàn cầu (theo ước tính của chúng tôi). Sản lượng đường trong nước đạt 941 nghìn tấn (+28,2% svck) - tương đương 0,5% sản lượng đường toàn cầu.

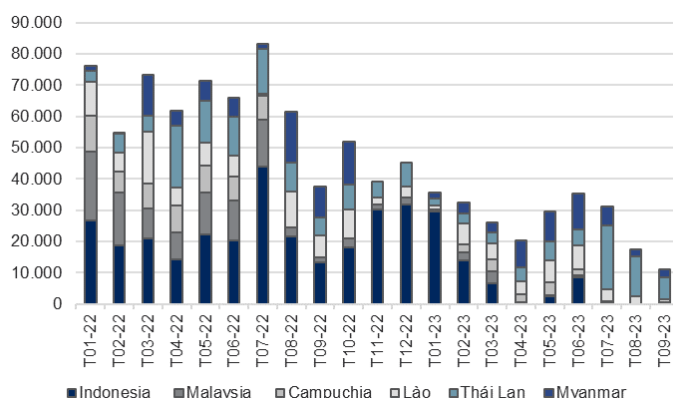
Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA), hiện sản lượng đường trong nước chỉ chiếm 30% tổng nguồn cung đường của Việt Nam, phần còn lại đến từ đường nhập khẩu chính ngạch và đường nhập lậu. Sau khi Việt Nam tham gia Hiệp định Thương mại Hàng hóa ASEAN (ATIGA) vào năm 2020, đường nhập khẩu vào VN không bị áp hạn ngạch và hưởng mức thuế thấp hơn là 5%. Do vậy, đường Thái Lan với giá bán thấp hơn đã được nhập khẩu ồ ạt vào Việt Nam trong năm 2020 (+330,4% svck) và ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường mía đường trong nước. Nhằm nâng cao sức cạnh tranh cho mía đường nội địa, Bộ Công Thương đã quyết định áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại bao gồm 1) thuế chống bán phá giá lên đường nhập khẩu từ Thái Lan vào T6/2021 và 2) thuế chống bán phá giá (47,64%) đối với đường nhập khẩu từ các nước ASEAN (Lào, Campuchia, Indonesia, Malaysia và Myanmar) có nguồn gốc từ Thái Lan vào T8/2022.

Hình 17: Đường nội địa chiếm 30% tổng nguồn cung đường Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSSA, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 18: Đường tinh luyện nhập khẩu vào Việt Nam theo quốc gia (đơn vị: tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ARGOMONITOR

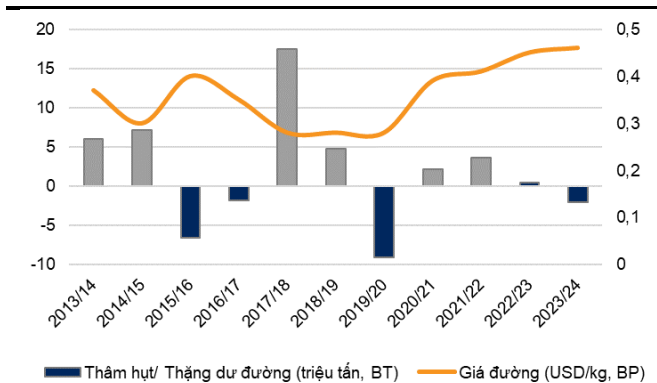
### Chúng tôi kỳ vọng giá đường sẽ tiếp tục neo ở mức cao

Giá đường toàn cầu đã tăng 50,5% svck và 47,1% so với đầu năm vào T9/2023 và đạt mức cao nhất trong 12 năm do lo ngại về tình trạng thiếu hụt nguồn cung. Chúng tôi dự kiến giá đường thế giới sẽ tiếp tục biến động ở mức cao trong những tháng tới và năm 2024 do:

- Các quốc gia xuất khẩu đường lớn trên thế giới tiếp tục hạn chế xuất khẩu đường để ổn định giá bán và đảm bảo nguồn cung nội địa. Vào T8/2023, Ấn Độ - quốc gia xuất khẩu đường lớn thứ hai thế giới - dự định hạn chế xuất khẩu đường trong niên vụ 2023/24 từ T10/2023. Ngoài ra, vào T9/2023, Pakistan (nằm trong top 10 quốc gia xuất khẩu đường lớn nhất thế giới) cũng quyết định cấm xuất khẩu đường trong bối cảnh giá đường trong nước tăng cao.

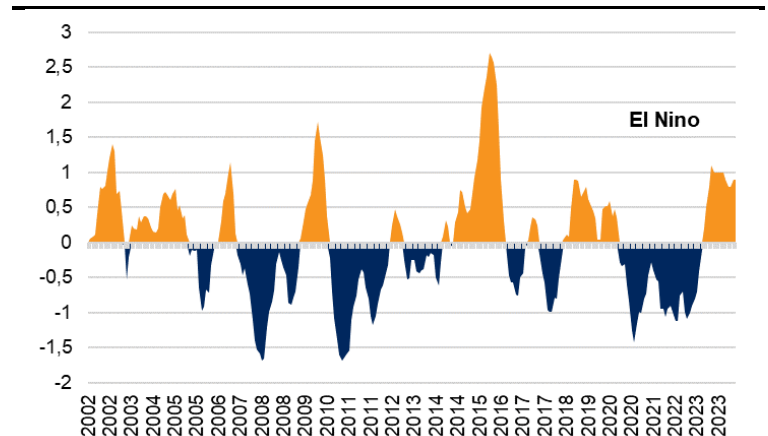
- Hiện tượng thời tiết El Nino có thể làm cho khí hậu ở Thái Lan, Ấn Độ và Úc - ba quốc gia xuất khẩu đường lớn thứ hai sau Brazil khô nóng hơn bình thường và ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động sản xuất đường (theo Rabobank).
- Brazil đã tái áp đặt thuế lên giá xăng và ethanol. Trong đó, ethanol được hưởng mức thuế thấp hơn so với xăng dẫn đến hoạt động sản xuất đường có thể sẽ được chuyển hướng sang sản xuất ethanol.
- Theo Tổ chức Đường quốc tế (ISO), sản xuất đường toàn cầu dự kiến sẽ giảm 1,2% svck trong niên vụ 2023/24, trong khi sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ 0,24%, dẫn đến thiếu hụt 2,1 triệu tấn đường trong năm niên vụ 2023/24.

**Hình 19: ISO dự báo mức thiếu hụt 2,1 triệu tấn đường trong niên vụ 2023/24**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ISO

**Hình 20: Hiện tượng El Niño sẽ tiếp tục kéo dài tới nửa đầu năm 2024**



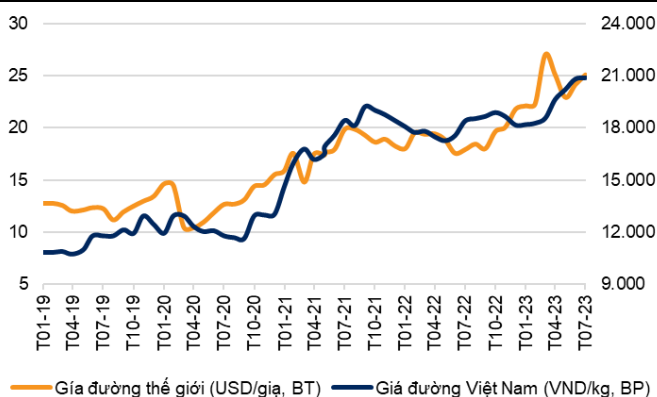
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRUNG TÂM DỰ BÁO KHÍ TƯỢNG

Tại Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng giá đường trong nước tăng 10,5% svck vào 2023 và duy trì ở mức cao (+2,0%) trong năm 2024 nhờ:

- Giá đường trong nước có xu hướng biến động cùng chiều với giá đường toàn cầu.
- Theo Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA), dự kiến tiêu thụ đường trong nước tăng lần lượt 7,5%/3,7% svck trong năm 2023-24.
- Việc áp thuế chống bán phá giá sẽ tạo lợi thế cạnh tranh cho mía đường trong nước trong dài hạn. Theo ước tính của chúng tôi, giá đường nhập lậu sau khi áp dụng thuế chống bán phá giá sẽ cao hơn khoảng 15% so với giá đường trong nước.

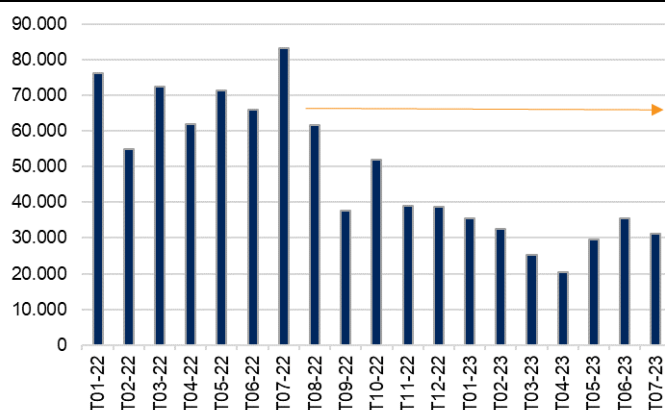
Hiện nay vẫn còn một lượng lớn đường buôn lậu được mang vào Việt Nam thông qua biên giới phía Tây Nam. Chúng tôi kỳ vọng các cơ quan hải quan tiếp tục tăng cường hoạt động kiểm tra, giám sát chặt chẽ để kiểm soát hoạt động nhập lậu mía đường qua cửa khẩu biên giới.

**Hình 21: Giá đường trong nước có sự tương quan với giá đường toàn cầu**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Hình 22: Nhập khẩu đường tinh luyện vào Việt Nam đã giảm sau khi áp đặt thuế chống bán phá giá**



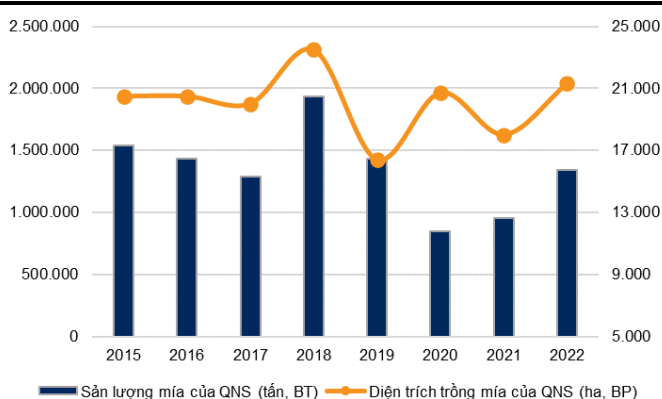
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, AGROMONITOR

## Nhà sản xuất đường lớn thứ hai cả nước

Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam, tổng diện tích mía tại Việt Nam đạt 141.906ha trong niên vụ 2022-23 (+13,7% svck) với sản lượng mía tăng 28,2% svck. Vùng nguyên liệu mía của QNS nằm tại Gia Lai, thuộc vùng duyên hải miền Trung và Tây Nguyên - vùng trồng mía lớn nhất cả nước. QNS là doanh nghiệp sản xuất đường lớn thứ 2 trong ngành, chiếm 11% sản lượng đường cả nước. Diện tích vùng trồng mía của công ty khoảng 26.000ha với năng suất 70 tấn/ha, cung cấp 1,3 triệu - 1,7 triệu tấn mía mỗi năm. Như hầu hết các doanh nghiệp sản xuất đường khác, diện tích trồng mía thuộc sở hữu của nông dân trong khi QNS cung cấp hỗ trợ tài chính, giống cây trồng và kỹ thuật canh tác.

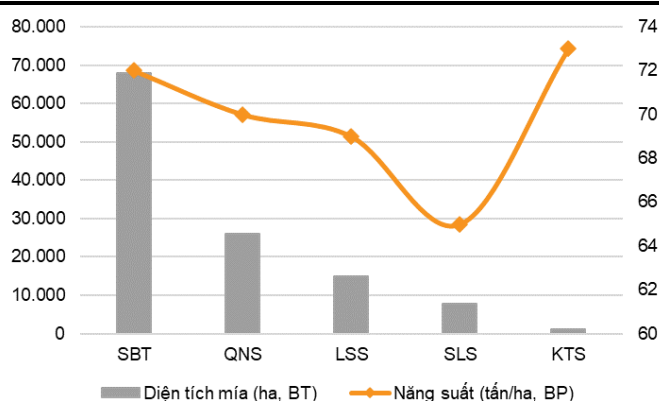
Ngoài ra, công ty còn sở hữu nhà máy ép mía công suất 18.000 tấn/ngày - nhà máy đường lớn nhất cả nước. Sản phẩm chính của QNS là đường kính trắng (RS) dùng cho hoạt động sản xuất nội bộ (sữa đậu nành, bánh kẹo) và phân phối cho các công ty sản xuất thực phẩm, đồ uống. Công ty cũng nhập khẩu đường thô để sản xuất đường tinh luyện (đường RE) có giá bán cao hơn đường RS (khoảng 9%-10%). Hiện QNS đang vận hành dây chuyền sản xuất đường RE công suất 1.000 tấn/ngày. Chúng tôi cho rằng năng lực sản xuất lớn sẽ giúp công ty nắm bắt tốt hơn nhu cầu tiêu thụ đường trong nước ngày càng tăng cũng như tiết kiệm chi phí đầu vào nhờ lợi thế quy mô.

**Hình 23: Sản lượng mía của QNS năm 2015-22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 24: QNS sở hữu diện tích trồng mía lớn thứ 2 Việt Nam**

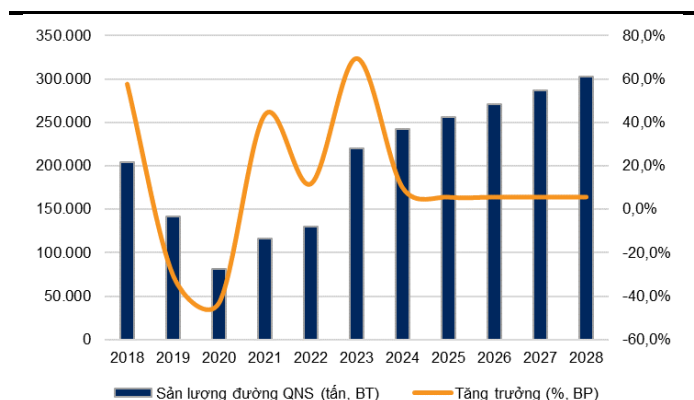


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Giá bán và sản lượng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

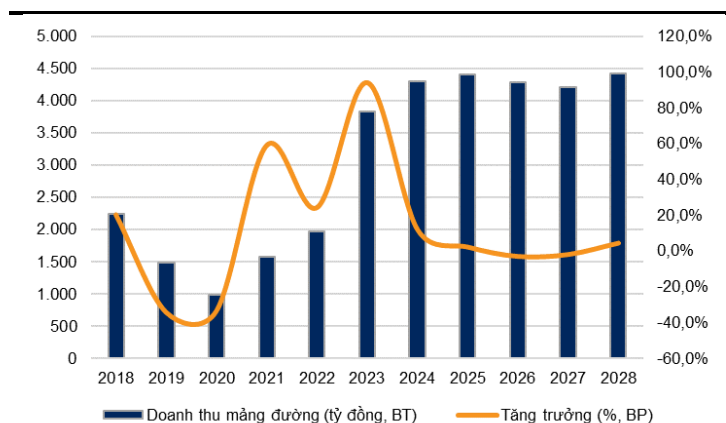
Kết thúc vụ ép, QNS ước tính tổng sản lượng đường năm 2023 đạt 220.000 tấn (+68% svck), trong đó sản lượng đường RS đạt 190.000 tấn (+71,4% svck) và sản lượng đường RE đạt 30.000 tấn (+50% svck). Ban lãnh đạo cho biết, QNS có kế hoạch mở rộng diện tích mía lên 40.000ha trong những năm tới (tăng 3.000ha/năm). Do đó, chúng tôi kỳ vọng diện tích mía của QNS tăng khoảng 10% lên 29.000ha vào năm 2024. Ngoài ra, do đặc điểm khu vực địa lý tại vùng trồng mía của QNS vào mùa mưa từ tháng 5 đến tháng 10. Nhờ đó, vụ thu hoạch mía niên vụ 2023-24 không bị ảnh hưởng bởi hiện tượng thời tiết El Nino (theo QNS). Chúng tôi dự phóng sản lượng đường RS năm 2024 sẽ tăng 10% lên 210.000 tấn và giả định sản lượng đường RE đạt 33.000 tấn (+10% svck). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng giá bán đường bình quân của QNS tăng lần lượt 14,6%/2,0% svck trong năm 2023-24 theo xu hướng giá đường tại Việt Nam. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng đường tăng mạnh 94,3% svck trong năm 2023 và 12,2% svck trong năm 2024. Trong giai đoạn 2025-28, chúng tôi kỳ vọng sản lượng đường tăng với tốc độ tăng trưởng kép là 5,7% nhờ diện tích trồng mía tăng, giúp tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu mảng đường đạt 0,1%.

Hình 25: Sản lượng đường của QNS năm 2018-28



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 26: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ đường sẽ tăng mạnh trong năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Theo ban lãnh đạo, năng suất mía vùng Duyên hải miền Trung và Tây Nguyên khá cao nhờ 1) Tây Nguyên có địa hình cao và đất thích hợp để trồng mía, 2) diện tích mía không bị chia cắt, thuận lợi cho việc quy hoạch vùng trồng lớn và áp dụng cơ giới hóa, 3) vị trí địa lý thuận lợi cho việc vận chuyển qua các vùng miền. Nhờ vậy, giá thu mua mía ở khu vực này thường thấp hơn các khu vực khác khoảng 5%. Chúng tôi ước tính giá thu mua mía của QNS tăng 10%/2% svck trong giai đoạn 2023-24 theo đà tăng giá đường Việt Nam nhằm khuyến khích nông dân tiếp tục trồng mía trong bối cảnh diện tích mía ngày càng bị thu hẹp (giảm 35,6% so với năm 2016). Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng đường tăng 7,0 điểm % trong năm 2023 và duy trì mức tương đương trong năm 2024 (+0,1 điểm % svck).

## Mảng kinh doanh khác: Điện sinh khối, bia và bánh kẹo

Điện sinh khối là mảnh ghép hoàn thiện chuỗi giá trị theo chiều dọc của QNS. Hiện công ty đang sở hữu nhà máy điện sinh khối có công suất lớn nhất Việt Nam (95 MW). Theo ban lãnh đạo, mỗi năm công ty sử dụng khoảng 1,9 triệu tấn mía, tương đương 614.000 tấn bã mía, trong đó 114.000 tấn bã mía được sử dụng trong các nhà máy sản xuất đường và phần còn lại được đưa về nhà máy điện sinh khối An Khê. Năm 2022, tổng sản lượng điện sinh khối tiêu thụ của QNS đạt 148 triệu kWh, trong đó 30% sản lượng được cung cấp cho nhà máy nội bộ và 70% còn lại được hòa vào lưới điện quốc gia với mức giá 7,03 Uscents/kwh. Dựa trên giả định 1 tấn mía có thể sản xuất khoảng 90Kwh điện sinh khối, chúng tôi ước tính nhà máy điện An Khê có thể sản xuất gần 200 triệu kWh điện/năm, đóng góp 250-300 tỷ đồng vào tổng doanh thu giai đoạn 2023-25.

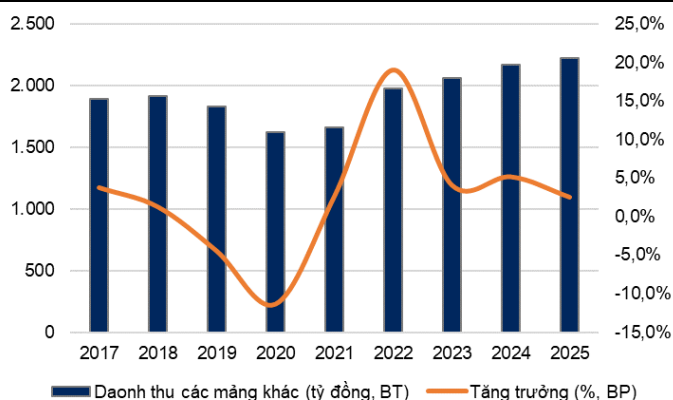
Mảng kinh doanh bia và nước khoáng đóng góp khoảng 13% vào tổng doanh thu của QNS. Hiện QNS đang vận hành 2 nhà máy sản xuất bia (nhãn hiệu Dung Quất) và sản xuất nước khoáng (nhãn hiệu Thạch Bích) với công suất thiết kế lần lượt là 100 triệu lít/năm và 150 triệu lít/năm. Hai thương hiệu này chủ yếu được tiêu thụ tại địa phương với mức giá thấp. Chúng tôi ước tính trong năm 2022, hai nhà máy đạt 54%/53% công suất thiết kế do sản phẩm của QNS phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các thương hiệu mạnh khác như Sabeco và Heineken. Bên cạnh đó, Bicafun cũng là thương hiệu bánh kẹo phổ biến của QNS - chiếm khoảng 5% tổng doanh thu. Do công ty không có kế hoạch tung ra sản phẩm mới cũng như sự cạnh tranh gay gắt trên thị trường thực phẩm và đồ uống, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng khác ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép 3,8% trong giai đoạn 2023-25.

Hình 27: Các dòng sản phẩm khác của QNS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 28: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng khác ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép 3,8% trong giai đoạn 2023-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng tăng trưởng

### Lợi nhuận tăng trưởng trong 2023-24

#### KQKD 9T23: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ nhờ mảng đường

Hình 29: KQKD Q3/23 và 9T23

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/22	svck	9T23	9T22	svck	Dự phóng 2023	% so với dự phóng	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>2.467</b>	<b>2.299</b>	<b>7,3%</b>	<b>7.749</b>	<b>6.311</b>	<b>22,8%</b>	<b>10.071</b>	<b>76,9%</b>	
Đường	908	607	49,5%	3.127	1.449	115,8%	3.832	81,6%	Trong 9T23, doanh thu mảng đường tăng mạnh 115,8% svck chủ yếu nhờ sản lượng bán tăng 85% svck trong khi giá bán bình quân tăng 16,6% svck (dựa trên ước tính của chúng tôi).
Sữa đậu nành	1.128	1.255	-10,1%	3.106	3.390	-8,4%	4.180	74,3%	Mảng sữa đậu nành ghi nhận doanh thu giảm 8,4% svck do sản lượng bán giảm 11% svck trong khi giá bán tăng 3% svck.
Khác	431	436	-1,1%	1.515	1.472	3,0%	2.059	73,6%	
<b>LN gộp</b>	<b>860</b>	<b>734</b>	<b>17,2%</b>	<b>2.453</b>	<b>1.873</b>	<b>31,0%</b>	<b>3.127</b>	<b>78,4%</b>	
Biên LN gộp	34,9%	31,9%	2,9đ %	31,7%	29,7%	2,0đ %	31,0%	0,6đ %	Biên LN gộp cải thiện 2,0% điểm % svck chủ yếu nhờ biên LN gộp mảng đường tăng 11,0 điểm % svck.
<b>Chi phí BH và QLDN</b>	<b>374</b>	<b>395</b>	<b>-5,5%</b>	<b>897</b>	<b>927</b>	<b>-3,3%</b>	<b>1.038</b>	<b>86,4%</b>	
Chi phí BH và QLDN/DT	15,1%	17,2%	-2,1đ %	11,6%	14,7%	-3,1đ %	10,3%	1,3đ %	
Chi phí bán hàng	297	318	-6,6%	677	724	-6,5%	755	89,6%	
Chi phí BH/DT	12,0%	13,8%	-1,8đ %	8,7%	11,5%	-2,7đ %	7,5%	1,2đ %	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	76	77	-0,7%	220	204	8,1%	283	77,7%	
Chi phí QLDN/DT	3,1%	3,3%	-0,3đ %	2,8%	3,2%	-0,4đ %	2,8%	0,0đ %	
<b>EBIT</b>	<b>487</b>	<b>339</b>	<b>43,7%</b>	<b>1.556</b>	<b>945</b>	<b>64,6%</b>	<b>2.089</b>	<b>74,5%</b>	
Biên EBIT	19,7%	14,7%	5,0đ %	20,1%	15,0%	5,1đ %	20,7%	-0,7đ %	
<b>LN trước thuế</b>	<b>563</b>	<b>363</b>	<b>55,0%</b>	<b>1.717</b>	<b>1.007</b>	<b>70,5%</b>	<b>2.328</b>	<b>73,8%</b>	
Biên LN trước thuế	22,8%	15,8%	7,0đ %	22,2%	16,0%	6,2đ %	23,1%	-1,0đ %	
<b>Thuế</b>	<b>57</b>	<b>47</b>	<b>21,8%</b>	<b>182</b>	<b>150</b>	<b>21,8%</b>	<b>338</b>	<b>53,9%</b>	
Thuế suất	10,1%	12,9%	-2,8đ %	10,6%	14,9%	-4,2đ %	14,5%	-3,9đ %	
<b>LN ròng</b>	<b>506</b>	<b>317</b>	<b>59,9%</b>	<b>1.535</b>	<b>858</b>	<b>79,0%</b>	<b>1.990</b>	<b>77,1%</b>	
Biên LN ròng	20,5%	13,8%	6,7đ %	19,8%	13,6%	6,2đ %	19,8%	0,0đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2023 ....

Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu QNS tăng 22,0% svck do:

- Doanh thu mảng sữa đậu nành giảm 2,9% svck do sản lượng bán giảm 5,7% svck trong khi giá bán tăng 3% svck (phản ánh đà tăng giá nguyên liệu đầu vào).
- Doanh thu mảng đường tăng 94,3% svck nhờ sản lượng và giá bán tăng lần lượt 68% và 14,6% svck.

Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp tăng 1,3 điểm % svck chủ yếu nhờ vào sự đóng góp của mảng đường với biên lợi nhuận gộp tăng 7,0 điểm % svck. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của QNS sẽ tăng trưởng đáng kể ở mức 54,7% svck trong năm 2023.

### ... và duy trì đà tăng trưởng nhẹ trong 2024-25

Chúng tôi dự phóng LN ròng QNS tăng 5,7%/2,1% svck trong 2024-25 nhờ:

- Doanh thu thuần tăng trưởng 8,8%/3,2% svck nhờ 1) doanh thu sữa đậu nành tăng 7,4%/4,2% svck dựa trên kỳ vọng sản lượng tăng 6,4%/2,2% svck trong khi giá bán tăng 1,0%/2,0% svck và 2) giá đường và sản lượng tăng lần lượt 2,0%/10% svck thúc đẩy doanh thu mảng đường tăng trưởng 12,2% svck trong năm 2024, doanh thu mảng này năm 2025 tăng 2,5% svck.

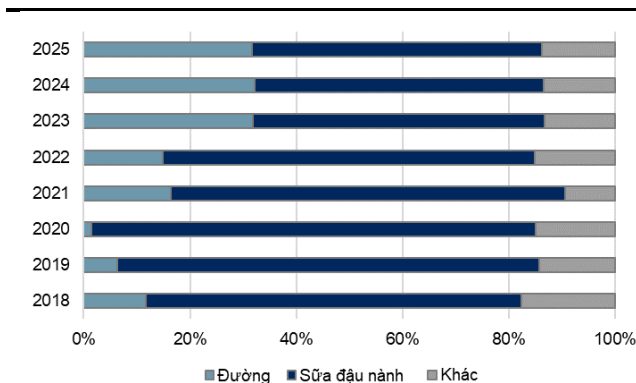
- Biên lợi nhuận gộp tăng 0,7/0,1 điểm % svck trong 2024-25 nhờ 1) biên lợi nhuận gộp mảng sửa đầu nành tăng 1,0/0,4 điểm % do chi phí đầu vào thấp hơn và 2) biên lợi nhuận mảng đường gần như không đổi trong 2024-25 (+0,1 điểm % svck).

Hình 30: Dự phóng KQKD của QNS trong giai đoạn 2023-28

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Doanh thu</b>	<b>7.335</b>	<b>8.255</b>	<b>10.071</b>	<b>11.366</b>	<b>11.422</b>	<b>11.552</b>	<b>11.719</b>	<b>12.196</b>
% svck	13,0%	12,5%	22,0%	12,9%	0,5%	1,1%	1,4%	4,1%
<b>Đường</b>	<b>1.583</b>	<b>1.972</b>	<b>3.832</b>	<b>4.711</b>	<b>4.523</b>	<b>4.400</b>	<b>4.328</b>	<b>4.533</b>
Sửa đầu nành	4.091	4.305	4.180	4.490	4.679	4.854	5.034	5.220
Khác	1.662	1.979	2.059	2.165	2.219	2.299	2.358	2.444
<b>LN gộp</b>	<b>2.262</b>	<b>2.459</b>	<b>3.127</b>	<b>3.874</b>	<b>3.705</b>	<b>3.601</b>	<b>3.459</b>	<b>3.547</b>
Biên LN gộp	30,8%	29,8%	31,0%	34,1%	32,4%	31,2%	29,5%	29,1%
<b>Chi phí BH và QLDN</b>	<b>946</b>	<b>1.100</b>	<b>1.038</b>	<b>1.331</b>	<b>1.394</b>	<b>1.537</b>	<b>1.619</b>	<b>1.697</b>
Chi phí BH và QLDN/DT	-12,9%	-13,3%	-10,3%	-11,7%	-12,2%	-13,3%	-13,8%	-13,9%
<b>EBIT</b>	<b>1.316</b>	<b>1.359</b>	<b>2.089</b>	<b>2.543</b>	<b>2.310</b>	<b>2.064</b>	<b>1.841</b>	<b>1.850</b>
Biên EBIT	17,9%	16,5%	20,7%	22,4%	20,2%	17,9%	15,7%	15,2%
% svck	13,1%	3,3%	53,7%	21,7%	-9,1%	-10,7%	-10,8%	0,5%
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.439</b>	<b>1.505</b>	<b>2.328</b>	<b>2.823</b>	<b>2.609</b>	<b>2.371</b>	<b>2.152</b>	<b>2.171</b>
Biên LN trước thuế	19,6%	18,2%	23,1%	24,8%	22,8%	20,5%	18,4%	17,8%
% svck	13,6%	4,6%	54,7%	21,2%	-7,6%	-9,1%	-9,2%	0,9%
Thuế	186	219	338	410	379	344	312	315
Thuế suất	-12,9%	-14,5%	-14,5%	-14,5%	-14,5%	-14,5%	-14,5%	-14,5%
<b>LN ròng</b>	<b>1.254</b>	<b>1.287</b>	<b>1.990</b>	<b>2.413</b>	<b>2.230</b>	<b>2.027</b>	<b>1.840</b>	<b>1.856</b>
Biên LN ròng	17,1%	15,6%	19,8%	21,2%	19,5%	17,5%	15,7%	15,2%
% svck	19,0%	2,6%	54,7%	21,2%	-7,6%	-9,1%	-9,2%	0,9%

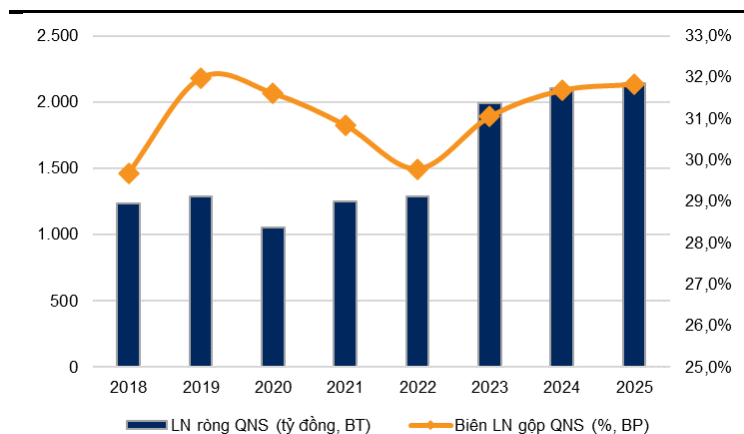
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 31: Cơ cấu LN gộp của QNS theo các mảng kinh doanh trong 2018-25 (đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 32: Lợi nhuận ròng của QNS trong giai đoạn 2018-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá

### Giá mục tiêu

Giá mục tiêu của chúng tôi là **65.100 đồng/ cổ phiếu** với P/E ước tính là 11,1 lần dựa trên sự kết hợp giữa hai phương pháp định giá DCF 10 năm và SOTP.

Hình 33: Tổng hợp định giá (đơn vị: VND)

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	68.232	50%	34.116
Định giá thành phần (P/E)	61.874	50%	30.937
Giá trung bình (đồng)			
<b>Giá mục tiêu 2023 (Làm tròn)</b>			<b>65.100</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: Chiết khấu dòng tiền - FCFF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	14.672
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	8.009
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	22.681
Nợ ròng (tỷ đồng)	2.603
Giá trị vốn (tỷ đồng)	25.284
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	357
<b>Giá trị vốn/CP (đồng)</b>	<b>2.023</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: Giá định FCFF

WACC	10,3%
Chi phí vốn	10,9%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
<b>Chi phí vốn</b>	<b>10,9%</b>
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Phần bù rủi ro thị trường	9,6%
Lợi nhuận thị trường kỳ vọng	12,3%
Beta	0,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 36: Định giá DCF – FCFF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>EBIT</b>	<b>1.359</b>	<b>2.089</b>	<b>2.543</b>	<b>2.310</b>	<b>2.064</b>	<b>1.841</b>	<b>1.850</b>	<b>1.962</b>	<b>2.088</b>	<b>2.171</b>	<b>2.265</b>
Khấu hao	490	403	418	433	448	464	479	495	512	528	545
Đầu tư tài sản cố định	(102)	(121)	(150)	(181)	(213)	(247)	(283)	(322)	(363)	(409)	(458)
<b>Thay đổi vốn lưu động</b>	<b>(379)</b>	<b>(280)</b>	<b>(184)</b>	<b>(63)</b>	<b>(72)</b>	<b>(77)</b>	<b>(117)</b>	<b>(140)</b>	<b>(155)</b>	<b>(156)</b>	<b>(172)</b>
Dòng tiền tự do	1.368	2.090	2.626	2.500	2.227	1.980	1.929	1.996	2.082	2.135	2.180
Chi phí thuế	(219)	(338)	(410)	(379)	(344)	(312)	(315)	(334)	(355)	(369)	(385)
<b>Dòng tiền tự do doanh nghiệp</b>	<b>1.149</b>	<b>1.752</b>	<b>2.217</b>	<b>2.121</b>	<b>1.883</b>	<b>1.668</b>	<b>1.614</b>	<b>1.663</b>	<b>1.727</b>	<b>1.766</b>	<b>1.795</b>
Giá trị năm cuối mô hình											19.332
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>1.149</b>	<b>1.752</b>	<b>2.010</b>	<b>1.744</b>	<b>1.404</b>	<b>1.127</b>	<b>989</b>	<b>924</b>	<b>870</b>	<b>807</b>	<b>743</b>
<b>Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình</b>											<b>8.009</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi ước tính tỷ trọng đóng góp của từng mảng kinh doanh vào tổng lợi nhuận trước thuế lần lượt là mảng sữa đậu nành (61,2%), mảng đường (29,5%) và các mặt hàng khác (9,1%). Do đó, trong phương pháp định giá từng thành phần SOTP, chúng tôi áp dụng giá trị vốn bình quân trong 2023-24 của ba mảng kinh doanh sữa đậu nành, đường và các mặt hàng khác lần lượt là 17,552 tỷ; 3,022 tỷ và 933 tỷ được tính dựa theo LNST từng mảng là 1,252 tỷ; 604 tỷ và 186 tỷ trong 2023-24.

Chúng tôi chọn P/E mục tiêu cho mảng đường dựa trên mức chiết khấu 34,8% so với mức P/E trượt 12T của các doanh nghiệp cùng ngành do chúng tôi nhận

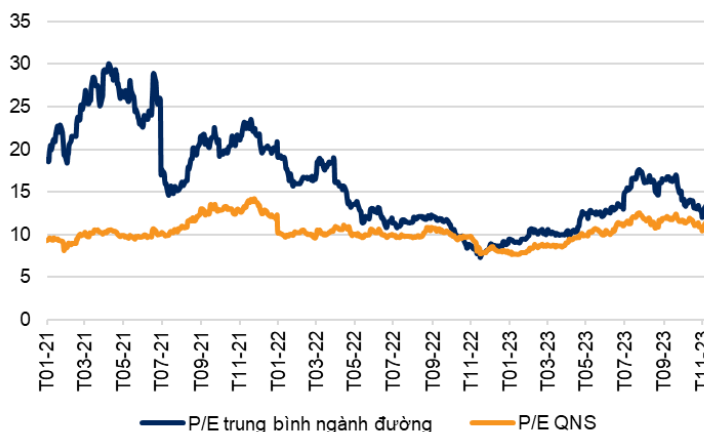
thấy P/E của QNS thấp hơn 41% so với mức P/E trung bình của các doanh nghiệp đường cùng ngành trong vòng ba năm qua. Đối với mảng sữa đậu nành, chúng tôi đặt P/E mục tiêu (14x) dựa trên mức chiết khấu P/E của VNM là 23,6% do VNM là công ty dẫn đầu thị trường sữa với hơn 50% thị phần trong khi thị phần của QNS trên thị trường sữa nội địa là 16,9%.

Hình 37: Định giá theo SOTP dựa trên P/E mục tiêu

Mảng kinh doanh	P/E mục tiêu	Tỷ trọng đóng góp vào LNST	LNST (tỷ đồng)	Giá trị vốn
Sữa đậu nành	14x	61,2%	1.252	17.531
Đường	6x	29,5%	604	3.622
Khác	5x	9,1%	186	932
Tổng giá trị vốn				22.085
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				357
Giá mục tiêu (đồng/cp)				61.874

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 38: P/E của QNS so với P/E trung bình các DN sản xuất đường từ 1/2021 đến 11/2023 (đơn vị: lần)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: So sánh với các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 14/11/2023)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa Triệu USD	Doanh thu trượt 12T US\$m	svck %	LN ròng trượt 12T Triệu USD	svck %	D/E x	ROE %	P/E trượt 12T x	P/B x
<b>Nhà sản xuất đường</b>										
Công ty cổ phần Thành Thành Công - Biên Hòa	Việt Nam	437	1.060	33,6	24	-48,5	110,2	4,4	20,2	1,1
Công ty cổ phần Mía đường Sơn La	Việt Nam	63	74	69,7	24	138,4	3,6	59,4	2,7	1,3
Công ty cổ phần Đường Kon Tum	Việt Nam	8	21	120,8	2	377,0	111,7	20,5	5,1	0,9
Trung vị			74	69,7	24	138,4	110,2	20,5	5,1	1,1
Trung bình			385	74,7	16	155,6	75,2	28,1	9,3	1,1
<b>Nhà sản xuất sữa</b>										
Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam	Việt Nam	6.122	2.454	-1,5	359	-4,9	21,0	24,3	17,1	4,9
Công ty cổ phần Sữa Quốc tế	Việt Nam	564	273	26,1	35	-1,5	43,8	51,8	15,7	7,3
Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội	Việt Nam	17	25	77,8	2	126,0	115,7	25,6	8,6	1,1
Trung vị			273	26,1	35	(1,5)	43,8	25,6	15,7	4,9
Trung bình			917	34,1	132	39,9	60,2	33,9	13,8	4,4
Trung bình ngành sữa và đường			704,3	50,4	85,5	86,2	66,2	31,6	12,0	3,1
Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi	Việt Nam	703	353	12,54	55	2,65	25,4	17,5	8,5	1,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Tiềm năng tăng giá bao gồm** 1) giá đường trong nước cao hơn kỳ vọng và 2) nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành cao hơn kỳ vọng.

**Rủi ro giảm giá bao gồm** 1) nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành thấp hơn kỳ vọng, 2) giá đường trong nước thấp hơn kỳ vọng và 3) giá đậu nành thế giới cao hơn kỳ vọng.

Hình 40: Bảng phân tích độ nhạy: giá mục tiêu trong trường hợp giá bán đường hoặc sản lượng đường tăng/giảm

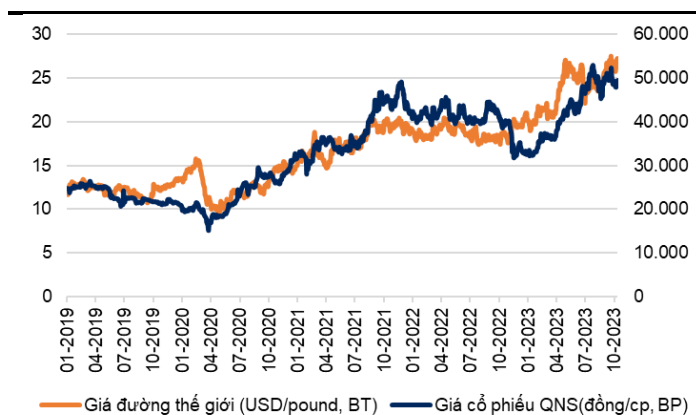
Sản lượng đường tăng/giảm	Giá đường tăng/giảm								
			-7%	-5%	-3%	Giá định	3%	5%	7%
			15.505	16.672	17.549	18.092	18.635	19.566	20.936
	-7%	212.564	65.785	65.150	64.848	64.721	64.631	64.551	64.570
	-5%	226.079	65.455	65.017	64.838	64.778	64.750	64.768	64.913
	-3%	236.241	65.312	65.002	64.904	64.888	64.902	64.985	65.216
	Giá định	242.527	65.261	65.023	64.970	64.980	65.018	65.139	65.420
	3%	248.813	65.234	65.063	65.053	65.088	65.149	65.306	65.635
	5%	259.604	65.238	65.173	65.232	65.306	65.403	65.619	66.027
	7%	275.466	65.338	65.413	65.563	65.689	65.837	66.132	66.647

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Rủi ro đầu tư

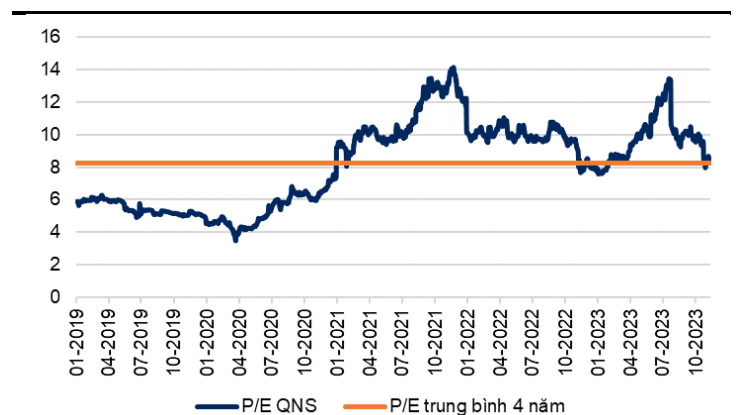
- Đường nhập lậu từ Thái Lan vào Việt Nam qua nước thứ ba không được kiểm soát chặt chẽ tiếp tục tạo áp lực cạnh tranh lên giá đường trong nước.
- Giá đường thế giới: chúng tôi nhận thấy diễn biến giá cổ phiếu QNS có xu hướng tương quan với xu hướng giá đường thế giới. Vì vậy, biến động giá đường thế giới không chỉ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của QNS mà còn có thể ảnh hưởng đến diễn biến giá cổ phiếu.
- Giá đậu nành tăng: 60%-70% nguyên liệu đậu nành của QNS được nhập khẩu, do đó biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành có xu hướng biến động ngược chiều với giá đậu nành thế giới.
- Cạnh tranh trên thị trường sữa đậu nành: mặc dù phân khúc sữa đậu nành vẫn còn tiềm năng tăng trưởng do phần lớn sữa đậu nành trên thị trường là sản phẩm không có thương hiệu, chúng tôi nhận thấy cần một thời gian dài để người tiêu dùng chuyển sang sử dụng sản phẩm có thương hiệu. Điều này có thể khiến việc mở rộng thị phần của QNS chậm lại trong những năm tới. Hiện tại, QNS vẫn đang nắm giữ thị phần lớn nhất trên thị trường sữa đậu nành có thương hiệu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị phần của QNS có thể bị ảnh hưởng nếu công ty đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt hơn trong bối cảnh thị trường sữa đậu nành tăng trưởng chậm.

Hình 41: Giá cổ phiếu QNS và giá đường thế giới từ 2019 đến T10/2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 42: P/E của QNS từ 2019 đến T10/2023 (đơn vị: lần)



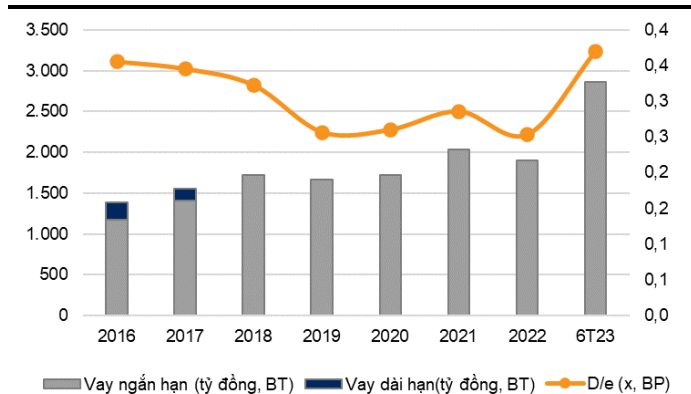
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## Tình hình tài chính ổn định

### Bảng cân đối kế toán lành mạnh và khả năng sinh lời ổn định

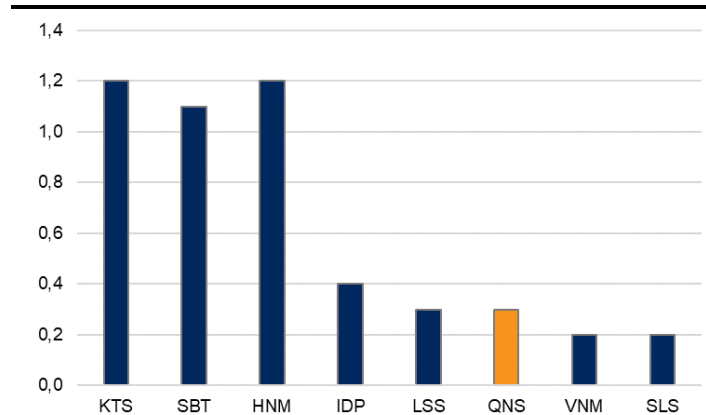
Chúng tôi nhận thấy QNS có đòn bẩy tài chính thấp so với các doanh nghiệp khác trong ngành thực phẩm và đồ uống. Trong năm 2022, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (D/E) là 0,3 lần, thấp hơn 64,2% so với D/E trung bình của các doanh nghiệp sản xuất đường niêm yết và thấp hơn 36,4% các công ty sữa niêm yết. Trong Q3/23, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (D/E) của QNS đạt 0,2 lần trong đó vay ngắn hạn đạt 1,843 tỷ đồng (giảm 2,7% so với đầu năm). Vay nợ ngắn hạn của QNS thường được sử dụng để thanh toán tiền thu mua mía cho nông dân. Nợ dài hạn chủ yếu được sử dụng để đầu tư vào các dự án mở rộng.

Hình 43: QNS duy trì đòn bẩy ở mức thấp trong 2016 - 6T23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

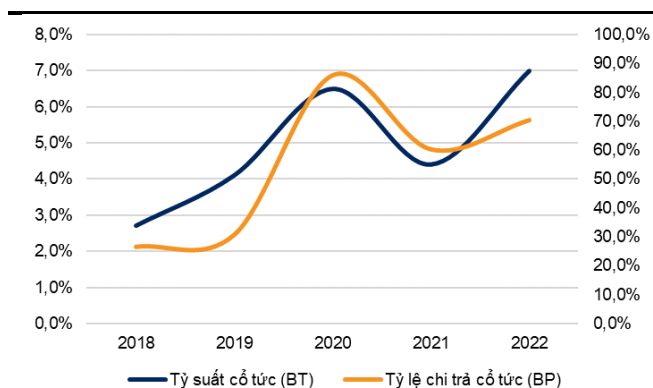
Hình 44: D/E của các doanh nghiệp F&B năm 2022 (đơn vị: lần)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

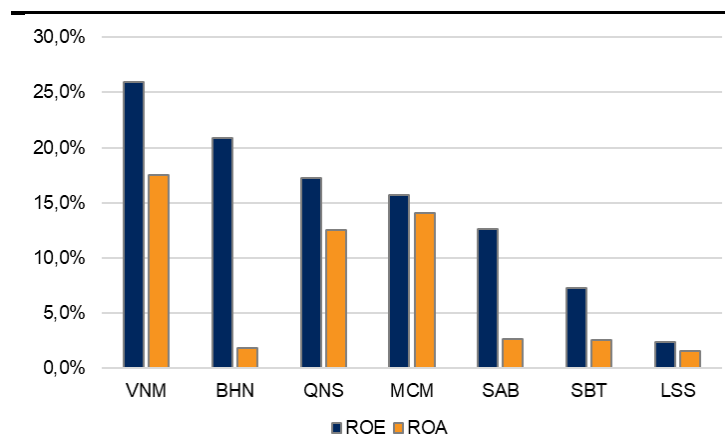
Về khả năng sinh lời, hệ số ROE và ROA của công ty lần lượt đạt 17,2% và 12,5% trong năm 2022, đưa QNS trở thành một trong những công ty có lợi nhuận cao nhất trong ngành thực phẩm và đồ uống. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ duy trì dòng tiền dương do công ty không có kế hoạch đầu tư lớn nào, giúp công ty duy trì chính sách cổ tức hấp dẫn.

Hình 45: QNS duy trì tỷ suất cổ tức ổn định trong 2018-22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 46: Khả năng sinh lời của các doanh nghiệp F&B năm 2022

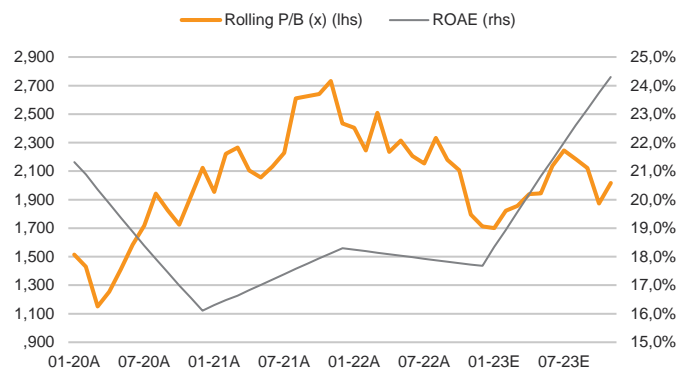
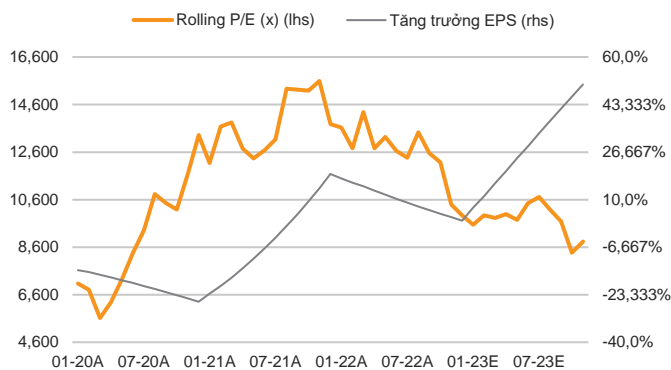


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tuy nhiên, QNS có lịch sử phát hành ESOP khá dày đặc và khó tránh khỏi rủi ro pha loãng cổ phiếu. Tính từ năm 2008, QNS đã có tám đợt phát hành ESOP. Trong 2023, công ty có kế hoạch phát hành ESOP dựa trên tốc độ tăng trưởng chỉ tiêu tạo vốn của doanh nghiệp với tỷ lệ:

- 1% số lượng cổ phiếu lưu hành nếu  $7,5\% < \text{lợi nhuận sau thuế và khấu hao cơ bản năm 2023} < 15\%$ .
- 2% số lượng cổ phiếu lưu hành nếu  $15\% < \text{lợi nhuận sau thuế và khấu hao cơ bản năm 2023} < 20\%$ .
- 3% số lượng cổ phiếu lưu hành nếu  $\text{lợi nhuận sau thuế và khấu hao cơ bản năm 2023} > 20\%$ .

## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	8.255	10.071	10.954
Giá vốn hàng bán	(5.796)	(6.944)	(7.484)
Chi phí quản lý DN	(232)	(283)	(308)
Chi phí bán hàng	(868)	(755)	(975)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.359</b>	<b>2.089</b>	<b>2.188</b>
EBITDA thuần	869	1.686	1.770
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>490</b>	<b>403</b>	<b>418</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.359</b>	<b>2.089</b>	<b>2.188</b>
Thu nhập lãi	114	231	264
Chi phí tài chính	(84)	(82)	(90)
Thu nhập ròng khác	116	91	99
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.505</b>	<b>2.328</b>	<b>2.461</b>
Thuế	(219)	(338)	(357)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>1.287</b>	<b>1.990</b>	<b>2.104</b>
Thu nhập trên vốn	1.287	1.990	2.104
Cổ tức phổ thông	(904)	(907)	(907)
<b>LN giữ lại</b>	<b>382</b>	<b>1.083</b>	<b>1.197</b>

### Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	203	369	907
Đầu tư ngắn hạn	4.296	5.241	5.679
Các khoản phải thu ngắn hạn	587	716	779
Hàng tồn kho	947	1.195	1.355
Các tài sản ngắn hạn khác	57	250	523
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.090</b>	<b>7.771</b>	<b>9.243</b>
Tài sản cố định	3.947	3.729	3.470
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	230	280	438
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.266</b>	<b>11.780</b>	<b>13.151</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.896	2.212	2.297
Phải trả người bán	479	499	543
Nợ ngắn hạn khác	375	458	498
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.750</b>	<b>3.169</b>	<b>3.338</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	52	63	68
Vốn điều lệ và	3.569	3.569	3.569
LN giữ lại	3.701	4.784	5.981
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.465</b>	<b>8.548</b>	<b>9.745</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.266</b>	<b>11.780</b>	<b>13.151</b>

### Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.505</b>	<b>2.328</b>	<b>2.461</b>
Khấu hao	490	403	418
Thuế đã nộp	(154)	(338)	(357)
Các khoản điều chỉnh khác	(77)	(239)	(273)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(379)</b>	<b>(280)</b>	<b>(141)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>1.385</b>	<b>1.873</b>	<b>2.107</b>
Đầu tư TSCĐ	(102)	(121)	(150)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(373)	(945)	(438)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	153	(50)	(158)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(322)</b>	<b>(1.117)</b>	<b>(746)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(136)	316	85
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(904)	(907)	(907)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(1.041)</b>	<b>(591)</b>	<b>(822)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	179	203	369
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>23</b>	<b>166</b>	<b>538</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	202	369	907

### Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	15,6%	19,8%	19,2%
Vòng quay TS	0,82	0,91	0,88
ROAA	12,8%	18,1%	16,9%
Đòn bẩy tài chính	1,38	1,38	1,36
ROAE	17,7%	24,9%	23,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	6,5	6,5	6,5
Số ngày nắm giữ HTK	59,7	62,8	66,3
Số ngày phải trả tiền bán	30,2	26,3	26,6
Vòng quay TSCĐ	1,99	2,62	3,04
ROIC	13,7%	18,5%	17,5%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	2,5	2,8
Khả năng thanh toán nhanh	1,9	2,1	2,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,6	1,8	2,0
Vòng quay tiền	36,0	43,0	46,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	12,5%	22,0%	8,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	3,3%	53,7%	4,8%
Tăng trưởng LN ròng	2,6%	54,7%	5,7%
Tăng trưởng EPS	2,6%	54,7%	5,7%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

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

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

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

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

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

#### Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Phan Như Bách – Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: [bach.phannhu@vndirect.com.vn](mailto:bach.phannhu@vndirect.com.vn)

### Hà Thu Hiền – Chuyên viên phân tích

Email: [hien.hathu@vndirect.com.vn](mailto:hien.hathu@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

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