

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (UPCOM: QNS)

Nguyễn Thị Thanh Thu

Chuyên viên phân tích

Email: thuntt@fpts.com.vn

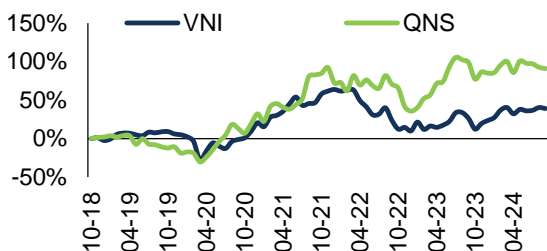
Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4311

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Biến động giá QNS & VNIndex



Thông tin giao dịch 09/10/2024

Giá hiện tại (VND/cp)	48.500
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	50.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	40.400
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	368
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	368
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	364.519
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	13,37%
Vốn hóa (tỷ VND)	17.824
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	6.678
P/E Trailing 12 tháng	7,5x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Đường Quảng Ngãi
Địa chỉ	Số 02 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi, Tỉnh Quảng Ngãi
Doanh thu chính	Chế biến và kinh doanh sữa đậu nành, đường, bánh kẹo và các thực phẩm khác
Chi phí chính	Đậu nành, mía nguyên liệu.
Rủi ro chính	Biến động giá đậu nành nguyên liệu, diễn biến thời tiết.

Giá hiện tại:

48.500

Khuyến nghị

Giá mục tiêu:

56.100

MUA

Tăng/(giảm):

+15,6%

CHƯA HẾT NGỘT NGÀO

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2024F và 2025F:

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần (DTT) hợp nhất của QNS năm 2024F và 2025F đạt lần lượt 10.091 tỷ đồng (+0,7% YoY & 112% KH2024) và 10.495 tỷ đồng (+4,0% YoY). Lợi nhuận sau thuế dự phóng giảm 11,1% YoY xuống mức 1.941 tỷ đồng trong năm 2024F và kỳ vọng phục hồi 6,7% YoY trong năm 2025F nhờ:

Mảng sữa đậu nành (40,6% DTT 2024F) ([chi tiết](#))

- Sản lượng tiêu thụ 2024F phục hồi 5,5% YoY và đạt ~253 triệu lít nhờ (1) sức mua của người tiêu dùng kỳ vọng cải thiện nhẹ trong nửa cuối năm 2024 bởi mức lương cơ sở tăng và chính sách giảm thuế VAT tiếp tục được gia hạn và (2) QNS chủ động hạ giá bán sản phẩm 3,0% YoY. Năm 2025F, sản lượng tiêu thụ dự phóng tăng 1,5% YoY theo đà tăng của mảng sữa đậu nành nội địa.
- Biên lợi nhuận gộp 2024F đạt 39,7% (-1,3đpt YoY) chủ yếu do giá bán giảm 3,0% YoY. Kỳ vọng BLNG sẽ phục hồi 2,1đpt YoY lên 41,8% năm 2025F nhờ giá đậu nành ở mức thấp của năm 2024 sẽ phản ánh vào giá vốn của QNS trong năm 2025 và giá bán sữa dự phóng đi ngang.

Mảng mía đường (39,2% DTT 2024F) ([chi tiết](#))

- Sản lượng tiêu thụ 2024F dự phóng đạt hơn 220 nghìn tấn (-0,8% YoY). Trong đó tiêu thụ đường từ mía tăng trưởng tích cực 6,7% YoY bù đắp cho mức sụt giảm 60% YoY của tiêu thụ đường RE từ đường thô. Năm 2025F, tổng sản lượng đường tiêu thụ dự phóng tăng 9,0% YoY chủ yếu do tiêu thụ đường RE từ đường thô kỳ vọng tăng gấp 2 lần YoY bởi QNS được phân bổ hạn ngạch nhập khẩu đường thô nguyên liệu.
- Biên lợi nhuận gộp mảng đường 2024F & 2025F dự phóng đạt 29,2% (-1,9đpt YoY) và 28,5% (-0,6đpt YoY) chủ yếu do giá đường nội địa kỳ vọng duy trì đà giảm kể từ nửa cuối năm 2024 và chi phí sản xuất 2024F dự kiến tăng 1,5% YoY do QNS thu mua mía nguyên liệu từ người dân với giá cao hơn cùng kỳ.

ĐÌNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu QNS là **56.100 đồng/cp**, cao hơn **15,6%** so với mức giá đóng cửa ngày 09/10/2024. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu QNS.

YẾU TỐ THEO DÕI ([chi tiết](#))

Dự án nâng công suất Nhà máy đường An Khê và Nhà máy điện sinh khối An Khê.

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA QNS TRONG 1H2024

Đơn vị: Tỷ đồng	1H2024	1H2023	%YoY	%KH2024	Diễn giải
Doanh thu thuần	5.343	5.282	+1,2%	59%	
<i>Sữa đậu nành</i>	1.974	1.978	-0,2%		<p>Mảng sữa: Sản lượng tiêu thụ đạt 120 triệu lít (+3,0% YoY) chủ yếu nhờ QNS giảm giá bán bình quân -3,1% YoY để kích cầu tiêu thụ trong bối cảnh nhu cầu sữa ngoài thị trường duy trì giảm và cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp trong ngành sữa nói chung.</p> <p>Mảng đường: Sản lượng tiêu thụ đạt ~110 nghìn tấn (-10,6% YoY) chủ yếu do sản xuất đường RE từ đường thô sụt giảm khi QNS không được phân giao hạn ngạch nhập khẩu đường thô nguyên liệu trong niên vụ 2023/24. Với đường mía, tiêu thụ ước tính tăng trưởng 6,8% YoY nhờ (1) tình hình sản xuất tích cực với sản lượng mía ép tăng 15,9% YoY và (2) tiếp tục được hưởng lợi từ các biện pháp bảo hộ ngành đường của Nhà nước hỗ trợ tích cực cho tiêu thụ.</p> <p>Giá bán bình quân tăng 10,0% YoY theo xu hướng chung của giá thị trường bù đắp cho mức giảm của sản lượng tiêu thụ giúp doanh thu mảng đường chỉ giảm nhẹ 1,6% YoY.</p>
<i>Đường</i>	2.184	2.220	-1,6%		
<i>Khác</i>	1.185	1.084	+9,3%		
Lợi nhuận gộp	1.792	1.593	+12,5%		
<i>Sữa đậu nành</i>	759	800	-5,2%		<p>Mảng sữa: biên lợi nhuận gộp giảm 2,0đpt YoY chủ yếu do việc giảm giá bán thành phẩm trong khi chi phí sản xuất bình quân vẫn neo cao bởi (1) việc đặt hàng và chốt trước giá đậu nành nguyên liệu từ Q3/2023 khi giá đậu nành vẫn duy trì ở mức cao và (2) tỷ giá USD/VND tăng mạnh trong nửa đầu năm 2024.</p> <p>Mảng đường: biên lợi nhuận gộp tăng 6,9đpt YoY nhờ giá bán đường tăng 10,0% YoY bù đắp cho mức tăng 4,8% YoY của chi phí mua mía nguyên liệu đầu vào.</p>
<i>Đường</i>	692	551	+25,7%		
<i>Khác</i>	341	242	+41,1%		
Doanh thu tài chính	129	164	-21,2%		
Chi phí tài chính	57	89	-35,9%		
Chi phí bán hàng	389	379	+2,6%		
Chi phí QLDN	141	144	-2,1%		
LN từ HĐKD	1.334	1.144	+16,6%		
Lãi/lỗ khác	10,2	9,7	+5,5%		
LN trước thuế	1.344	1.154	+16,5%	90%	
LN sau thuế	1.223	1.029	+18,9%	91%	
Tỷ suất LNG	33,5%	30,2%	+3,4đpt		
<i>Sữa đậu nành</i>	38,4%	40,5%	-2,0đpt		
<i>Đường</i>	31,7%	24,8%	+6,9đpt		
<i>Khác</i>	28,8%	22,3%	+6,5đpt		
Tỷ suất LNST	22,9%	19,5%	+3,4đpt		

Nguồn: QNS, FPTs Research

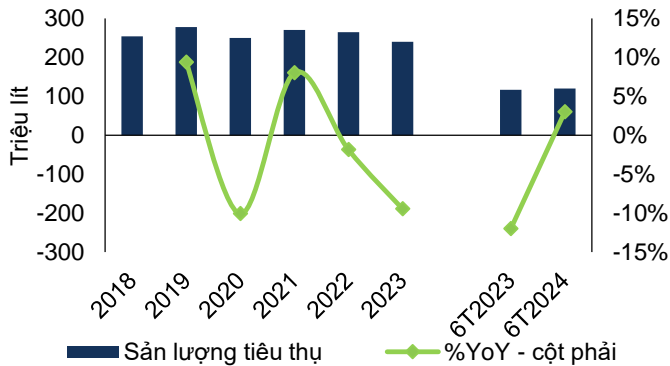
II. TRIỂN VỌNG CÁC MẢNG KINH DOANH CHÍNH CỦA QNS GIAI ĐOẠN 2024F – 2025F

1. Mảng sữa đậu nành (quay lại)

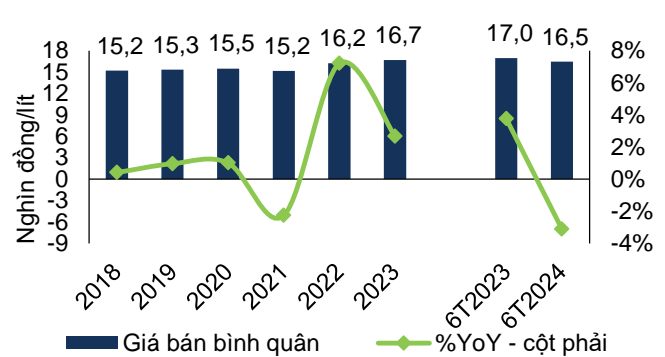
1.1. Sản lượng tiêu thụ 2024F kỳ vọng phục hồi 5,5% YoY từ mức nền thấp nhờ điều chỉnh giá bán

➤ Nhu cầu suy giảm, sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ 3,0% YoY trong 1H2024 nhờ việc giảm giá bán

Biểu đồ 1. Sản lượng sữa đậu nành tiêu thụ QNS



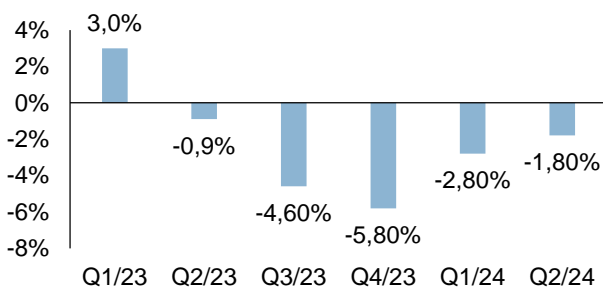
Biểu đồ 2. Giá bán sữa bình quân của QNS



Nguồn: QNS, FPTs Research

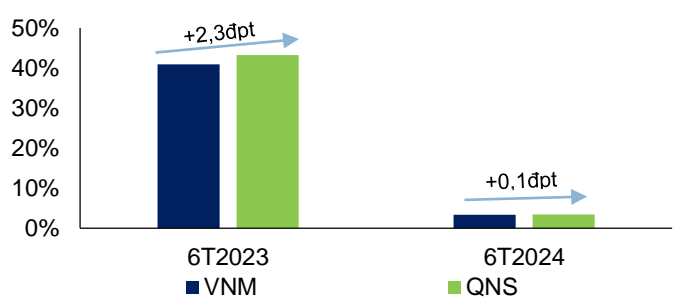
6T2024, doanh thu mảng sữa đậu nành (SDN) giảm nhẹ 0,2% YoY về mức 1.974 tỷ đồng. Trong đó sản lượng tiêu thụ ghi nhận dấu hiệu khả quan với mức tăng 3,0% YoY và ước đạt 120 triệu lít. **Tiêu thụ sữa của QNS phục hồi tích cực chủ yếu nhờ doanh nghiệp điều chỉnh bán bình quân -3,1% YoY để tạo lợi thế cạnh tranh khi (1) nhu cầu tiêu thụ sữa của người tiêu dùng suy giảm và (2) cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp trong ngành sữa nói chung.** Mặt khác, QNS cũng duy trì việc đầu tư mạnh cho các hoạt động marketing và bán hàng. Lũy kế 6T2024, chi phí cho các hoạt động quảng cáo, khuyến mãi, hoa hồng đại lý và trưng bày đạt mức ~90 tỷ đồng (+11,4% YoY).

Biểu đồ 3. Tăng trưởng giá trị ngành sữa của Việt Nam so với cùng kỳ



Nguồn: AC Nielsen

Biểu đồ 4. Thị phần về giá trị trong ngành sữa và các sản phẩm từ sữa của VNM và QNS



Nguồn: FPTs Research

Trong 6T2024, tình hình tiêu thụ sữa kém khả quan khi giá trị ngành sữa của Việt Nam suy giảm trong Q1 và Q2 (theo AC Nielsen). Nguyên nhân do sức mua của người tiêu dùng vẫn yếu. Lũy kế 6T2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng khi loại yếu tố giá tăng chỉ ghi nhận mức tăng trưởng 5,7% YoY (cùng kỳ 2023 tăng 8,8% YoY). Chỉ số Niềm tin người tiêu dùng đi ngang trong T6/2024 theo [“Báo cáo khảo sát niềm tin người tiêu dùng”](#) của Infocus Mekong Research. Mặt khác, bên này cũng cho biết người tiêu dùng vẫn duy trì việc tiết giảm chi tiêu trong 6T2024. Theo Kantar, xu hướng tiêu dùng của người Việt trong năm 2024 sẽ hướng đến việc cắt giảm khối lượng và mua các sản phẩm với dung tích lớn hơn để tiết kiệm chi phí hoặc mua số lượng lớn khi có khuyến mãi. AC Nielsen cũng cho biết người tiêu dùng hiện nay có xu hướng tìm kiếm các sản phẩm với các ưu đãi tốt.

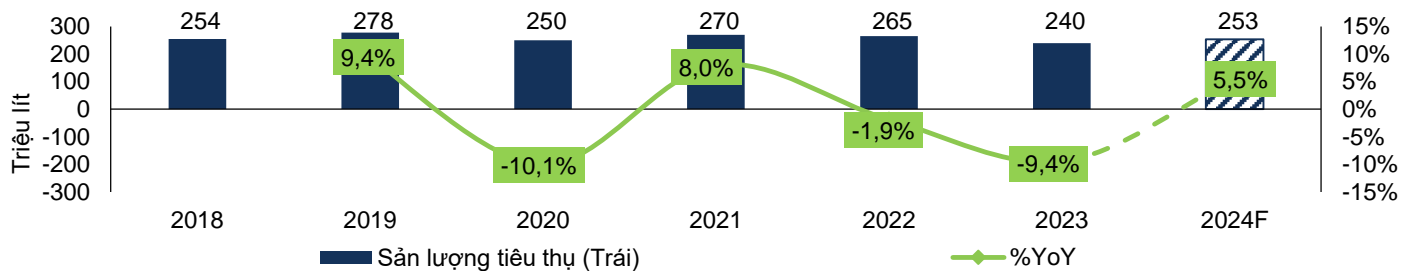
Mức độ cạnh tranh trong ngành sữa của Việt Nam ngày càng gay gắt trong bối cảnh sức tiêu thụ trong ngành suy giảm. Các doanh nghiệp lớn trong ngành tăng cường đầu tư cho các hoạt động bán hàng để giành thị phần trong 6T2024. Vinamilk (dẫn đầu về thị phần ngành sữa của Việt Nam) đã triển khai nhiều chương trình

khuyến mãi với quy mô toàn quốc, cùng với các hoạt động tương tác với nhiều phần quà hấp dẫn để kích cầu tiêu thụ và gia tăng mức độ nhận diện thương hiệu ([chi tiết](#)). Thị phần sữa nội địa của Vinamilk 6T2024 ước tính tăng 2,3đpt YoY. Không chỉ riêng Vinamilk, doanh nghiệp sữa khác như TH True Milk (đứng thứ 3 về thị phần ngành sữa của Việt Nam) cũng tổ chức nhiều hơn các hoạt động khuyến mãi tiêu dùng trong 6T2024 ([chi tiết](#)).

Chúng tôi nhận định, QNS đã thành công với chiến lược tập trung vào thị trường ngách sản xuất sữa đậu nành hộp giấy khi đã chiếm tới 89,7% thị phần về sản lượng tính đến 6T2024 (+1,9đpt YoY). Tuy nhiên, phân khúc sữa đậu nành mới chỉ chiếm khoảng 4,1% giá trị thị trường sữa của Việt Nam năm 2023 (theo Euromonitor). Trong 6T2024, phân khúc sữa đậu nành chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm sữa thay thế khác khi các doanh nghiệp lớn trong ngành đầu tư mạnh cho các hoạt động khuyến mãi quà tặng để kích cầu tiêu thụ bởi sức mua tiếp tục suy giảm và người tiêu dùng có xu hướng tìm kiếm các sản phẩm với ưu đãi tốt. Theo AC Nielsen, tăng trưởng giá trị ngành sữa 6T2024 đạt mức -2,4% YoY trong đó ngành hàng đậu nành ghi nhận mức giảm 4,0% YoY. Do đó, QNS phải tăng các khoản chiết khấu, giảm giá bán và khuyến mại bằng sản phẩm cho khách hàng khiến giá bán bình quân 6T2024 giảm 3,1% YoY. Chúng tôi ước tính thị phần về giá trị của QNS trong ngành hàng sữa nói chung duy trì đi ngang trong 6T2024.

➤ **Kỳ vọng tiêu thụ sữa đậu nành năm 2024F của QNS phục hồi 5,5% YoY từ mức nền thấp**

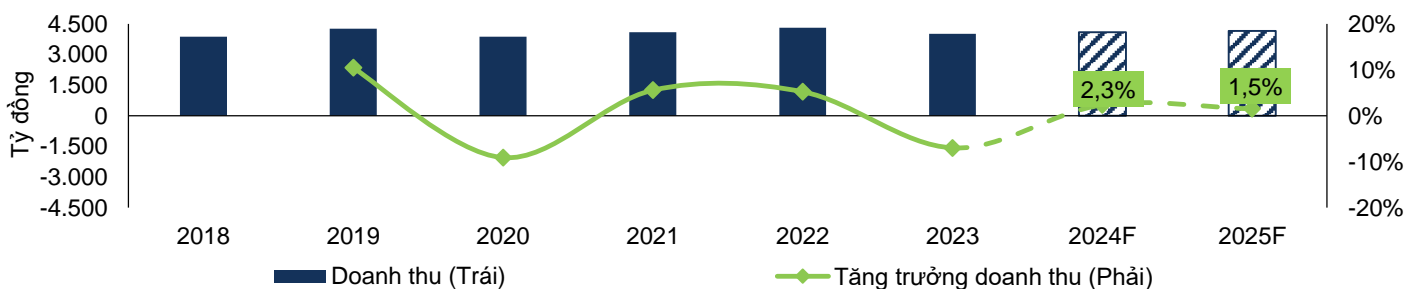
Biểu đồ 5. Dự phóng sản lượng sữa đậu nành tiêu thụ của QNS năm 2024F



Nguồn: FPTTS Research

Năm 2024F, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS phục hồi 5,5% YoY từ mức nền thấp của năm 2023 và đạt hơn 253 triệu lít nhờ (1) sức mua của người tiêu dùng kỳ vọng cải thiện nhẹ trong nửa cuối năm 2024 và (2) QNS tiếp tục duy trì việc giảm giá bán & đẩy mạnh các hoạt động bán hàng để kích cầu tiêu thụ. Chúng tôi kỳ vọng, sức mua của người tiêu dùng sẽ cải thiện nhẹ trong cuối năm 2024 với động lực từ (1) Chính phủ đã tăng mức lương cơ sở 30% (chủ yếu trong khu vực công, chiếm ~8% quy mô nền kinh tế) từ 01/07/2024 và (2) tiếp tục gia hạn giảm 2% thuế VAT trong 2H2024. Đối với giá bán sữa bình quân, chúng tôi cho rằng trong nửa cuối năm 2024 QNS vẫn duy trì chính sách giảm giá sản phẩm trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ phục hồi chậm và cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp sữa khác. Chúng tôi ước tính giá bán sữa đậu nành bình quân cho cả năm 2024 sẽ giảm khoảng 3,0% YoY. Với dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán như trên, doanh thu mảng sữa đậu nành 2024F ước tính đạt 4.096 tỷ đồng (+2,3% YoY).

Biểu đồ 6. Dự phóng doanh thu mảng sữa đậu nành của QNS giai đoạn 2024F – 2025F



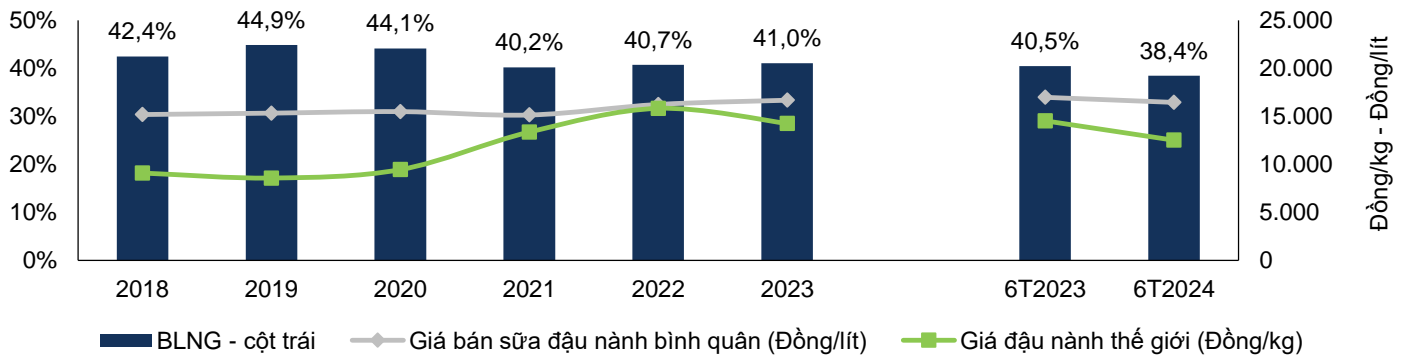
Nguồn: FPTTS Research

Cho năm 2025F, chúng tôi giả định doanh thu mảng sữa đậu nành của QNS tăng trưởng 1,5% YoY tương đương mức tăng trưởng giá trị ngành sữa đậu nành nội địa (theo dự phóng của Euromonitor). Trong đó, sản lượng tiêu thụ giả định tăng 1,5% YoY và giá bán không đổi so với năm 2024.

1.2. Biên lợi nhuận dự phóng đạt 39,7% năm 2024F (-1,3đpt YoY) chủ yếu do giá bán điều chỉnh giảm, kỳ vọng phục hồi trong năm 2025F

➤ 6T2024, biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành đạt mức 38,4% (-2,0đpt YoY) chủ yếu do giá bán bình quân ước tính giảm 3,1% YoY trong khi chi phí sản xuất tăng nhẹ 0,2% YoY.

Biểu đồ 7. Biến động giá đậu nành thế giới và biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành của QNS



Nguồn: QNS, FPTs Research

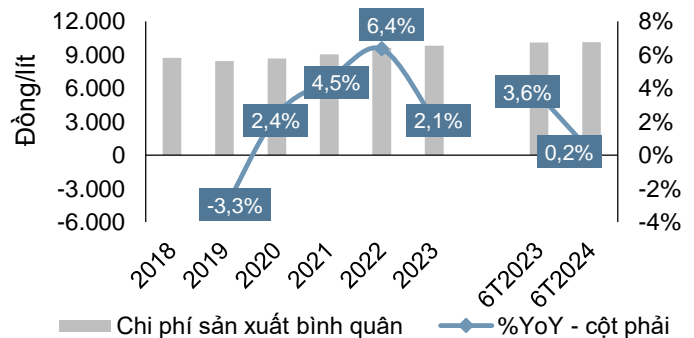
Như chúng tôi phân tích ở trên, QNS đã điều chỉnh giá bán sữa đậu nành để kích cầu tiêu thụ trong nửa đầu năm 2024. Ước tính 6T2024, giá bán sữa bình quân của doanh nghiệp đạt mức 16.452 đồng/lít (-3,1% YoY).

Biểu đồ 8. Biến động giá đậu nành thế giới



Nguồn: WorldBank

Biểu đồ 9. Chi phí sản xuất sữa đậu nành bình quân của QNS



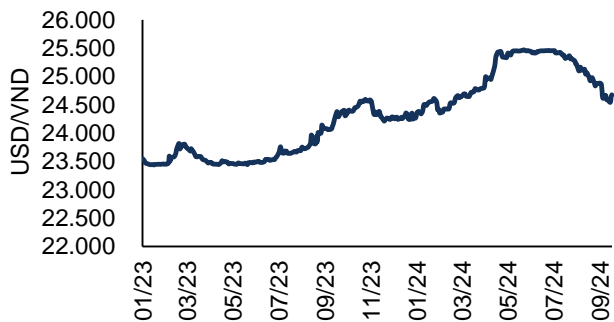
Nguồn: QNS, FPTs Research

Chi phí sản xuất bình quân 6T2024 ước tính tăng 0,2% YoY chủ yếu do chi phí đậu nành nguyên liệu duy trì ở mức cao từ chính sách đặt hàng và chốt trước giá nguyên liệu đầu vào của doanh nghiệp và ảnh hưởng từ tỷ giá tăng mạnh. Biến động giá đậu nành ảnh hưởng lớn đến giá thành sản xuất sữa của QNS khi chiếm tới 30% cơ cấu chi phí sản xuất của doanh nghiệp. Đậu nành chủ yếu được QNS nhập khẩu từ nước ngoài (khoảng 75 – 80% sản lượng đầu vào) do đó biến động giá đậu nành thế giới có ảnh hưởng lớn đến chi phí đầu vào của QNS. Đậu nành nguyên liệu thường được doanh nghiệp đặt hàng và chốt giá với nhà cung cấp trước khi bước nào năm tài chính. Theo chia sẻ từ BLĐ của QNS, đậu nành nguyên liệu cho năm 2024 đã được doanh nghiệp đặt hàng và chốt trước giá kể từ Q3/2023 với mức giá nhập khẩu thấp hơn 7 - 8% so với năm 2023. Tuy nhiên 6T2024, tỷ giá USD/VND ghi nhận xu hướng tăng mạnh, bình quân tăng 6,1% YoY. Do đó, chi phí đậu nành nhập khẩu của doanh nghiệp duy trì đi ngang, ước tính chỉ giảm nhẹ 1 - 2% so với cùng kỳ. Chúng tôi nhận định rằng, chính sách đặt hàng và chốt trước giá nguyên liệu khiến QNS chưa tận dụng được việc giá đậu nành thế giới giảm mạnh trong 6T2024 (-19,0% YoY).

➤ Kỳ vọng BLNG giảm 1,3đpt YoY trong năm 2024F và phục hồi tích cực trong năm 2025F nhờ giá đậu nành hạ nhiệt

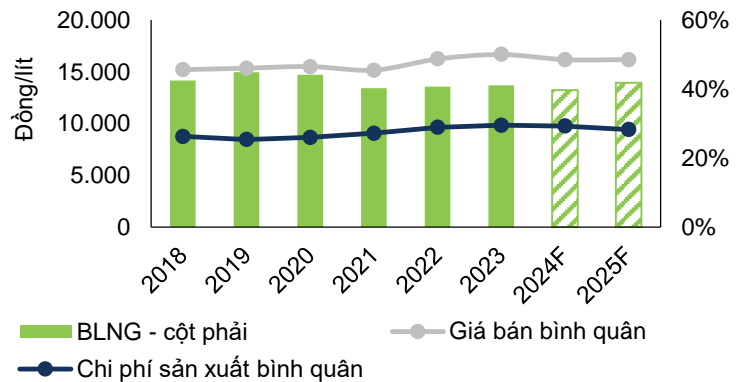
Cho cả năm 2024F, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành của QNS đạt mức 39,7% (-1,3đpt YoY) chủ yếu do giá bán kỳ vọng giảm 3,0% YoY. Đối với chi phí sản xuất sữa bình quân, chúng tôi dự phóng cho cả năm 2024F sẽ duy trì đi ngang, ước tính giảm nhẹ 0,8% YoY nhờ áp lực tỷ giá giảm bớt giúp chi phí

đầu nành nhập khẩu hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2024. Tỷ giá USD/VND đã có xu hướng hạ nhiệt kể từ tháng 7 đến nay. Chúng tôi kỳ vọng áp lực tỷ giá sẽ tiếp tục giảm bớt trong giai đoạn cuối năm 2024 và dao động quanh mức 24.800 – 25.000. Bình quân cả năm, tỷ giá USD/VND dự phóng tăng 4,5% YoY. Từ đó, chúng tôi dự phóng chi phí đầu nành đầu vào của QNS năm 2024F bình quân giảm 4,0% YoY. Mặt khác, chúng tôi giả định các chi phí nguyên liệu sản xuất khác tăng 1,0% YoY.

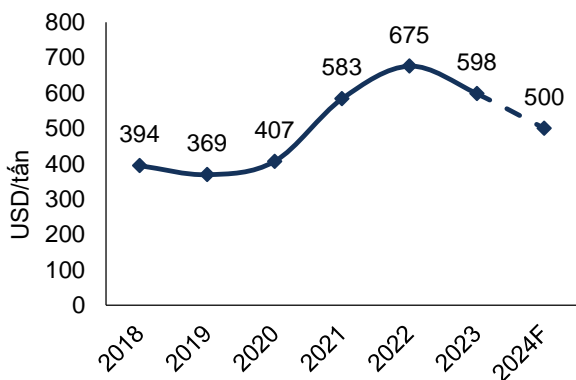
Biểu đồ 10. Tỷ giá USD/VND


Nguồn: Bloomberg

*Trục biểu đồ tỷ giá USD/VND bắt đầu từ 22.000

Biểu đồ 11. Dự phóng BLNG mảng SDN của QNS


Nguồn: FPT S Research

Biểu đồ 12. Dự phóng giá đậu nành thế giới 2024F


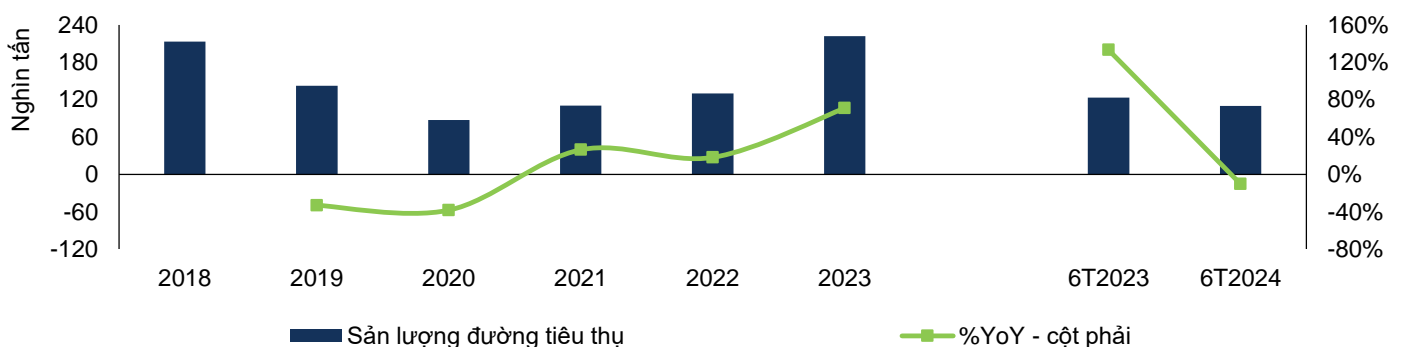
Nguồn: World Bank

Năm 2025F, giả định doanh nghiệp sẽ tiếp tục đặt hàng và chốt giá đầu nành nguyên liệu trước khi bước vào năm tài chính, **BLNG mảng sữa đậu nành của QNS kỳ vọng sẽ phục hồi lên mức 41,8% (+2,1đpt YoY) nhờ giá đầu nành ở mức thấp của năm 2024 sẽ phản ánh vào giá vốn của QNS kể từ năm 2025.** Giá đầu nành thế giới dự kiến sẽ duy trì đà giảm trong nửa cuối năm 2024 nhờ triển vọng sản xuất toàn cầu tích cực. Theo dự báo của USDA, sản lượng đầu nành thế giới niên vụ 2024/25 có thể đạt hơn 429 triệu tấn (+8,7% YoY) nhờ sự phục hồi sản lượng 10,5% YoY và 10,1% YoY của Brazil và Mỹ - 2 quốc gia xuất khẩu đầu nành lớn nhất thế giới. World Bank dự phóng giá đầu nành 2024F đạt mức 500 USD/tấn (-11,5% YoY). Do đó, chúng tôi dự phóng chi phí sản xuất sữa đậu nành 2025F giảm 3,6% YoY nhờ chi phí đầu nành nguyên liệu ước giảm 13,4% YoY.

2. Mảng đường (quay lại)

2.1. Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng đi ngang trong năm 2024F và tăng trưởng tích cực trong năm 2025F

➤ Tiêu thụ đường giảm 10,6% YoY trong 6T2024 do sản xuất đường RE từ đường thô sụt giảm

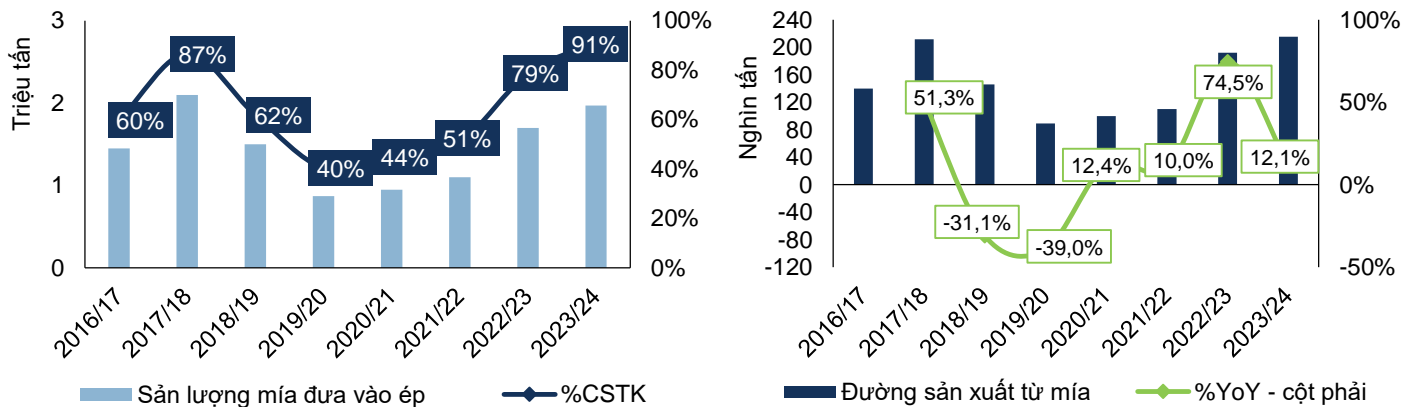
Biểu đồ 13. Tổng sản lượng đường tiêu thụ của QNS


Nguồn: QNS, FPT S Research

Sản phẩm đầu ra mảng đường của QNS gồm đường trắng (RS) và đường tinh luyện (RE), trong đó đường RS chiếm trên 80% cơ cấu sản phẩm đầu ra trong niên vụ 2022/23. Sự khác biệt chủ yếu giữa 02 sản phẩm này là về nguyên liệu đầu vào, với đường RS được sản xuất từ mía nguyên liệu, trong khi đường RE có thể được sản xuất từ cả mía nguyên liệu và đường thô nhập khẩu. Bên cạnh đó, giá bán đường RE thường cao hơn so với RS vì có hàm lượng tạp chất ít hơn, quy trình sản xuất phức tạp hơn nên chủ yếu được sử dụng làm nguyên liệu chế biến thực phẩm cao cấp như: sữa, nước giải khát, thực phẩm.

6T2024, tổng sản lượng đường tiêu thụ của QNS ước đạt 110 nghìn tấn, giảm 10,6% YoY so với mức nền cao của năm 2023. Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm trên chủ yếu đến từ việc sản xuất đường RE từ đường thô giảm do QNS không được phân hạn ngạch nhập khẩu đường thô nguyên liệu trong niên vụ 2023/2024. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, kể từ khi đường thô Thái Lan (nguồn đường thô giá rẻ gần Việt Nam) bị áp thuế phòng vệ thương mại (PVTM), hoạt động tinh luyện đường RE từ đường thô chưa đem lại hiệu quả do chi phí đường thô nhập khẩu tăng cao. Doanh nghiệp chỉ có thể tận dụng hạn ngạch thuế quan nhập khẩu đường (thuế nhập khẩu ≤5% tùy quốc gia xuất khẩu) được Bộ Công Thương phân giao hàng năm để nhập đường thô từ các quốc gia ngoài Thái Lan và 05 nước ASEAN bị áp thuế PVTM. Hạn ngạch nhập khẩu này tương đối hạn chế cho tất cả các doanh nghiệp sản xuất đường và doanh nghiệp sử dụng đường làm nguyên liệu chế biến. Do đó, với việc không được phân hạn ngạch trong niên vụ 2023/2024, chúng tôi nhận định sản lượng đường tiêu thụ trong 6T2024 chủ yếu là đường sản xuất từ mía. So với cùng kỳ, sản lượng đường mía tiêu thụ ước tính tăng trưởng 6,8% YoY nhờ (1) tình hình sản xuất niên vụ 2023/2024 tăng trưởng tích cực và (2) QNS tiếp tục được hưởng lợi nhờ các biện pháp PVTM của Nhà Nước để bảo hộ ngành đường. Cụ thể, CBPG & CTC áp dụng lên đường Thái Lan (từ T6/2021) và đường Thái Lan lẫn tránh thuế qua 05 nước ASEAN (từ T08/2022) giúp các doanh nghiệp đường trong nước giành lại thị phần từ đường nhập khẩu.

Biểu đồ 14. Sản lượng mía ép (trái) và sản lượng đường mía sản xuất (phải) của QNS

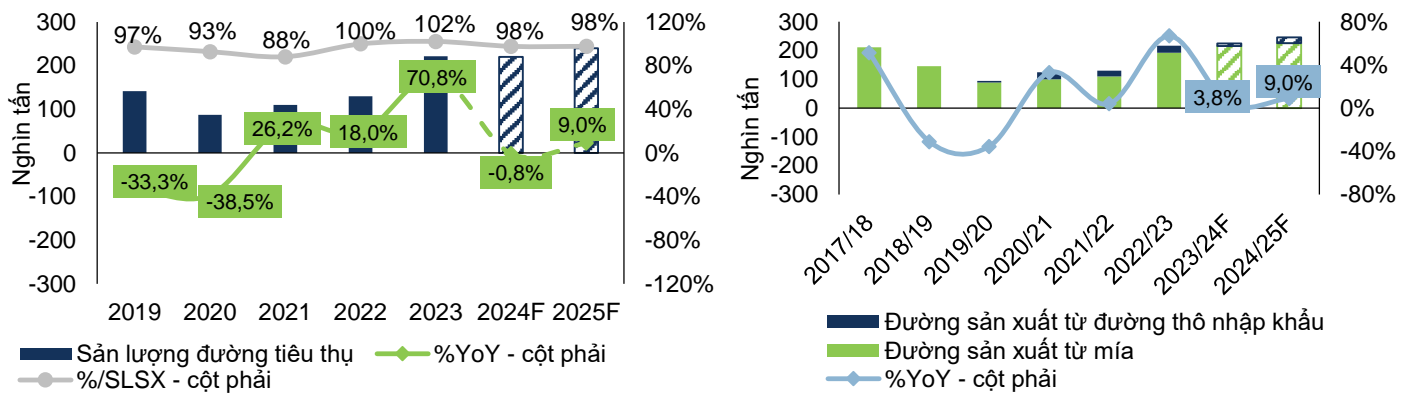


Nguồn: QNS, FPTs Research

Xét về hoạt động sản xuất đường từ mía, QNS tiếp tục đầu tư mở rộng vùng nguyên liệu trong bối cảnh giá đường nội địa neo cao. Niên vụ 2023/24, diện tích vùng nguyên liệu của doanh nghiệp ước tính tăng 14,1% YoY. Sản lượng mía đưa vào ép trong niên vụ đạt 1,97 triệu tấn (+15,9% YoY & 91% tổng CSTK). Sản lượng đường thành phẩm trong vụ 2023/24 ước đạt hơn 215 nghìn tấn (+12,1% YoY).

➤ **Kỳ vọng tiêu thụ đường năm 2024F duy trì đi ngang và tăng trưởng tích cực trong năm 2025F**

Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng tiêu thụ đường cho cả năm 2024 đạt hơn 220 nghìn tấn, giảm nhẹ 0,8% từ mức nền cao của năm 2023. Trong đó, sản lượng đường RE từ đường thô ước tính giảm 60% YoY do QNS không được phân giao hạn ngạch nhập khẩu đường thô nguyên liệu trong niên vụ 2023/24. Chúng tôi giả định sản lượng sản xuất đường RE từ đường thô năm 2024F chỉ ở mức 10.000 tấn (-60% YoY) tương đương với 5% công suất thiết kế. Với đường mía, sản lượng tiêu thụ ước tính ở mức 210 nghìn tấn (+6,7% YoY) với kỳ vọng QNS tiếp tục hưởng lợi từ các biện pháp PVTM hỗ trợ tích cực việc tiêu thụ hết sản lượng sản xuất còn lại của niên vụ 2023/24.

Biểu đồ 15. Dự phóng sản lượng đường tiêu thụ (trái) và sản lượng đường sản xuất (phải) của QNS


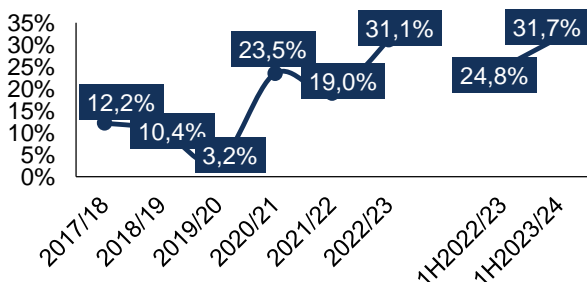
Nguồn: FPTS Research

Năm 2025F, chúng tôi dự phóng sản lượng đường tiêu thụ sẽ tăng trưởng 9,0% YoY và đạt ~240 nghìn tấn nhờ (1) vùng mía nguyên liệu tiếp tục được đầu tư mở rộng, (2) sản lượng đường RE từ đường thô cải thiện tích cực do QNS được phân bổ hạn ngạch nhập khẩu đường thô nguyên liệu và (3) tiếp tục được hưởng lợi từ các biện pháp bảo hộ ngành đường giúp hỗ trợ tích cực cho tiêu thụ.

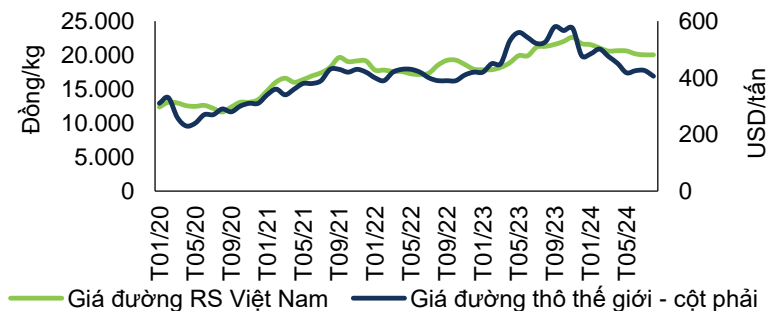
- Với hoạt động sản xuất đường từ mía, chúng tôi dự phóng sản lượng mía ép đạt hơn 2 triệu tấn (+5,0% YoY) nhờ việc tiếp tục đầu tư mở rộng vùng mía nguyên liệu. Trong bối cảnh ngành đường Việt Nam đang có sự khởi sắc nhờ các biện pháp bảo hộ của Nhà nước, QNS có kế hoạch mở rộng vùng nguyên liệu từ 3.000 – 4.000 ha/năm (tương đương tăng 10% mỗi năm) và dự kiến đạt diện tích 40.000ha vào niên vụ 2027/28. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy, ngành mía đường trong nước vẫn phải đối mặt với các rủi ro từ biến động giá đường, cạnh tranh của các cây trồng khác và đặc biệt khi CPC dự báo thời tiết sẽ bước vào trạng thái La Nina kể từ cuối năm 2024 cho đến giữa năm 2025 có thể ảnh hưởng tiêu cực đến vụ canh tác mía 2024/25. Do đó, dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng mía niên vụ 2024/25 của QNS sẽ ở mức thấp hơn so với kế hoạch của doanh nghiệp.
- Hoạt động tinh luyện đường RE từ đường thô kỳ vọng cải thiện trong năm 2025F nhờ hạn ngạch nhập khẩu đường thô được phân bổ cho doanh nghiệp. Cụ thể vào cuối tháng 9/2024, QNS đã đấu giá và được Bộ Công Thương phân giao hạn ngạch nhập khẩu 20.000 tấn đường. Từ đó, QNS có thể nhập các đơn hàng đường thô từ Australia với thuế nhập khẩu ưu đãi trong hạn ngạch nhập khẩu là 0% (theo AANZFTA). Chúng tôi dự phóng sản lượng đường RE từ đường thô sản xuất trong năm 2025F đạt mức 20.000 tấn, gấp 2 lần so với cùng kỳ và tương đương 10% CSTK.

2.2. Biên lợi nhuận gộp duy trì giảm trong giai đoạn 2024F – 2025F do giá đường dự kiến hạ nhiệt

- **Biên lợi nhuận gộp 6T2024 của QNS đạt mức 31,7% (+6,9đpt YoY) nhờ giá bán đường thành phẩm tăng 10,0% YoY**

Biểu đồ 16. BLNG mảng đường QNS


Nguồn: QNS, FPTS Research

Biểu đồ 17. Giá đường Việt Nam và giá đường thế giới


Nguồn: Agromonitor, World Bank, FPTS Research

BLNG mảng đường của QNS ghi nhận mức tăng tích cực nhờ giá bán đường thành phẩm ước tính tăng trưởng 10,0% YoY bù đắp cho mức tăng 4,8% YoY của chi phí mua mía nguyên liệu đầu vào.

Giá bán đường thành phẩm của QNS diễn biến theo giá đường nội địa của Việt Nam. Sau khi đạt đỉnh vào cuối năm 2023, giá đường trong nước có xu hướng hạ nhiệt tuy nhiên biên độ biến động thấp hơn so với diễn biến của giá đường thế giới. Bình quân 6T2024, giá đường trong nước ước tính tăng 10,7% YoY trong khi giá đường thế giới ghi nhận giảm 6,3% YoY. Giá đường thế giới giảm mạnh kể từ đầu năm 2024 đến nay nhờ sản xuất đường ở các khu vực trồng chính cải thiện. Trong đó, sản lượng sản xuất tại Brazil - quốc gia chiếm 23% nguồn cung và 52,7% sản lượng xuất khẩu toàn cầu, ước tính đạt mức kỷ lục 45,68 triệu tấn (+24,1% YoY) trong niên vụ 2023/2024, cùng với sản lượng tại EU và Trung Quốc dự báo cải thiện (+7,0% và 10,5% YoY) bù đắp cho sản lượng sụt giảm do hạn hán tại Ấn Độ và Thái Lan (-8,1% và -20,3% YoY). Chúng tôi nhận định, giá đường nội địa chậm pha hơn so với xu hướng giảm của giá đường thế giới là nhờ các biện pháp PVTM của Nhà nước giúp kiểm soát đường giá rẻ nhập khẩu từ Thái Lan và 5 nước ASEAN từ đó hỗ trợ đường nội địa (hiện đáp ứng 45% nhu cầu trong nước) dần giành lại thị phần.

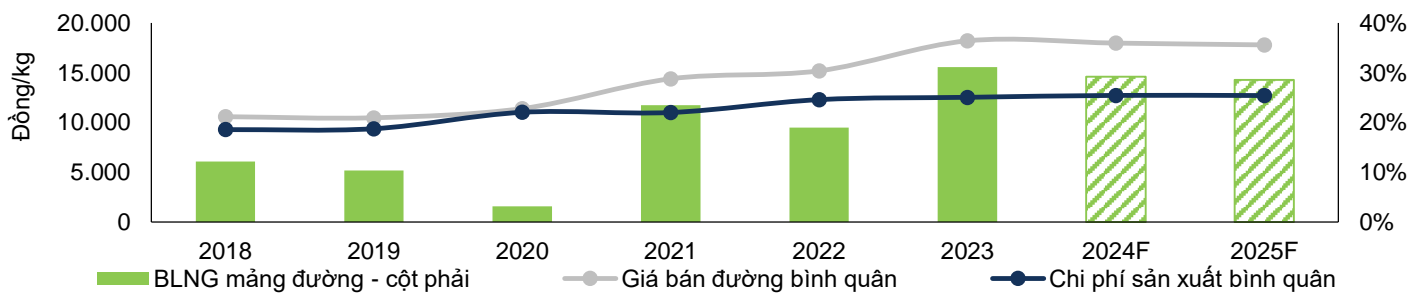
Chi phí nguyên liệu đầu vào (chiếm 78% giá vốn mangan đường 2023) ước tính tăng 4,8% YoY chủ yếu do QNS nâng giá mua mía nguyên liệu lên 1,1 triệu đồng/tấn trong niên vụ 2023/2024 (+4,8% YoY) để khuyến khích nông dân trồng mía mở rộng vùng nguyên liệu trong bối cảnh giá đường neo cao.

➤ **BLNG dự phóng giảm trong giai đoạn 2024F – 2025F do giá đường duy trì đà hạ nhiệt từ nửa cuối năm 2024**

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mangan đường của QNS năm 2024F đạt 29,2% (-1,9đpt YoY) chủ yếu do giá bán đường kỳ vọng giảm 1,3% YoY trong khi chi phí sản xuất bình quân dự kiến tăng 1,5% YoY do QNS nâng giá mua mía nguyên liệu từ người dân.

Với năm 2025F, chúng tôi dự phóng BLNG mangan đường tiếp tục thu hẹp -0,6đpt YoY và đạt 28,5% với kỳ vọng giá đường tiếp tục điều chỉnh nhẹ và chi phí sản xuất bình quân giả định đi ngang.

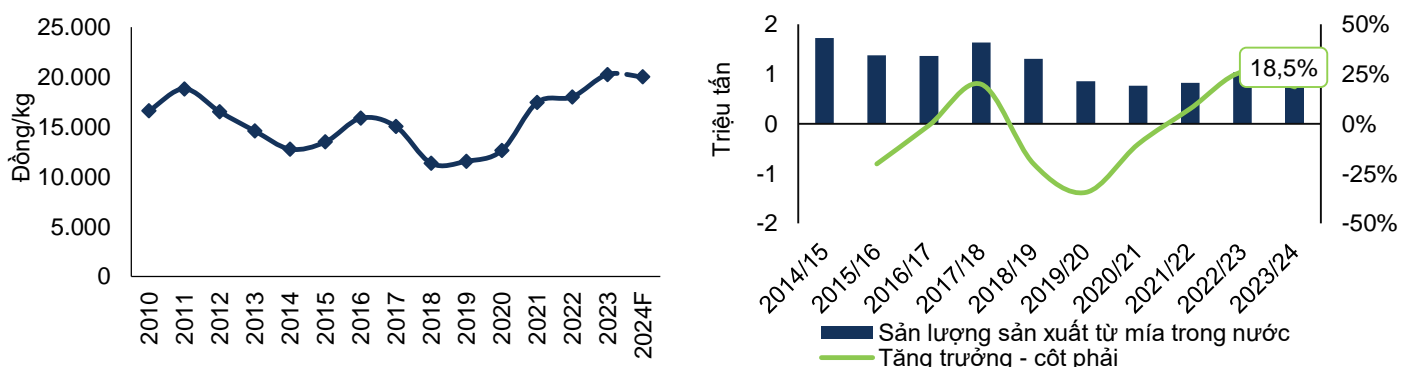
Biểu đồ 18. Dự phóng biên lợi nhuận gộp mangan đường của QNS năm 2024F và 2025F



Nguồn: FPTS Research

Giá đường nội địa kỳ vọng sẽ duy trì xu hướng hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2024, bình quân cả năm ước tính đạt mức 20.000 đồng/kg (-1,3% YoY) nhờ (1) nguồn cung trong nước dồi dào và (2) giá đường thế giới dự phóng giảm. Mặc dù giảm so với mức đỉnh của năm 2023, giá đường 2024F vẫn cao hơn so với mặt bằng chung 15 năm trở lại đây.

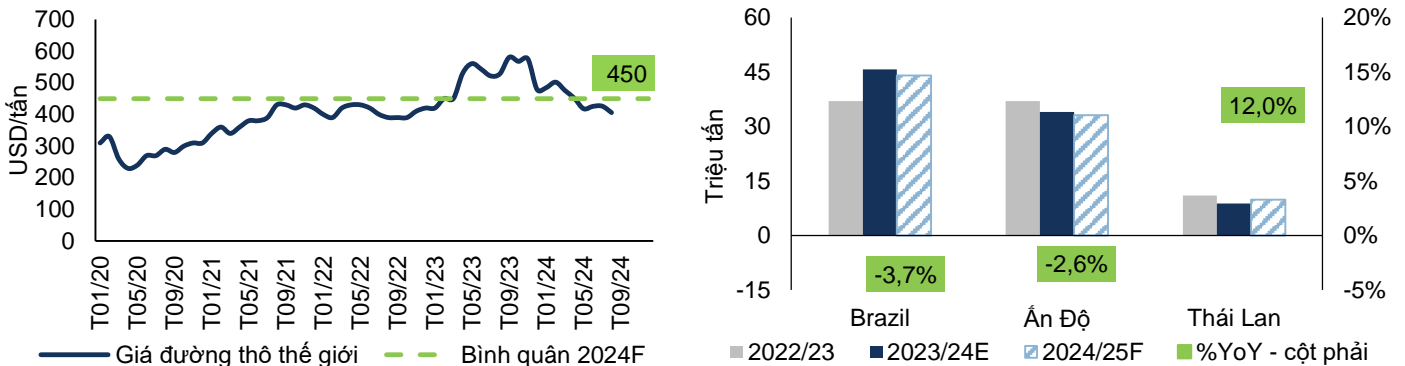
Biểu đồ 19. Dự phóng giá đường nội địa (trái) và sản lượng đường sản xuất của Việt Nam (phải)



Nguồn: VSSA, Agromonitor, FPTS Research

Với nguồn cung đường trong nước, Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA) cho biết ngành đường Việt Nam đã kết thúc niên vụ sản xuất đường 2023/24 trong tháng 7 với tổng sản lượng đường sản xuất đạt xấp xỉ 1,11 triệu tấn (+18,5% YoY). Kết quả sản xuất vụ 2023/24 tích cực nhờ diện tích vùng nguyên liệu mía trong nước được mở rộng (+11,4% YoY) trong bối cảnh tình hình thời tiết thuận lợi, giá đường neo ở mức cao và các biện pháp PVTM giúp đường nội địa giành lại vị thế cạnh tranh so với đường nhập khẩu.

Biểu đồ 20. Dự phóng giá đường thế giới (trái) và sản lượng đường sản xuất niên vụ 2024/25F của một số quốc gia xuất khẩu chính (phải)

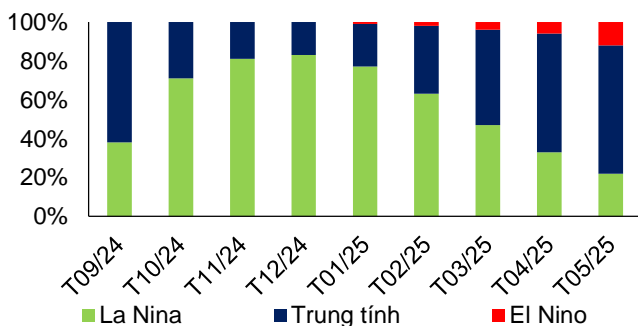


Nguồn: WorldBank, USDA, FPTs Research

Với giá đường thế giới, do hiện nay nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng khoảng 40 – 45% nhu cầu tiêu thụ, còn lại phải nhập khẩu do đó biến động giá đường thế giới ảnh hưởng tới giá đường Việt Nam. Chúng tôi dự phóng giá đường thế giới bình quân cả năm 2024F sẽ ở mức 450 USD/tấn (-12,9% YoY). Giá đường duy trì xu hướng giảm mạnh kể từ đầu năm 2024 đến nay và kỳ vọng sẽ tiếp tục diễn biến trong nửa cuối năm. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng đà giảm của giá đường sẽ chậm lại do tình hình sản xuất của Brazil và Ấn Độ (chiếm khoảng 59% sản lượng đường xuất khẩu thế giới niên vụ 2023/24) dự báo giảm.

Theo dự phóng của Conab (Tổ chức cung ứng quốc gia của Brazil), sản lượng mía thu hoạch niên vụ 2024/25 đạt mức 689,8 triệu tấn (-3,3% YoY) chủ yếu do tình hình trồng trọt tại khu vực Đông Nam Bộ (chiếm 64,2% tổng sản lượng mía quốc gia) chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi hạn hán và cháy rừng. USDA dự báo, sản lượng đường của Brazil niên vụ 2024/25 sẽ ở mức 44 triệu tấn, giảm -3,7% so với mức kỷ lục của niên vụ trước. Với Ấn Độ, Hiệp hội các nhà sản xuất đường và năng lượng sinh học Ấn Độ (ISMA) dự kiến sản lượng đường sản xuất niên vụ 2024/25 giảm 2,6% YoY do diện tích trồng mía suy giảm.

Biểu đồ 21. Xác suất xảy ra hiện tượng ENSO



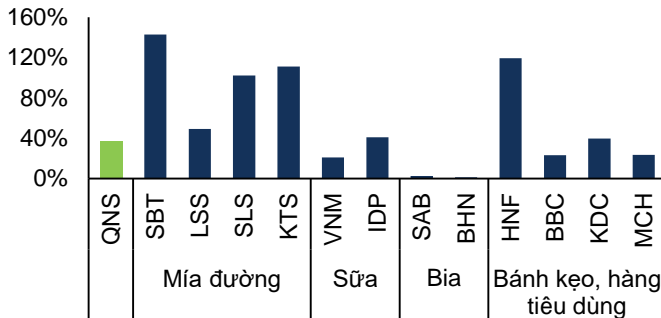
Nguồn: CPC

Năm 2025F, chúng tôi dự phóng giá đường nội địa giảm nhẹ 1,0% YoY từ triển vọng về tình hình sản xuất đường ở một số khu vực trồng chính kém khả quan kỳ vọng khiến đà giảm giá đường thế giới chậm lại. Mặt khác, CPC dự báo thời tiết sẽ chuyển từ trạng thái trung tính sang La Nina kể từ cuối năm 2024 đến giữa năm 2025 gây ra các tình trạng thời tiết cực đoan có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động canh tác mía trong nước niên vụ 2024/25.

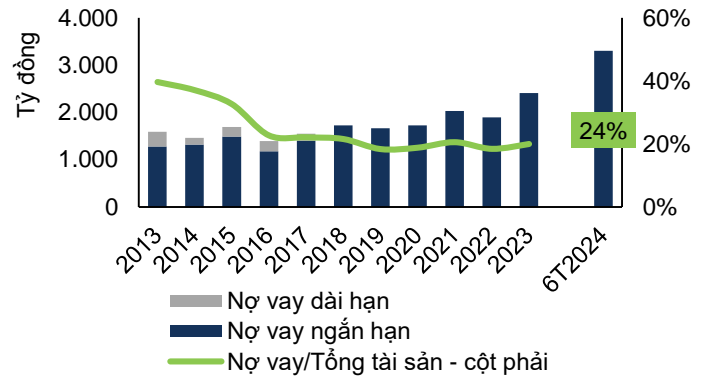
III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Cơ cấu tài chính lành mạnh

Biểu đồ 22. Chỉ số nợ vay/VCSH một số doanh nghiệp thực phẩm đồ uống (6T2024)



Biểu đồ 23. Cơ cấu nợ vay của QNS

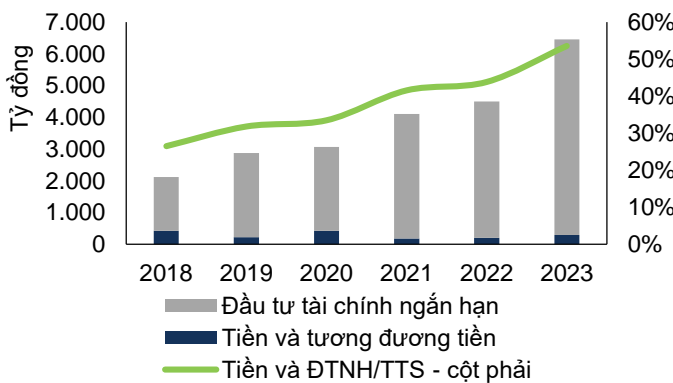


Nguồn: QNS, FPTs Research

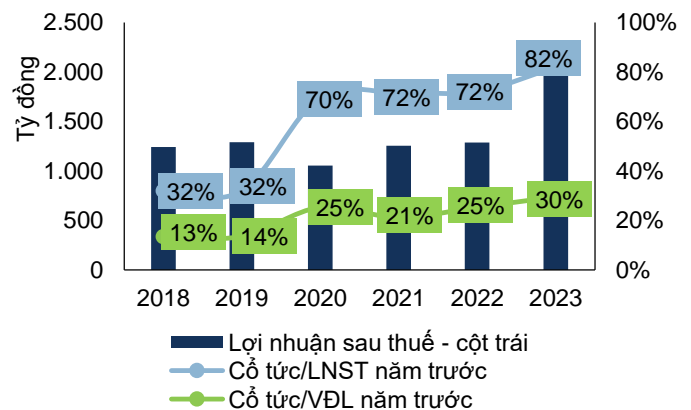
Nhìn chung, QNS sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp. Tại cuối Q2/2024, tỷ lệ nợ vay/VCSH của QNS đạt 37% thấp hơn mức trung bình của các doanh nghiệp niêm yết ngành đường (~101%) và các doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống (~55%). Nợ vay của QNS là các khoản nợ ngắn hạn phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động (thu mua nguyên liệu, hỗ trợ vốn cho nông dân trồng mía,...) do đặc thù của ngành mía đường sản xuất trong 6 tháng và tiêu thụ trong những tháng còn lại. Tại cuối Q2/2024, nợ vay của QNS tăng 15,4% YoY với tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản đạt mức 24% chủ yếu để tài trợ cho việc thu mua mía nguyên liệu. Từ năm 2018 đến nay, QNS đã trả hết các khoản nợ vay dài hạn hỗ trợ tài chính cho các dự án đầu tư tài sản cố định.

2. Chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ lệ ở mức cao

Biểu đồ 24. Tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn của QNS



Biểu đồ 25. Chi trả cổ tức tiền mặt của QNS



Nguồn: QNS

Giai đoạn 2018 – 2023, QNS duy trì hoạt động chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức tiền mặt/vốn điều lệ trong khoảng 13% - 30%. Chúng tôi nhận định, việc sở hữu lượng tiền mặt lớn giúp QNS vẫn duy trì chi trả cổ tức tiền mặt ở mức cao trong giai đoạn 2018 – 2023 ngay cả khi doanh nghiệp có 2 dự án đầu tư lớn gồm Dự án xây dựng nhà máy điện sinh khối (2016 – 2018) và Dự án xây dựng dây chuyền sản xuất đường tinh luyện RE (2018 – 2021).

IV. YẾU TỐ THEO DÕI (quay lại)

Dự án mở rộng công suất Nhà máy đường An Khê lên 25.000 TMN (+38,9% CSHT) và mở rộng công suất Nhà máy điện sinh khối An Khê lên 135MW (+42,1% CSHT).

Tổng vốn đầu tư cho 2 dự án: >2.000 tỷ đồng (tương đương 14,9% tổng tài sản của QNS tính đến BCTC Q2/2024) với 71% là vốn vay và 29% vốn tự có.

Tiến độ dự án:

Nội dung	Thời gian
Chuẩn bị đầu tư	Từ tháng 6/2024 đến ngày 15/11/2024
Bắt đầu xây dựng	Từ ngày 16/11/2024 đến ngày 15/11/2024
Sản xuất thử	Từ ngày 16/11/2026 đến ngày 15/11/2027
Hoạt động chính thức	Ngày 16/11/2027

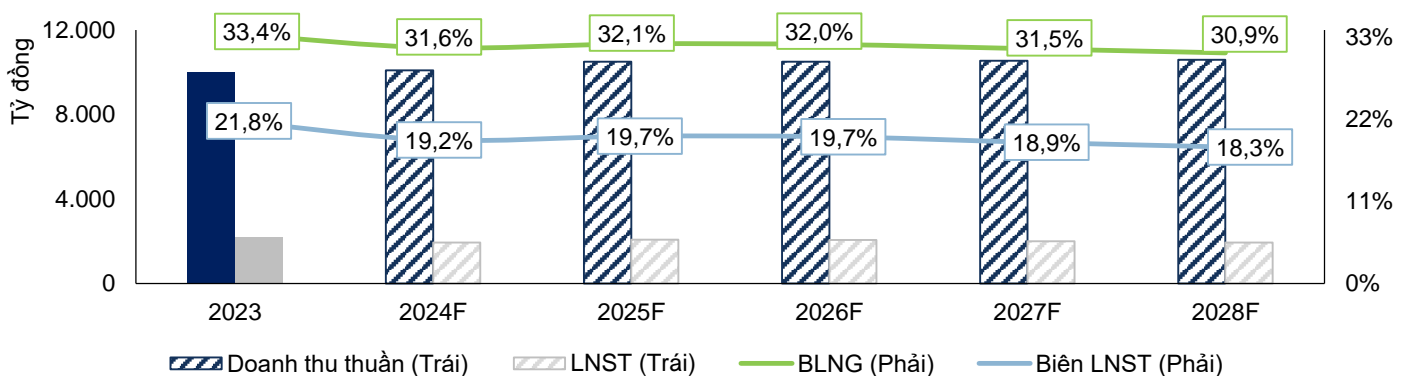
Hai dự án này song hành với kế hoạch mở rộng vùng nguyên liệu thêm 3.000 – 4.000 ha/năm lên 40.000 ha vào niên vụ 2027/28 của QNS. Chúng tôi thấy rằng, sự bảo hộ từ các biện pháp PVTM của Nhà nước cho ngành mía đường giúp sản lượng đường sản xuất của doanh nghiệp tăng trưởng tích cực kể từ niên vụ 2021/22. Tính đến niên vụ 2023/24, sản lượng mía ép của doanh nghiệp đã đạt 91% tổng công suất thiết kế. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc mở rộng vùng nguyên liệu của QNS sẽ gặp những rủi ro từ (1) thời tiết không thuận lợi, (2) biến động giá đường và (3) các biện pháp PVTM của Nhà nước sẽ hết hiệu lực vào T6/2026. Mặt khác, do hai dự án trên chưa đi vào khởi công, **chúng tôi sẽ chưa thêm dự án vào dự phóng kết quả kinh doanh của QNS và sẽ cập nhật ngay khi có thêm thông tin.**

V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa vào các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế hợp nhất 2024F của QNS lần lượt là 10.091 tỷ đồng (+0,7% YoY & 112% KH2024) và 1.941 tỷ đồng (-11,1% YoY & 145% KH2024). Mặc dù giảm so với mức nền cao của năm 2023, lợi nhuận sau thuế 2024 vẫn cao hơn so với mức trung bình giai đoạn 2017 – 2023.

Năm 2025F, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của QNS sẽ tăng trưởng tích cực với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt lần lượt là 10.495 tỷ đồng (+4,0% YoY) và 2.071 tỷ đồng (+6,7% YoY) nhờ sự tăng trưởng doanh thu mảng đường khi QNS được phân giao hạn ngạch nhập khẩu đường thô cuối năm 2024 và sự phục hồi tích cực BLNG của mảng sữa đậu nành.

Biểu đồ 26. Dự phóng kết quả kinh doanh của QNS giai đoạn 2024F – 2028F



Nguồn: FPTS Research

Chỉ tiêu	Giả định
Mảng sữa đậu nành	

Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành

Năm 2024, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS phục hồi 5,5% YoY từ mức nền thấp của năm 2023 và đạt ~ 253 triệu lít nhờ (1) sức mua của người tiêu dùng kỳ vọng cải thiện nhẹ trong nửa cuối năm 2024 và (2) kỳ vọng QNS duy trì việc giảm giá bán và đẩy mạnh các hoạt động bán hàng để kích cầu tiêu thụ. Trong giai đoạn 2024F – 2028F,

chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa của QNS đạt 1,5%/năm.

Giá bán sữa đậu nành

Giá bán sữa bình quân 2024F dự phóng giảm 3,0% YoY do (1) nhu cầu tiêu thụ kỳ vọng phục hồi chậm và (2) cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp trong ngành sữa nói chung. Giai đoạn 2025 – 2028F, chúng tôi giả định giá bán sẽ duy trì đi ngang.

Mảng đường

Sản lượng tiêu thụ đường

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ đường năm 2024 của QNS đạt 220.272 tấn (-0,8% YoY) chủ yếu do tiêu thụ đường RE sản xuất từ đường thô ước tính sụt giảm 60% YoY. Với sản phẩm đường mía, kỳ vọng tiếp tục được hưởng lợi từ các biện pháp PVTM giúp tiêu thụ đường mía của QNS tăng 6,7% YoY. Năm 2025F, chúng tôi dự phóng sản lượng đường tiêu thụ của QNS tăng trưởng tích cực 9,0% nhờ doanh nghiệp được phân giao hạn ngạch nhập khẩu đường thô vào cuối năm 2024. Trong giai đoạn 2025 – 2028F, sản lượng tiêu thụ dự phóng giảm 0,3%/năm dựa trên quan điểm thận trọng đối với rủi ro về (1) các biện pháp PVTM hết hiệu lực vào tháng 6/2026 và (2) khả năng được phân giao hạn ngạch nhập khẩu đường thô hàng năm.

Giá bán đường

Giá bán đường của QNS ước tính đạt 17.956 đồng/kg (-1,3% yoy) trong năm 2024 theo xu hướng giảm chung của giá đường nội địa khi sản xuất trong nước dồi dào cùng với giá đường thế giới dự báo giảm. Giai đoạn 2025 – 2028F, chúng tôi giả định giá bán đường giảm 1,0%/năm.

BLNG & BLNST

BLNG hợp nhất năm 2024F của QNS ước đạt 31,6% (-1,8đpt YoY) do BLNG mảng sữa đậu nành và mảng đường kỳ vọng giảm. Năm 2025, BLNG hợp nhất dự kiến đạt mức 32,1% nhờ sự phục hồi BLNG của mảng SĐN. Giai đoạn 2026 – 2028F, chúng tôi ước tính BLNG dao động trong khoảng 30,9% – 32,0%. Biên lợi nhuận ròng năm 2024F dự kiến giảm 2,6đpt YoY do BLNG thu hẹp cùng với chi phí bán hàng kỳ vọng tăng. Trong dài hạn, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận ròng sẽ trong khoảng 18,3% - 19,7% với giả định doanh nghiệp tăng chi phí bán hàng qua mỗi năm nhằm duy trì thị phần nội địa.

VI. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi định giá QNS bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu (FCFE) và chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) với trọng số 50:50. Giá trị cổ phiếu theo hai phương pháp có mức giá bình quân là **56.100 đồng/cp**, cao hơn **15,6%** so với mức giá đóng cửa ngày 09/10/2024. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

Phương pháp	Kết quả (làm tròn)	Trọng số
Phương pháp chiết khấu dòng tiền	56.100	
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	54.301	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	57.833	50%

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC	11,10%	Phần bù rủi ro	10,33%
Chi phí sử dụng nợ	5,8%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,82
Chi phí sử dụng VCSH	12,81%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	2,3%	Thời gian dự phóng	5 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	9.640.224
(+) Tiền mặt	0
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	2.411.316
(-) Cổ tức tiền mặt đã trả từ đầu năm 2024 tới thời điểm định giá	1.438.468
Giá trị vốn chủ sở hữu	21.262.061
Số cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	368
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	57.833

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại dòng tiền vốn chủ sở hữu	19.963.656
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	54.301

VII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả Hoạt động kinh doanh	2023A	2024F	2025F	Cân đối kế toán	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	10.021	10.091	10.495	Tài sản			
Giá vốn hàng bán	(6.670)	(6.901)	(7.124)	Tiền, tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn	6.454	7.159	7.750
Lợi nhuận gộp	3.351	3.190	3.372	Các khoản phải thu	661	706	735
Chi phí bán hàng	(805)	(862)	(949)	Hàng tồn kho	958	992	1.059
Chi phí quản lý DN	(391)	(347)	(357)	Tài sản ngắn hạn khác	19	20	20
Lợi nhuận thuần HĐKD	2.154	1.981	2.066	Tổng tài sản ngắn hạn	8.093	8.877	9.564
(Lỗ)/lãi HĐTC	338	364	437	Tài sản cố định	3.666	3.386	3.099
Lợi nhuận khác	91	60	61	<i>Nguyên giá</i>	9.279	9.445	9.617
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	2.583	2.406	2.564	<i>Khấu hao lũy kế</i>	-5.613	-6.059	-6.518
Chi phí lãi vay	(136)	(142)	(159)	Tài sản dài hạn khác	240	241	251
Lợi nhuận trước thuế	2.447	2.264	2.405	Xây dựng cơ bản dở dang	53	53	53
Thuế TNDN	(263)	(323)	(333)	Tổng tài sản dài hạn	3.959	3.681	3.404
Lợi nhuận sau thuế	2.183	1.941	2.071	Tổng Tài sản	12.053	12.558	12.968
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	Nợ & Vốn chủ sở hữu			
LNST của cổ đông CT Mẹ	2.183	1.941	2.071	Vay và nợ ngắn hạn	2.411	2.495	2.540
EPS (đ)	7.172	5.279	5.634	Các khoản phải trả	795	822	849
EBITDA	3.032	2.852	3.022	Quỹ khen thưởng	75	76	79
Khấu hao, dự phòng	449	447	459	Nợ ngắn hạn	3.281	3.393	3.467
Tăng trưởng doanh thu	21%	1%	4%	Vay và nợ dài hạn	-	-	-
Tăng trưởng LN HĐKD	59%	-8%	4%	Phải trả dài hạn khác	191	197	204
Tăng trưởng EBIT	63%	-7%	7%	Nợ dài hạn	191	197	204
Chỉ số khả năng sinh lời	2023A	2024F	2025F	Tổng nợ	3.472	3.590	3.671
Tỷ suất lợi nhuận gộp	33,4%	31,6%	32,1%	Vốn góp chủ sở hữu	3.569	3.676	3.676
Tỷ suất LNST	21,8%	19,2%	19,7%	Thặng dư	353	353	353
ROE DuPont	27,2%	22,1%	22,7%	LN chưa phân phối	4.778	5.053	5.353
ROA DuPont	19,6%	15,8%	16,2%	Các khoản khác	(120)	(115)	(86)
Tỷ suất EBIT/doanh thu	25,8%	23,8%	24,4%	Vốn chủ sở hữu	8.581	8.968	9.297
LNST / EBIT	94,7%	94,1%	93,8%	Tổng cộng nguồn vốn	12.053	12.558	12.968
LNST/LNNT	89,2%	85,7%	86,1%	Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024F	2025F
Vòng quay tổng tài sản	0,9x	0,8x	0,8x	Tiền đầu năm	4.499	6.454	7.159
Đòn bẩy tài chính	1,4x	1,4x	1,4x	Lợi nhuận sau thuế	2.201	1.941	2.071
Chỉ số hiệu quả vận hành	2023A	2024F	2025F	Khấu hao	445	447	459
Thời gian luân chuyển tiền	31,8	33,5	34,8	Dự phòng	3	0	0
Số ngày phải thu	22,7	24,7	25,1	Thay đổi vốn lưu động và điều chỉnh khác	-242	-172	-158
Số ngày tồn kho	52,1	51,6	52,5	Tiền từ hoạt động KD	2.408	2.215	2.372
Số ngày phải trả	43,1	42,8	42,8	Chi mua sắm TSCĐ	-219	-167	-171
COGS / Hàng tồn kho	7,0x	7,2x	7,2x	Các HĐ đầu tư khác	-1.563	0	0
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023A	2024F	2025F	Tiền từ hđ đầu tư	-1.782	-167	-171
CS thanh toán hiện hành	2,5x	2,6x	2,8x	Thay đổi nợ	515	83	45
CS thanh toán nhanh	2,2x	2,3x	2,5x	Tăng (giảm) vốn	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	2,0x	2,1x	2,2x	Cổ tức đã trả	-1.055	-1.428	-1.654
Nợ / Tài sản	0,3x	0,3x	0,3x	Các hoạt động TC khác	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,4x	0,4x	0,4x	Tiền từ hoạt động TC	-539	-1.344	-1.610
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,4x	0,4x	0,4x	Tổng lưu chuyển tiền tệ	87	705	591
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x	Chênh lệch tỷ giá	0	0	0
Khả năng TT lãi vay	19,0x	17,0x	16,1x	Tiền cuối năm	6.454	7.159	7.750

VIII. PHỤ LỤC (quay lại)
1. Các chương trình khuyến mãi tiêu dùng toàn quốc của Vinamilk và TH True Milk trong 6T2023 và 6T2024

Vinamilk			
Năm	STT	Chương trình	Thời gian
2023	1	Tết năm miêu, lì xì con yêu Susu yomilk	Từ 1/12/2022 đến 31/01/2023
	2	Tặng 2 hộp sữa ngon khi mua 1 thùng	Từ 01/03/2023 đến 31/03/2023
	3	Uống ngay Sữa Susu & Hero, sẵn xe cực đỉnh	Từ 20/03/2023 đến 21/07/2023
2024	1	Susu & Hero tích thẻ đổi quà, sẵn ngay Ipad	Từ 11/12/2023 đến 14/04/2024
	2	Susu & Hero sưu tập thẻ đổi quà & sẵn thẻ may mắn	Từ 11/12/2023 đến 30/05/2024
	3	Vinamilk Rewards cho sữa bột và sữa uống dinh dưỡng trẻ em	Từ 1/12/2023 đến 10/08/2024
	4	Tặng 2 hộp khi mua 1 thùng sữa tươi Vinamilk 100%	Từ 19/02/2024 đến 31/03/2024
	5	Susu & Hero sẵn thẻ may mắn trúng Apple Watch	Từ 01/04/2024 đến 31/07/2024
	6	Mua sữa bịch ít đường là có quà	Tháng 6/2024
	7	Sắm Probi thả ga, cứ mua là rinh quà	Từ 01/05/2024 đến 30/06/2024
	8	Sữa tươi Vinamilk 100% mua 4 tặng 1	Từ 11/06/2024 đến 31/08/2024
TH True Milk			
Năm	STT	Chương trình	Thời gian
2023	1	Mua 8 Tặng 1 Th true Milk Hilo	Từ 1/3/2023 đến 30/04/2023
	2	Mua 12 tặng 1 với dòng sữa chua uống và nước uống sữa trái cây	Từ 15/03/2023 đến 15/06/2023
	3	Hè khám phá, sẵn quà cực đã	Từ 15/05/2023 đến 15/08/2023
	4	Vui hè chất, trúng hơn 70.000 quà tặng	Từ 01/06/2023 đến 31/08/2023
2024	1	Mua 8 tặng 1 với dòng Th true Yogurt	Từ 01/03/2024 đến 15/05/2024
	2	Mua 8 tặng 1 với dòng Th true milk hilo và Th true milk light meal	Từ 01/03/2024 đến 30/04/2024
	3	Khuyến mãi đầu năm sữa chua Th true yogurt	Từ 16/03/2024 đến 31/05/2024
	4	Sẵn thẻ sticker, Nhận quà đỉnh chóp	Từ 05/04/2024 đến 20/08/2024
	5	Tiếp năng lượng Th true Yogurt, trúng hơn 80.000 quà tặng	Từ 15/04/2024 đến 04/08/2024
	6	Sưu tầm thẻ hay, nhận quà liền tay	Từ 15/04/2024 đến 31/07/2024
	7	Mua 8 tặng 1 với dòng Th true Yogurt topkid và Th true juice milk	Từ 25/04/2024 đến 30/06/2024
	8	Mua 8 tặng 1 với dòng Th true chocomalt mistori	Từ 25/04/2024 đến 30/06/2024
	9	Giảm giá 20% khi mua 01 thùng Sữa tươi tiệt trùng Vị tự nhiên TH true milk gold 180 ml x 24.	Từ 01/05/2024 đến 30/06/2024

Nguồn: FPTs Research

2. Các chương trình Minigame của Vinamilk trong 6T2023 và 6T2024

Năm	STT	Chương trình	Thời gian	Quy mô giải thưởng
2023	1	Khoe gu yêu thích với sữa tươi hộp 1 lít, rinh quà hot	Từ 05/06/2023 đến 25/06/2023	50 GIẢI THƯỜNG: Voucher mua sản phẩm Vinamilk trị giá 200.000 VNĐ tại cửa hàng Giác Mơ Sữa Việt trên toàn quốc.
	2	Cùng susu hero trở tài tái chế, mừng quốc tế thiếu nhi	Từ 01/06/2023 đến 15/06/2023	02 Giải Nhất: Voucher mua hàng tại Giác Mơ Sữa Việt trên toàn quốc trị giá trị giá 1.000.000 VNĐ. 10 Giải Khuyến Khích: Voucher mua hàng tại Giác Mơ Sữa Việt trên toàn quốc trị giá 200.000 VNĐ
	3	Nhà sao luôn có, nhà bạn đã có sữa chua đầy tủ chưa?	Từ tháng 5 đến tháng 6/2023	GIẢI ĐẶC BIỆT: 3 TỦ LẠNH SAMSUNG INVERTER 680 lít trị giá tương đương 24.490.000 VNĐ 100 giải E-voucher mua sản phẩm Vinamilk trị giá 100.000 VNĐ

	4	Khoe thực đơn thanh nhẹ với sữa tươi ít đường, rinh quà hót	Từ 2/3/2023 đến 25/3/2023	1 giải nhất: Voucher mua hàng 5.000.000 VNĐ trên Giacmosuaviet 20 giải nhì: Voucher mua hàng 500.000 VNĐ trên Giacmosuaviet
2024	1	Khoe món tết ngon rinh tủ lạnh xịn cùng sữa ông thọ	Từ ngày 07/02 đến 12/02/2024	02 Giải Lên Vị: 01 Tủ Lạnh AQUA Inverter 456 lít Multi Door trị giá 25.090.000 VNĐ và 01 voucher sử dụng sữa đặc Ông Thọ trị giá 300.000 VNĐ. 04 Giải Lên Hương: 01 Lò chiên không dầu Kangaroo trị giá 6.040.000 VNĐ và 01 voucher sử dụng sữa đặc Ông Thọ trị giá 200.000 VNĐ 50 Giải Lên Trình: 01 voucher sử dụng sữa đặc Ông Thọ trị giá 200.000 VNĐ.
	2	Sáng tạo video capcut - gửi lời chúc, khoe tết khỏe cùng sữa chua vinamilk	Từ 01/02/2024 đến 13/02/2024	01 giải nhất: 01 Tủ Lạnh Casper Inverter 458 lít Side by Side RS-460PG trị giá 13.990.000 VNĐ 15 giải tương tác: 01 máy xay sinh tố cầm tay Lock&Lock trị giá 1.500.000 VNĐ 04 giải may mắn: 01 voucher 1.000.000 VNĐ mua các sản phẩm Vinamilk trực tiếp tại Giác mơ sữa Việt trên toàn quốc 250 giải ý nghĩa: Voucher 50.000 VNĐ cho hóa đơn mua Sữa chua ăn các loại trực tiếp tại cửa hàng Giác mơ sữa Việt trên toàn quốc
	3	Check in tết khỏe - Năm mới rinh thêm quà từ sữa chua Vinamilk	Từ ngày 02/02/2024 đến 10/02/2024	15 Giải Sáng tạo: mỗi giải 01 Máy xay sinh tố cầm tay Lock&Lock trị giá 943.000 VNĐ 60 Giải Tương tác: mỗi giải 01 Ấm đun Sunhouse trị giá 130.000 VNĐ 1540 Giải Ý nghĩa: mỗi giải 1 Voucher 50.000 VNĐ cho hóa đơn mua Sữa chua ăn tại Giác mơ sữa Việt trên toàn quốc
	4	Mở tủ lạnh khoe sữa chua - biến hình ăn tết khỏe	Từ ngày 07/02/2024 đến 12/02/2024	Giải Sáng tạo: 01 Máy giặt Samsung Inverter 9.5kg WW95TA046AX/SV trị giá 12.290.000 VNĐ Giải Tương Tác: 01 Máy xay sinh tố cầm tay Lock&Lock trị giá 943.000 VNĐ Giải May Mắn: 01 Voucher 1.000.000 VNĐ khi mua các sản phẩm Vinamilk trực tiếp tại Giác mơ sữa Việt trên toàn quốc Giải Ý nghĩa: 01 Voucher 50.000 VNĐ cho hóa đơn mua Sữa chua ăn các loại trực tiếp tại Giác mơ sữa Việt trên toàn quốc
	5	Issac hỏi thăm, nhắc nhớ chăm mình	Từ 04/03 đến 18/03/2024	01 giải sáng tạo nhất: 1 Marshall Worbun 3 trị giá 10.990.000 VNĐ chưa bao gồm VAT 01 giải tương tác nhiều nhất: Máy ảnh Instax Mini 12 trị giá 2.100.000 VNĐ chưa bao gồm VAT 50 giải may mắn: nhận ngay 1 E-voucher trị giá 50.000 VNĐ cho hoá đơn từ 100.000 VNĐ khi mua Sữa Chua Vinamilk ở toàn bộ hệ thống Giác Mơ Sữa Việt trên toàn quốc.
	6	Bài hát Isaac dành riêng tặng nàng, quan tâm gửi lời yêu	Từ 07/03/2024 đến 20/03/2024	02 giải tương tác nhiều nhất: 1 Máy đẩy tinh chất ION nóng lạnh Maxcare Max888PRO trị giá 1.590.000đ chưa bao gồm VAT 100 giải may mắn: nhận ngay 1 E-voucher trị giá 50.000VNĐ cho hoá đơn từ 100.000 VNĐ khi mua Sữa Chua Vinamilk ở toàn bộ hệ thống Giác Mơ Sữa Việt trên toàn quốc.

7	Reng reng... bạn có 1 cuộc gọi từ Isaac	Từ 16/03/2024 đến 27/03/2024	<p>01 giải Sáng tạo: 1 Marshall Worburn 3 trị giá 10,990,000 VNĐ</p> <p>01 giải Tương tác nhiều nhất: 1 Máy ảnh Instax Mini 12 trị giá 2.190.000 VNĐ</p> <p>50 giải May mắn: Mỗi giải 1 E-voucher trị giá 50.000VNĐ cho hoá đơn từ 100.000 VNĐ khi mua Sữa chua Vinamilk tại hệ thống cửa hàng Giấc Mơ Sữa Việt trên toàn quốc.</p>
8	Nhẹ hóa mọi điều, nhẹ phiêu giai điệu cùng Probi	Từ 10/05/2024 đến 19/05/2024	<p>01 Giải Đặc biệt: 1 Đồng hồ thông minh Apple Watch SE 2023 GPS + Cellular 40mm trị giá 7.700.000 VNĐ</p> <p>05 Giải Nhất: 01 Máy làm sữa hạt đa năng BlueStone BLB-6031 trị giá 2.000.000 VNĐ</p> <p>10 Giải Nhì: 01 Voucher mua sữa tại cửa hàng Giấc Mơ Sữa Việt trị giá 500.000</p> <p>500 Giải Khuyến khích: 01 Voucher mua sữa tại cửa hàng Giấc Mơ Sữa Việt trị giá 50.000</p>

Nguồn: FPTS Research

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu QNS, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà 136-138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888