

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (UPCOM: QNS)
Phạm Hương Lê

Chuyên viên phân tích

Email: leph@fpts.com.vn

Điện thoại: 19006446 - Ext : 7583

Phê duyệt báo cáo

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu QNS và VN Index


Thông tin giao dịch	18/12/2023
Giá hiện tại (đồng/cp)	44.000
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	52.898
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	32.136
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	357
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	301
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	564.350
% sở hữu nước ngoài	16,1%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.569
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.705
P/E trailing 12 tháng (lần)	6,8x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	6.444

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 loại thực phẩm khác
Chi phí chính	Đậu nành nguyên liệu, mía nguyên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Thương hiệu lâu năm, dẫn đầu thị phần sữa đậu nành hộp giấy; Năng lực sản xuất đường lớn
Rủi ro chính	Biến động giá đậu nành nguyên liệu, giá đường thành phẩm; Diễn biến thời tiết

Giá thị trường (đồng/cp) 44.000

Giá mục tiêu (đồng/cp) 55.500

Chênh lệch: 26,0%

Khuyến nghị
MUA
TRIỂN VỌNG NĂM 2024 TÍCH CỰC Ở TẤT CẢ CÁC MẢNG

Chúng tôi cập nhật định giá CTCP Đường Quảng Ngãi (UPCOM: QNS). Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu QNS là **55.500 VNĐ/CP** (cao hơn 26,0% so với giá đóng cửa ngày 18/12/2023). Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu QNS.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ:
► Kỳ vọng BLNG mảng sữa đậu nành mở rộng trong năm 2024 nhờ giá đậu nành nhập khẩu hạ nhiệt ([Chi tiết](#))

BLNG mảng sữa đậu nành năm 2023 ước đạt 40,7%, tương đương mức thấp của năm 2022 bởi (1) Hàng tồn kho đậu nành (chiếm ~30% giá thành sản xuất sữa) được chốt ở vùng giá cao cuối năm 2022 đã phản ánh vào giá vốn và (2) Giá bán sữa trung bình tăng 3% để giảm bớt ảnh hưởng của chi phí nguyên liệu đầu vào. Năm 2024, BLNG mảng sữa kỳ vọng tăng lên mức 41,3% (+0,6 đpt yoy) nhờ các đơn hàng đậu nành chốt giá trong năm 2023 khi giá đậu nành thế giới đã hạ nhiệt. Trong giai đoạn 2025F – 2028F, BLNG mảng sữa dự phóng dao động từ 40,9 – 41,7% bởi giá đậu nành dự báo giảm dần về mức 560 USD/tấn (theo World Bank)

► Tiêu thụ đường đạt mức cao nhờ sản xuất phục hồi và đầu ra được hỗ trợ bởi biện pháp phòng vệ thương mại ngành đường ([Chi tiết](#))

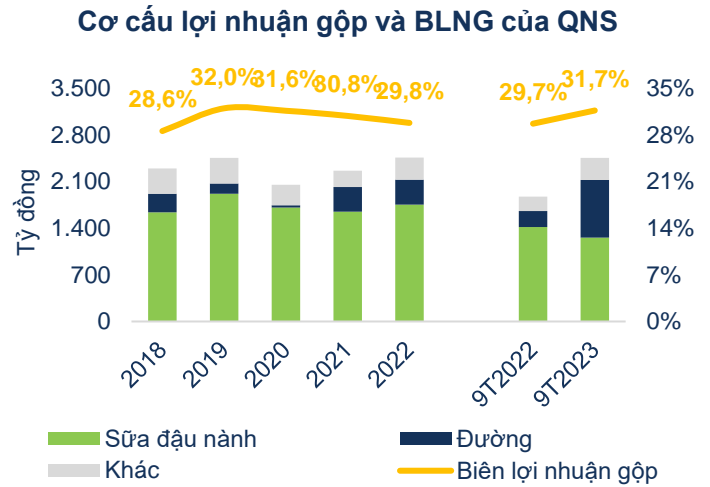
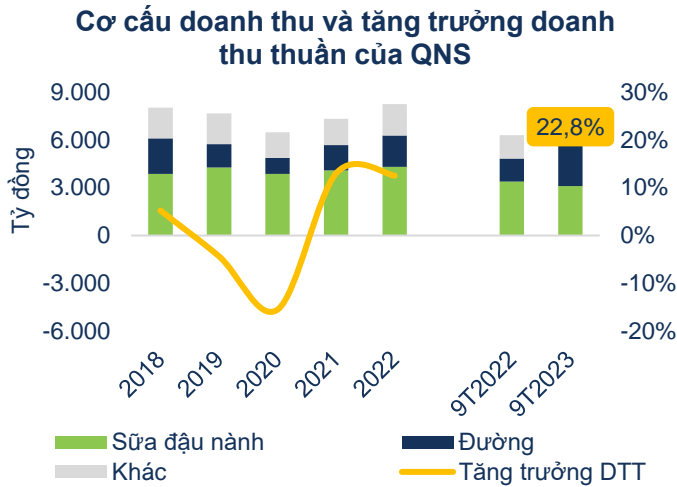
Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ đường năm 2023 đạt 221.000 tấn (+70% yoy) và tăng trưởng 1%/năm từ 2023 – 2028F nhờ (1) Tổng sản lượng sản xuất đạt từ 215.000 – 244.000 tấn/năm (tăng mạnh ~66% so với sản lượng trung bình giai đoạn 2018 – 2022) khi vùng nguyên liệu mía được đầu tư mở rộng và (2) QNS hưởng lợi từ thuế phòng vệ thương mại ngành đường giúp giành thị phần phân phối của đường nhập khẩu Thái Lan và tiêu thụ sản phẩm thuận lợi.

► Cổ tức tiền mặt ở mức cao sau giai đoạn đầu tư lớn ([Chi tiết](#))

Chúng tôi kỳ vọng tỉ lệ cổ tức tiền mặt / LNST của QNS từ 2023 – 2028F đạt mức cao từ 60 – 90%, tương ứng với tỉ suất cổ tức từ 8 – 9% khi doanh nghiệp đã hoàn thành các dự án đầu tư lớn và sở hữu lượng tiền mặt dồi dào.

RỦI RO ĐẦU TƯ:
► Rủi ro biến động giá nguyên liệu đậu nành và giá đường

QNS nhập khẩu ~75 – 80% nguyên liệu đậu nành và chịu tác động từ diễn biến giá đậu nành thế giới, thường phụ thuộc vào tình hình sản xuất tại các quốc gia trọng điểm trồng đậu nành (Brazil, Argentina, Mỹ). Trong khi đó, do 60% nguồn cung đường trong nước được nhập khẩu nên giá bán đường trong nước thường chịu tác động của giá đường thế giới, phụ thuộc vào tình hình sản xuất tại các quốc gia trọng điểm về mía đường: Brazil, Ấn Độ, Thái Lan. Điều kiện thời tiết là yếu tố quan trọng quyết định sản lượng và năng suất tại các quốc gia kể trên và gián tiếp ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của QNS

I. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TRIỂN VỌNG
1. KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA QNS TRONG 9T2023


Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp

Trong 9T2023, doanh thu thuần của QNS đạt 7.749 tỷ đồng (+22,8% yoy), lợi nhuận trước thuế đạt 1.717 tỷ đồng (+70,5% yoy). Sự tăng trưởng vượt bậc này chủ yếu được đóng góp bởi mảng đường (chiếm lần lượt 40% và 35% trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của QNS trong 9T2023) nhờ (1) Sản lượng sản xuất phục hồi, (2) Hưởng lợi từ các biện pháp bảo hộ ngành mía đường của Nhà Nước đã hỗ trợ đầu ra cho sản phẩm và (3) Giá bán đường thành phẩm giữ ở mức cao. Trái lại, mảng sữa đậu nành (đóng góp lần lượt 40% và 51% trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của QNS trong 9T2023) ghi nhận kết quả kinh doanh sụt giảm do (1) Nhu cầu tiêu thụ ngành sữa và các sản phẩm thay thế sữa trong nước chịu ảnh hưởng tiêu cực khi sức mua trong nước giảm và (2) Chi phí đậu nành nguyên liệu tăng cao. Chi tiết ở bảng sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	9T2022	9T2023	%yoy	%KH 2023	Diễn giải
Doanh thu thuần	6.311	7.749	22,8%	92%	

Mảng sữa: Sản lượng tiêu thụ đạt 185 triệu lít, sụt giảm 11,0% yoy do nhu cầu tiêu dùng trong nước chậm lại dưới ảnh hưởng của lạm phát khiến sức mua yếu đi. Theo AC Nielsen, giá trị ngành sữa Việt Nam lần lượt giảm 4,4% và 0,5% yoy trong Q3/2023 và 9T2023.

Sữa đậu nành 3.390 3.106 -8,4%

Sản lượng tiêu thụ giảm của QNS đã được hỗ trợ một phần bởi giá bán tăng ~3,0% yoy giúp doanh thu ít bị ảnh hưởng hơn (-8,4% yoy). Thị phần sữa đậu nành (xét về sản lượng) của QNS trong 9 tháng đầu năm đạt 88,4% (+0,7 đpt yoy) và có xu hướng tăng dần qua mỗi quý nhờ đẩy mạnh hoạt động bán hàng, marketing.

Mảng đường: Tăng trưởng sản lượng giúp doanh thu từ đường tăng vọt 115,8% yoy. Cụ thể:

Đường 1.449 3.127 115,8%

Sản lượng tiêu thụ đường: 174.000 tấn (+85% yoy) nhờ (1) Doanh nghiệp hưởng lợi từ các biện pháp bảo hộ ngành mía đường của Nhà Nước để giành lại thị phần phân phối từ đường Thái Lan giúp tăng sản lượng tiêu thụ và (2) Tình hình sản xuất tích cực bởi thời tiết thuận lợi trong vụ và vùng nguyên liệu mía được hồi phục khi giá đường tăng giúp sản lượng mía đưa vào ép đạt ~1,6 triệu tấn (+45% yoy) trong vụ 2022 – 2023, sản xuất được ~170.000 tấn

đường RS và 20.000 tấn đường RE từ mía. Ngoài ra, QNS cũng nhập khẩu đường thô để sản xuất ~25.000 tấn đường RE (+25% yoy), nâng tổng sản lượng đường sản xuất lên ~215.000 tấn, tăng mạnh 65% yoy.

Giá bán đường trung bình: đạt 18.000 đồng/kg (+17% yoy) cùng xu hướng tăng của giá đường trong nước và thế giới trước những lo ngại về nguồn cung hạn hẹp trong vụ 2023 – 2024 do thời tiết bất lợi ảnh hưởng tới vụ mùa mía.

Khác	1.472	1.515	3,0%	
Lợi nhuận gộp	1.873	2.453	31,0%	
Sữa đậu nành	1.416	1.261	-11,0%	
Đường	240	862	260,0%	
Khác	218	330	51,6%	
Doanh thu tài chính	129	256	98,6%	
Chi phí tài chính	-66	-117	77,6%	
Chi phí bán hàng	-724	-677	-6,5%	
Chi phí QLDN	-204	-220	8,1%	
LN từ HĐKD	1.008	1.695	68,1%	
Lãi/lỗ khác	-1	22	NM	
LN trước thuế	1.007	1.717	70,5%	143%
LN sau thuế	858	1.535	79,0%	152%
Tỷ suất LNG	29,7%	31,7%	2,0 đpt	
Sữa đậu nành	41,8%	40,6%	-1,2 đpt	
Đường	16,5%	27,6%	11,1 đpt	
Khác	14,8%	21,8%	7,0 đpt	
Tỷ suất LNST	13,6%	19,8%	6,2 đpt	

Mảng sữa: Lợi nhuận gộp và tỉ suất lợi nhuận gộp lần lượt giảm -11% yoy và -1,2 đpt yoy do (1) Doanh thu mảng sữa sụt giảm và (2) Áp lực chi phí đậu nành nguyên liệu nhập khẩu ở vùng giá cao (giai đoạn nửa sau 2022) đã phản ánh vào giá vốn khiến BLNG bị ảnh hưởng tiêu cực.

Mảng đường: Lợi nhuận gộp và tỉ suất lợi nhuận gộp lần lượt tăng +260% yoy và +11,1 đpt yoy nhờ (1) Doanh thu mảng đường tăng cao và (2) Giá bán đường thành phẩm tăng mạnh hơn chi phí mua mía đầu vào giúp BLNG mở rộng.

Doanh thu tài chính và chi phí tài chính (chủ yếu là chi phí lãi vay) tăng mạnh trong môi trường lãi suất neo cao

Nguồn: BCTC QNS, FPTTS tổng hợp và ước tính

2. TRIỂN VỌNG CÁC MẢNG KINH DOANH CHÍNH CỦA QNS

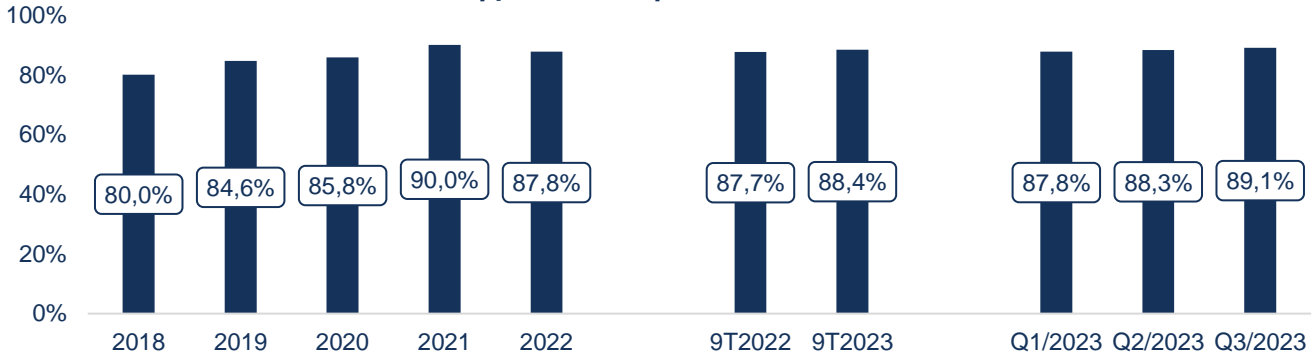
2.1. Mảng sữa đậu nành: Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ phục hồi và BLNG cải thiện trong năm 2024

► Tiêu thụ sữa đậu nành chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi sức mua giảm trong năm 2023

Trong 9T2023, sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS đạt 185 triệu lít, sụt giảm mạnh 11% yoy khi nhu cầu tiêu thụ trong nước chậm lại trước ảnh hưởng tiêu cực của lạm phát. Cụ thể, theo AC Nielsen, tăng trưởng giá trị ngành hàng FMCG nói chung và ngành sữa nói riêng đều ghi nhận giảm tốc trong 9 tháng đầu năm, lần lượt đạt 3% yoy và -0,5% yoy. Đặc biệt trong Q3/2023, giá trị ngành hàng FMCG và ngành sữa có mức tăng trưởng thấp nhất kể từ đầu năm, lần lượt tăng trưởng âm 2% và 4% yoy. Tiêu thụ sữa đậu nành của QNS chịu ảnh hưởng nặng nề bởi lạm phát do (1) Lạm phát có tác động lớn nhất tới kênh phân phối truyền thống (các cửa hàng tạp hóa, đại lý bán lẻ,...) khi khách hàng chính tập trung ở khu vực nông thôn vốn nhạy cảm hơn về giá và (2) Kênh phân phối truyền thống là kênh phân phối chủ đạo của QNS.

Mặc dù lạm phát dự báo sẽ tiếp tục khiến sức tiêu thụ sữa đậu nành trong nước yếu đi, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS trong Q4/2023 có thể cải thiện hơn so với 9T2023, đạt ~52 triệu lít (giảm 9% yoy, 9T2023 giảm 11% yoy). Điều này đến từ kỳ vọng doanh nghiệp có thể giành thêm thị phần từ đối thủ cạnh tranh nhờ những hiệu quả trong hoạt động marketing và bán hàng – đây cũng là yếu tố giúp thị phần về sản lượng của QNS tại thị trường sữa đậu nành hộp giấy trong Q3/2023 tăng trưởng 0,8 đpt QoQ, đạt 89,1% (theo chia sẻ của ban lãnh đạo QNS).

Thị phần sữa đậu nành của QNS



Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp và ước tính

Đối với hoạt động marketing, cuối tháng 8/2023, QNS đã công bố nhận diện thương hiệu mới cho nhãn hàng sữa đậu nành chủ lực Fami với những thay đổi trong thiết kế bao bì sản phẩm, thông điệp truyền thông chủ yếu nhấn mạnh tầm quan trọng của dinh dưỡng thực vật, đây cũng là định hướng phát triển mảng sữa của QNS.

Bộ nhận diện thương hiệu mới của QNS công bố vào T8/2023



Hình dáng hạt mầm cách điệu cùng chiếc lá thể hiện tinh "Cân bằng" dinh dưỡng thực vật



Chiếc lá xanh tươi nhấn mạnh nguồn gốc từ thực vật đầy tinh thiên nhiên & lợi ích xanh lành cho sức khỏe và cuộc sống



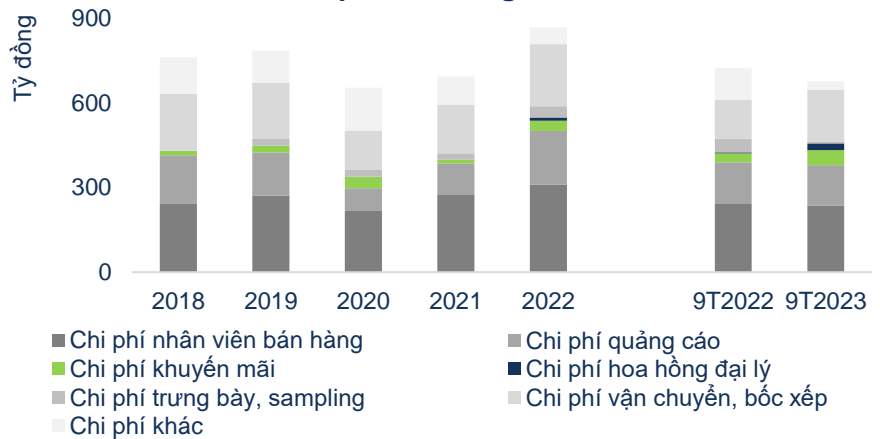
Lời cam kết mang nguồn dinh dưỡng vàng từ 100% đạm thực vật đến mọi gia đình Việt Nam



Mỗi nhãn hàng con đều được phân biệt bởi lợi ích nổi bật riêng biệt

Đối với chính sách bán hàng, QNS đẩy mạnh đầu tư cho các hoạt động khuyến mãi, hỗ trợ bán hàng, hoa hồng đại lý trong 9T/2023 và tập trung nhiều nhất ở Q3. Điều này đã giúp kích cầu tiêu thụ sản phẩm tại các điểm bán lẻ của kênh phân phối truyền thống – kênh phân phối chủ đạo của QNS, nơi người dân nhạy cảm về giá và chịu ảnh hưởng nặng nề nhất dưới áp lực lạm phát.

Chi phí bán hàng QNS



Nguồn: Báo cáo tài chính QNS

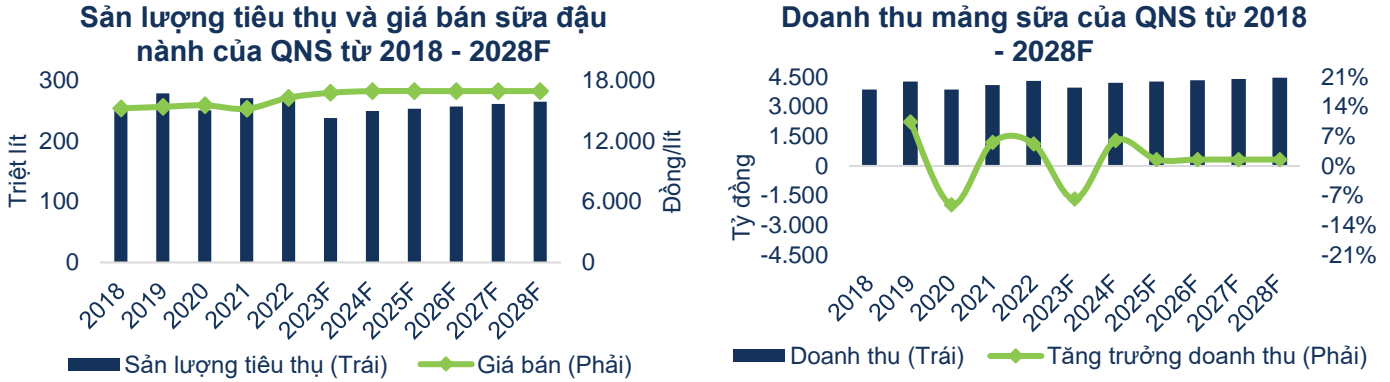
Như vậy, chúng tôi dự phóng QNS tiêu thụ 237 triệu lít sữa đậu nành trong cả năm 2023 (-10,5% yoy). Doanh thu mảng sữa ước đạt 3.968 tỷ đồng (-7,8% yoy) với giả định doanh nghiệp tăng giá bán 3% nhằm giảm bớt ảnh hưởng của chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh trong năm 2023 (chúng tôi sẽ phân tích chi tiết ở phần tiếp theo).

► Kỳ vọng tiêu thụ sữa đậu nành phục hồi nhẹ trong năm 2024

Năm 2024F, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS sẽ cải thiện nhẹ 5% yoy so với mức nền thấp của 2023 nhờ (1) Tiêu thụ chung của ngành được QNS dự báo phục hồi nhẹ từ Q2/2024 sau khi lạm phát được giảm bớt và (2) Kỳ vọng QNS đẩy mạnh hoạt động bán hàng nhằm kích cầu sản phẩm. Doanh thu mảng sữa đậu nành ước đạt 4.208 tỷ đồng trong năm 2024 (+6,0% yoy) với giả định giá bán trung bình tăng nhẹ 1% yoy.

Trong giai đoạn 2024F – 2028F, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng sữa đậu nành tăng trưởng với CAGR = 1,5%/năm, tương đương mức tăng trưởng giá trị ngành hàng sữa đậu nành nội địa trong cùng giai đoạn (theo báo cáo tháng 9/2023 của Euromonitor) với kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục giữ vững thị phần quanh 90% bằng việc tích cực đầu tư cho hoạt động bán hàng. Trong đó, chúng tôi giả định tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đạt 1,5%/năm và giá bán không quá biến động.

Cụ thể dự phóng về sản lượng, giá bán và doanh thu mảng sữa đậu nành của QNS trong giai đoạn 2018 – 2028F được chúng tôi tổng hợp như ở 02 biểu đồ dưới đây:

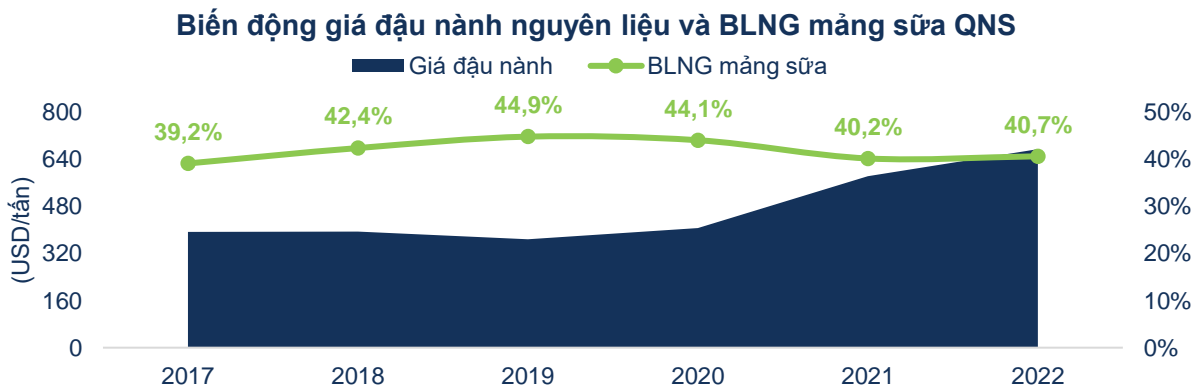


Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp và ước tính

► **BLNG mảng sữa mở rộng trong năm 2024 nhờ giá đậu nành nhập khẩu hạ nhiệt** [\(Quay lại\)](#)

Nguyên vật liệu chính để sản xuất sữa đậu nành của QNS gồm có: Đậu nành, bao bì giấy (để sản xuất sữa hộp giấy), đường và phụ gia khác. Trong đó đậu nành nguyên liệu chiếm tỉ trọng ~30% trong cơ cấu chi phí sản xuất và biến động giá đậu nành có ảnh hưởng lớn nhất đến giá thành sản xuất sữa đậu nành của doanh nghiệp. Đậu nành được QNS nhập khẩu từ 75 – 80% và phần ít còn lại được thu hoạch từ vùng nguyên liệu trong nước, do đó giá đậu nành đầu vào của QNS chịu ảnh hưởng lớn bởi giá đậu nành thế giới.

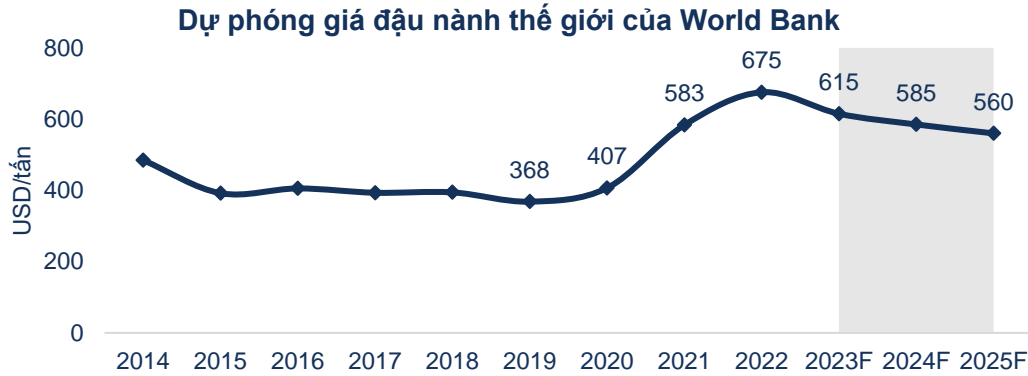
Trong năm 2021 – 2022, giá đậu nành dao động ở mức 580 – 680 USD/tấn, tăng mạnh ~60% so với giá trung bình giai đoạn 2017 – 2020 do (1) Nguồn cung thiếu hụt và (2) Nhu cầu phục hồi. Xét về nguồn cung, sản lượng đậu nành toàn cầu bị thâm hụt bởi La Nina gây hạn hán và mất mùa ở Argentina, Brazil, Hoa Kỳ (chiếm trên 70% sản lượng sản xuất đậu nành thế giới). Xét về nhu cầu tiêu thụ, nhu cầu đậu nành thế giới phục hồi từ năm 2020 do Trung Quốc gia tăng nhập khẩu đậu nành nhằm tích trữ lương thực sau tác động của đại dịch Covid – 19 và nhu cầu thức ăn chăn nuôi có thành phần đậu nành phục hồi ở Châu Á sau khi dịch tả lợn Châu Phi (bùng phát năm 2019) được kiểm soát. Giá đậu nành tăng mạnh khiến BLNG mảng sữa của QNS giảm xuống mức 40,2% - 40,7% trong năm 2021 – 2022 (giảm ~4 đpt so với mức đỉnh BLNG trong năm 2019 – 2020 khi giá đậu nành hạ thấp).



Nguồn: World Bank, QNS, FPTS tổng hợp

Từ đầu năm 2023 đến nay, giá đậu nành nằm trong xu hướng giảm nhờ sản lượng thu hoạch đậu nành thế giới tích cực hơn. Cụ thể, theo dự báo tháng 11/2023 của USDA, sản lượng đậu nành toàn cầu vụ 2023/24 có thể đạt ~400 triệu tấn (+7,5% yoy) - mức sản lượng cao nhất kể từ vụ 2018/19 đến nay - nhờ sự tăng trưởng sản lượng của Brazil (quốc gia sản xuất và xuất khẩu đậu nành lớn nhất thế giới). World Bank dự báo giá đậu nành trung bình năm 2023 giảm 8,9% yoy về mức 615 USD/tấn.

Mặc dù giá đậu nành thế giới giảm nhưng BLNG mắng sữa đậu nành của QNS trong năm 2023 chưa được hưởng lợi ngay vì còn lượng hàng tồn kho được chốt tại vùng giá cao ở nửa sau 2022 – đầu năm 2023 (đậu nành thường được doanh nghiệp đặt hàng và chốt giá với nhà cung cấp trước khi bước vào năm tài chính ~6 tháng). Do đó, chúng tôi ước tính đơn giá đậu nành nhập khẩu của QNS tăng ~8,5% yoy trong năm 2023. Ngoài ra, chi phí nguyên vật liệu sản xuất ngoài đậu nành ước tính cũng có sự tăng nhẹ trong năm 2023 như bao bì (+4,5% yoy) do ảnh hưởng của các yếu tố bất lợi khác như lạm phát, cước vận chuyển tăng,... Từ đó, chúng tôi dự phóng BLNG mắng sữa đậu nành năm 2023 của doanh nghiệp đạt ~40,7% (tương đương mức thấp của năm 2022) với giả định giá bán sữa trung bình tăng ~3% yoy để giảm bớt ảnh hưởng của chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh.



Nguồn: World Bank, tháng 10/2023

Dự phóng biên lợi nhuận gộp của QNS giai đoạn 2023F – 2028F

	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Giá đậu nành nhập khẩu*	583	675	615	585	560	560	560
BLNG mắng sữa	40,7%	40,7%	41,3%	41,3%	41,7%	41,3%	40,9%

Nguồn: World Bank, FPTs tổng hợp và ước tính

*Giá đậu nành nhập khẩu trong mỗi năm đã được điều chỉnh theo thời gian phản ánh vào giá vốn của doanh nghiệp

Năm 2024, áp lực chi phí đậu nành đối với QNS sẽ giảm bớt với các đơn đặt hàng và chốt giá trong năm 2023 – thời điểm giá đậu nành thế giới đã hạ nhiệt. Cụ thể, theo chia sẻ của QNS, doanh nghiệp đã chốt ~70% sản lượng đậu nành nhập khẩu cho năm 2024 vào tháng 7/2023 với giá nhập khẩu thấp hơn ~4 – 8% yoy, trong khi các chi phí nguyên vật liệu sản xuất khác dự kiến không đổi (chưa tính đến ảnh hưởng của tỉ giá). Từ đó, chúng tôi dự phóng BLNG mắng sữa của QNS trong năm 2024 tăng lên mức 41,3% (+0,6 đpt yoy) nhờ chi phí đậu nành nhập khẩu hạ nhiệt và giả định giá bán trung bình tăng nhẹ 1% yoy.

Trong giai đoạn 2025 – 2028, chúng tôi dự phóng BLNG mắng sữa của QNS dao động từ 40,9 – 41,7% nhờ (1) Giá đậu nành được dự báo giảm dần về mức 560 USD/tấn (theo dự báo của World Bank) và (2) Giả định các chi phí sản xuất ngoài đậu nành tăng 1,0%/năm.

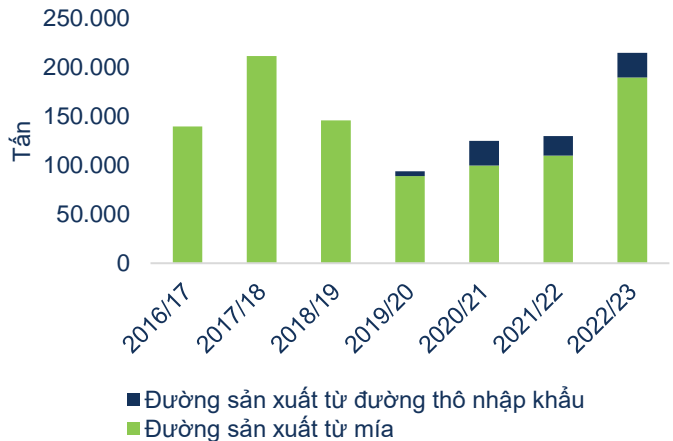
2.2. Màng đường: Điểm sáng tăng trưởng nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán cùng đạt mức cao

► **Sản lượng tiêu thụ tăng cao nhờ sản xuất phục hồi và được hỗ trợ bởi chính sách phòng vệ thương mại** [\(Quay lại\)](#)

Sản phẩm đường chính 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.

Trong 9T/2023, sản lượng tiêu thụ đường của QNS đạt 174.000 tấn, tăng mạnh 85% so với cùng kỳ, nhờ (1) Sản lượng sản xuất vụ 2022/23 phục hồi mạnh mẽ và (2) Tiêu thụ đường thuận lợi hơn nhờ các biện pháp phòng vệ thương mại (PVTM) ngành mía đường.

Xét về sản lượng sản xuất, nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi và vùng nguyên liệu mía được mở rộng (+15% so với cùng kỳ) trong vụ 2022/23 khi giá đường tăng, sản lượng mía ép của QNS đạt ~1,6 triệu tấn, tăng mạnh 45% so với cùng kỳ. Thời tiết thuận lợi cũng giúp tỉ lệ thu hồi đường từ mía tốt hơn, đạt 11,9%, tăng 1,9 đpt so với tỉ lệ thu hồi đường của vụ 2021/22. Nhờ đó, sản lượng đường thành phẩm từ mía trong vụ 2022/23 tăng mạnh hơn sản lượng mía ép đầu vào, đạt 190.000 tấn (+73% yoy), gồm 170.000 tấn đường RS và 20.000 tấn đường RE. Trong vụ, QNS cũng nhập khẩu đường thô để tinh luyện ~25.000 tấn đường RE từ đường thô (+25% yoy). Như vậy, tổng sản lượng đường thành phẩm của QNS đạt ~215.000 tấn trong vụ 2022/23, tăng mạnh 65% so với cùng kỳ.

Sản lượng sản xuất đường của QNS


Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp

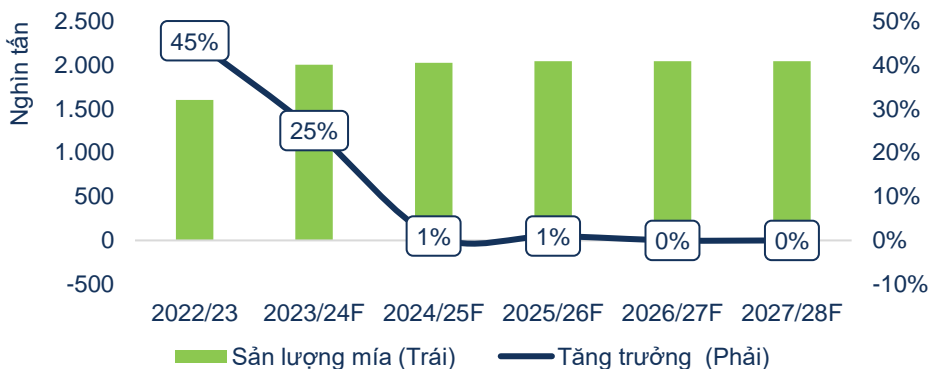
Xét về tiêu thụ đường, sản lượng sản xuất tăng mạnh của QNS đã được hưởng lợi từ xu thế hồi phục của ngành đường khi được Nhà Nước bảo hộ bằng các biện pháp PVTM, giúp tiêu thụ sản phẩm thuận lợi hơn. Cụ thể, thuế CBPG & CTC áp dụng lên đường Thái Lan (T6/2021) và đường Thái Lan lẫn tránh thuế qua 05 nước ASEAN (T8/2022) đã giúp các doanh nghiệp mía đường trong nước giành lại thị phần phân phối từ đường nhập khẩu.

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ đường cả năm 2023 của QNS đạt 221.000 tấn (+70% yoy) khi các yếu tố thuận lợi về sản lượng sản xuất và tiêu thụ đường sẽ tiếp diễn trong Q4. Mặc dù vậy, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đường của doanh nghiệp dự kiến giảm tốc trong Q4 so với trung bình 9 tháng đầu năm khi lượng tồn kho đường dần xuống thấp. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiêu thụ thêm sản lượng sản xuất của vụ 2023/24 (bắt đầu từ cuối tháng 11/2023) để tối ưu lợi nhuận khi giá đường trong nước tiếp tục neo cao.

Từ 2023F – 2028F, sản lượng tiêu thụ đường của QNS dự phóng tăng trưởng 1%/năm nhờ (1) Sản lượng sản xuất đường từ mía tiếp tục tăng trưởng bởi sản lượng mía tăng khi vùng nguyên liệu được đầu tư mở rộng, (2) Sản lượng đường RE từ đường thô dự báo duy trì ở mức 20.000 tấn/năm (-20% so với sản lượng đường RE từ đường thô niên vụ 2022/23) và (3) Tiêu thụ đường thuận lợi nhờ biện pháp PVTM ngành đường và nhu cầu sử dụng đường trong nước vẫn còn dư địa tăng trưởng.

Xét về hoạt động sản xuất đường từ mía, QNS dự kiến sản lượng mía đưa vào ép vụ 2023/24F đạt trên 2 triệu tấn (+25% yoy). Trong giai đoạn 2024F – 2028F, chúng tôi ước tính sản lượng mía tăng 0,5%/năm – mức thận trọng so với kế hoạch mở rộng vùng nguyên liệu của QNS (từ 30.000 ha lên 40.000 ha) để đề phòng các rủi ro như thời tiết không thuận lợi, biến động giá đường và sự cạnh tranh của các cây trồng khác.

Với sản lượng mía trên và giả định tỉ lệ thu hồi đường đạt từ 10,7 – 11%, sản lượng đường sản xuất từ mía ước đạt từ 216.000 – 224.000 tấn/năm từ 2023/24F – 2027/28F. Chúng tôi cho rằng sản phẩm đầu ra từ mía sẽ chủ yếu là đường RS như các niên vụ trước, sản lượng đường RE từ mía sẽ được doanh nghiệp tùy chỉnh theo nhu cầu của thị trường và tình hình giá đường để tối ưu lợi nhuận, ước tính đạt trung bình 20.000 tấn/năm.

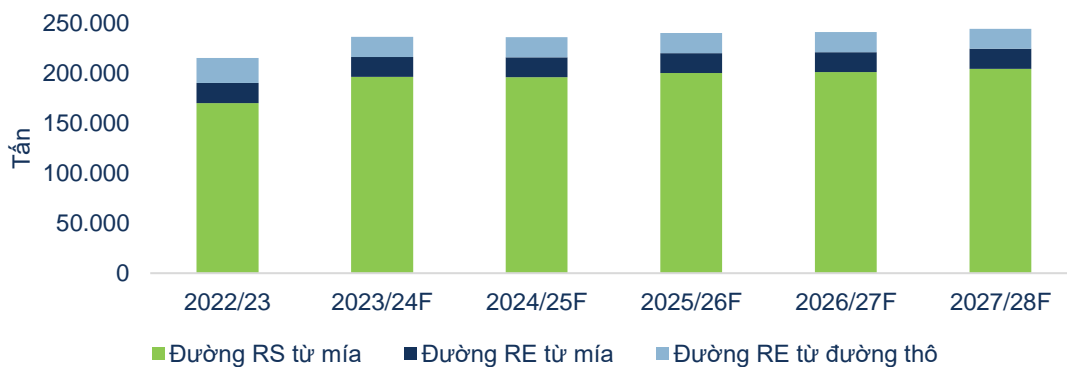
Dự phóng sản lượng mía của QNS


Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp và ước tính

Xét về hoạt động tinh luyện đường RE từ đường thô nhập khẩu, chúng tôi giả định doanh nghiệp sẽ sản xuất ~20.000 tấn/năm trong giai đoạn 2024F – 2028F, tương đương 10% năng lực sản xuất tối đa. Hiệu suất thấp này là do hoạt động tinh luyện đường RE từ đường thô chưa đem lại hiệu quả bởi chi phí đường thô nhập khẩu tăng cao khi đường thô Thái Lan (nguồn đường thô giá rẻ gần Việt Nam) đã bị áp thuế PVTM. 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 khẩu đường thô từ các quốc gia ngoài Thái Lan và 05 nước ASEAN bị áp thuế PVTM. Hạn ngạch nhập khẩu này khá hạn chế cho tất cả các doanh nghiệp sản xuất đường và doanh nghiệp sử dụng đường làm nguyên liệu chế biến.

Cụ thể sản lượng sản xuất đường theo dòng sản phẩm của QNS từ 2022 – 2028F như ở biểu đồ sau đây:

Dự phóng sản lượng sản xuất theo dòng sản phẩm của QNS



Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp và ước tính

Xét về triển vọng đầu ra của các sản phẩm đường, tiêu thụ đường của QNS dự kiến tiếp tục thuận lợi nhờ thuế PVTM ngành mía đường có hiệu lực tới T6/2026 giúp doanh nghiệp giành thị phần từ đường nhập khẩu. Bên cạnh đó, nhu cầu sử dụng đường nội địa vẫn còn dư địa tăng trưởng nhờ tăng trưởng dân số và tăng trưởng tiêu thụ đường bình quân đầu người.

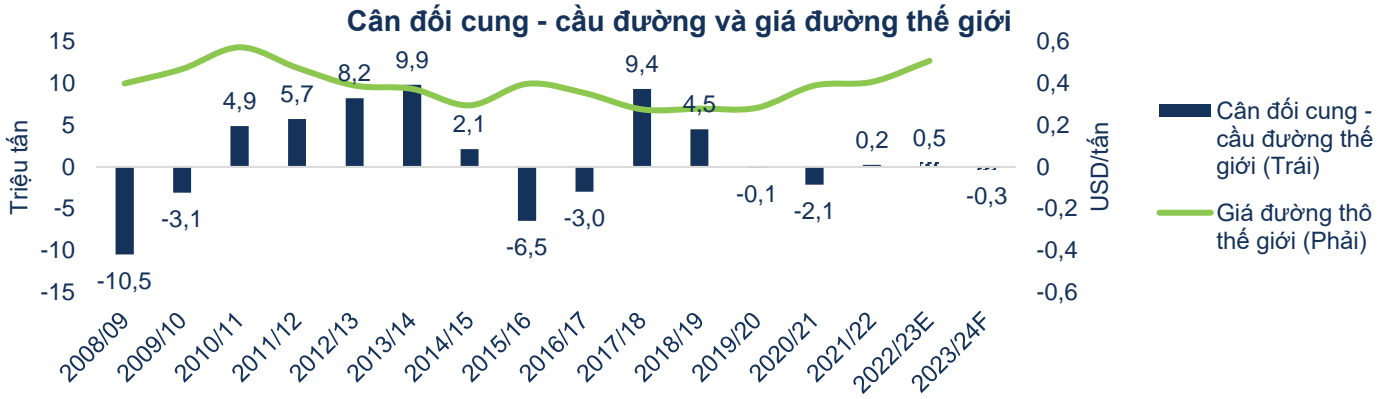
► **Giá đường dự báo điều chỉnh nhẹ trong năm 2024 nhưng vẫn duy trì mức cao**

Giá đường thế giới tăng mạnh từ đầu năm 2023 và đạt đỉnh 12 năm vào đầu tháng 11 do lo ngại nguồn cung đường toàn cầu thắt chặt trước những biến động thời tiết bất lợi. Cụ thể, hiện tượng El Nino (xuất hiện từ đầu Q2/2023 tới nay) có khả năng gây hạn hán tại các quốc gia sản xuất mía đường trọng điểm tại Châu Á như Ấn Độ, Thái Lan (lần lượt đứng thứ 2 và thứ 3 về sản xuất và xuất khẩu đường trên thế giới). Hai quốc gia này đã có kế hoạch hạn chế xuất khẩu đường trong niên vụ tới vì lo ngại thời tiết hạn hán sẽ gây mất mùa mía và thâm hụt sản lượng đường sản xuất tại các nước này.



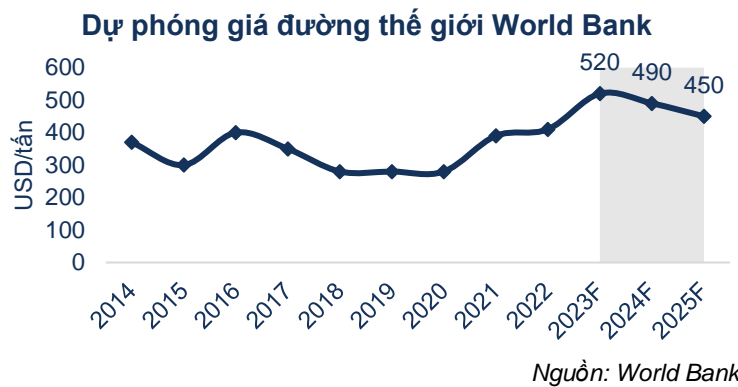
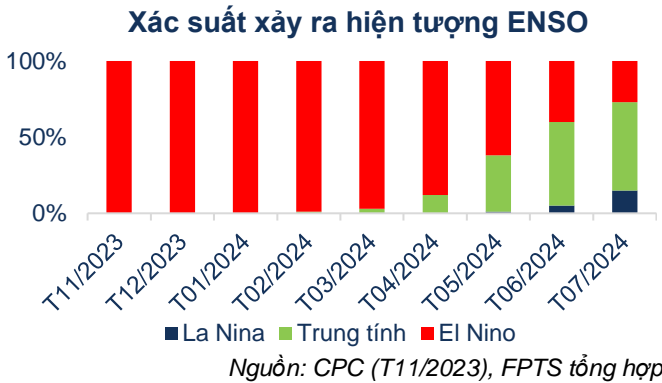
Nguồn: World Bank

Từ cuối tháng 11 tới nay, giá đường thế giới nằm trong xu hướng giảm bởi triển vọng sản lượng sản xuất trong vụ 2023/24 của Brazil (quốc gia sản xuất và xuất khẩu đường lớn nhất thế giới) đạt mức kỷ lục, dự báo tăng 27,4% so với cùng kỳ. Sản lượng tăng tại Brazil sẽ bù đắp sản lượng sụt giảm tại Ấn Độ và Thái Lan, giúp cán cân cung – cầu đường thế giới cân bằng hơn. Theo dự báo tháng 11/2023 của Tổ chức Đường Quốc tế (ISO), sản lượng sản xuất đường toàn cầu niên vụ 2023/24 sẽ chỉ thâm hụt nhẹ ~0,3 triệu tấn so với nhu cầu tiêu thụ, giảm đáng kể so với mức thâm hụt 2,1 triệu tấn của đợt dự báo tháng 8/2023.



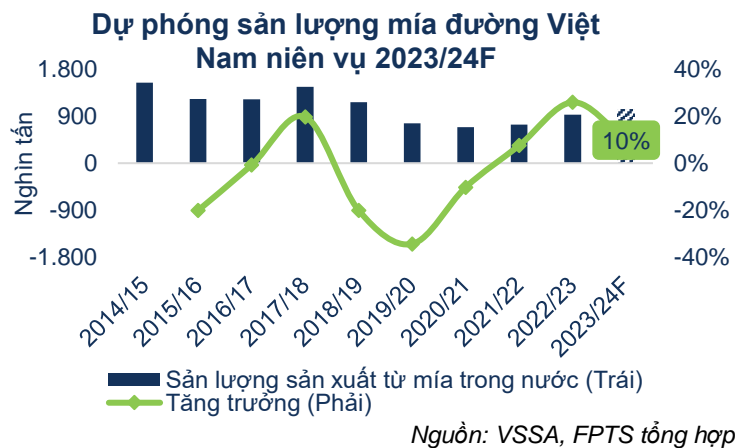
Nguồn: ISO (T11/2023), IndexMundi

Chúng tôi cho rằng giá đường thế giới sẽ tiếp tục hạ nhiệt, đặc biệt là từ giữa năm 2024 khi triển vọng thời tiết tích cực và thuận lợi hơn cho vụ mùa mía toàn cầu. Cụ thể, CPC dự báo trạng thái El Nino hiện tại sẽ kéo dài tới giữa năm 2024, sau đó thời tiết dần chuyển sang trạng thái trung tính. Như vậy ở nửa sau niên vụ 2023/24, điều kiện khí hậu sẽ thuận lợi hơn cho canh tác và thu hoạch mía, giúp sản lượng mía đường toàn cầu tăng. Theo dự báo của World Bank, giá đường thế giới sẽ nằm trong xu hướng giảm dần về mức 450 USD/tấn từ 2023F – 2025F.



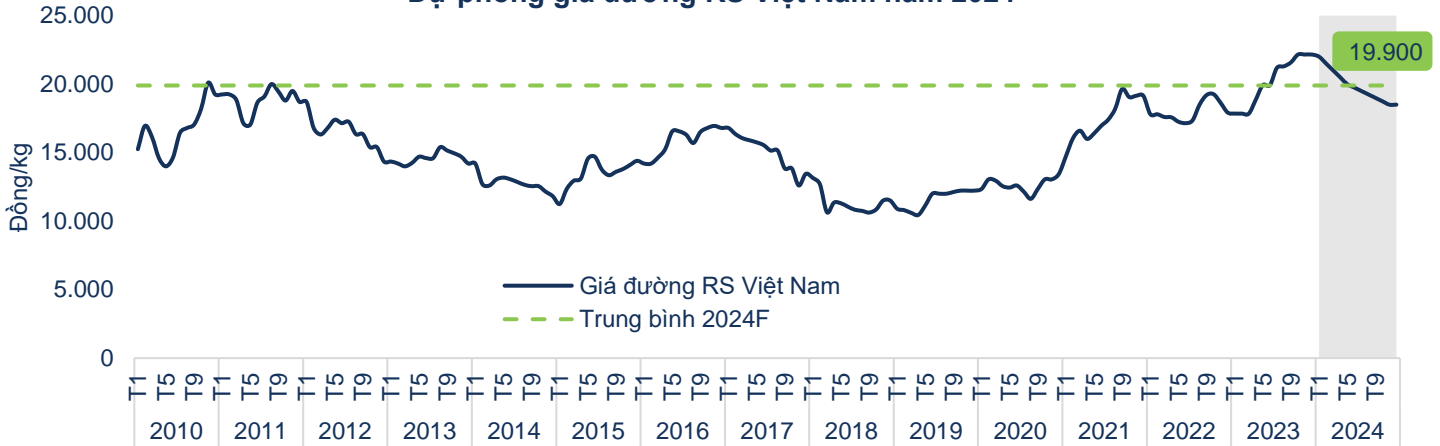
Biến động giá đường thế giới có ảnh hưởng lớn tới giá đường Việt Nam do hiện nay nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng 35 – 40% nhu cầu tiêu thụ, còn lại đều phải phụ thuộc vào đường nhập khẩu, đặc biệt là đường Thái Lan. Từ đầu năm 2023 đến nay, giá đường Việt Nam tăng ~10,6% yoy theo xu hướng tăng của giá đường nhập khẩu và đạt trên 22.000 đồng/kg trong tháng 10. Thời điểm cuối năm 2023 và nửa đầu Q1/2024, chúng tôi cho rằng giá đường Việt Nam tiếp tục duy trì mức cao hiện tại, đi ngược xu hướng với giá đường thế giới trong ngắn hạn. Điều này là do lượng tồn kho của hầu hết các doanh nghiệp đường trong nước tại thời điểm này xuống thấp bởi sản lượng sản xuất của vụ trước đã được tiêu thụ gần hết và tới tháng 12 các nhà máy mới bước vào vụ ép mía, luyện đường 2023/24.

Từ cuối Q1 đến hết năm 2024, chúng tôi dự kiến giá đường Việt Nam sẽ bắt đầu có sự điều chỉnh bởi sản lượng trong nước dồi dào khi các doanh nghiệp đường đã bắt đầu vụ ép mới. Kết quả sản xuất vụ 2023/24 kỳ vọng sẽ tích cực nhờ diện tích vùng nguyên liệu mía trong nước được mở rộng trong bối cảnh giá đường tăng mạnh. Theo dự báo của VSSA, sản lượng mía đưa vào chế biến ước đạt 10,6 triệu tấn (+9% yoy) và sản xuất được hơn 01 triệu tấn đường thành phẩm (+10% yoy), đây sẽ là mức sản lượng cao nhất kể từ niên vụ 2019/20 đến nay.



Chúng tôi dự báo giá đường trong nước trung bình cả năm 2024 sẽ giảm nhẹ ~3% về mức 19.900 đồng/kg dựa trên những phân tích về triển vọng giá đường thế giới và sản lượng sản xuất niên vụ 2023/24 tại Việt Nam. Mặc dù có sự sụt giảm nhưng đây vẫn là mức giá cao so với mặt bằng chung giá đường 15 năm trở lại đây. Chúng tôi cho

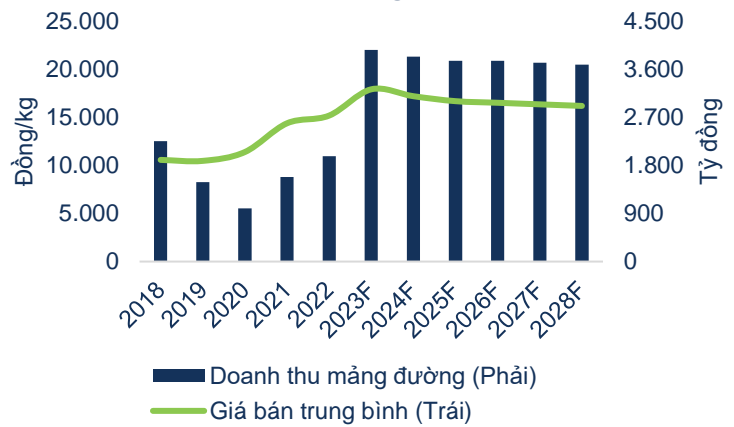
rằng xu hướng giảm sẽ kéo dài tới năm 2025 khi vùng nguyên liệu mía tiếp tục được mở rộng bởi giá đường trong nước duy trì mức cao và giá đường nhập khẩu dự kiến hạ nhiệt.

Dự phóng giá đường RS Việt Nam năm 2024


Nguồn: VSSA, FPTS tổng hợp và ước tính

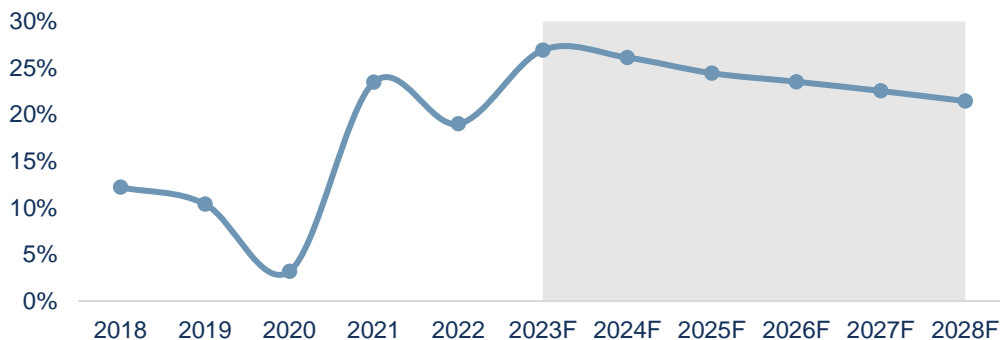
Với diễn biến giá đường nội địa như trên, chúng tôi dự phóng giá bán đường thành phẩm trung bình của QNS trong năm 2023F, 2024F, 2025F lần lượt đạt 17.906 đồng/kg (+18% yoy), 17.190 đồng/kg (-4% yoy), 16.674 đồng/kg (-3% yoy). Giai đoạn 2025F – 2028F, chúng tôi dự báo giá bán đường giảm 1%/năm theo sự sụt giảm của giá đường nhập khẩu khi các biện pháp PVTM ngành đường hết hiệu lực từ 2026 sẽ khiến giá đường nhập khẩu từ Thái Lan và 05 nước ASEAN hạ thấp.

Kết hợp với dự phóng sản lượng, doanh thu mảng đường của QNS trong năm 2023F, 2024F, 2025F sẽ lần lượt đạt 3.957 tỷ đồng (+100,6% yoy), 3.837 tỷ đồng (-3,0% yoy), 3.759 tỷ đồng (-2,0% yoy) và giảm ~1%/năm trong giai đoạn 2025F – 2028F.

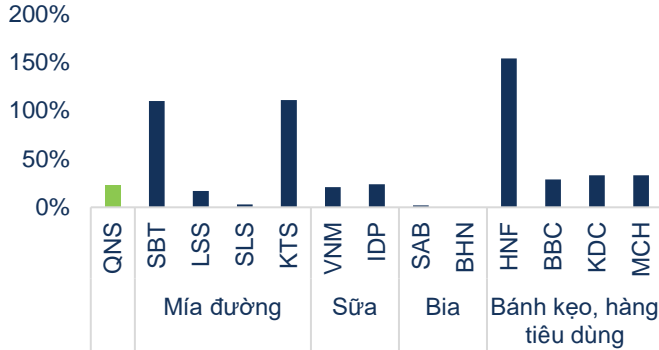
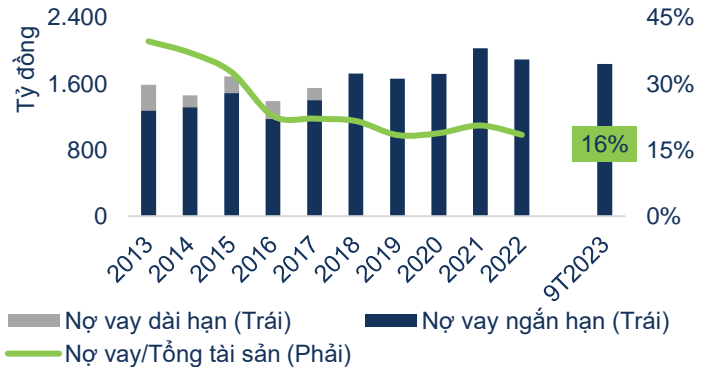
Dự phóng giá bán và doanh thu mảng đường


Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp và ước tính

Nhờ giá bán đường đạt mức cao, BLNG mảng đường của QNS cải thiện rõ rệt, ước tính đạt 26,9% (+7,9 đpt yoy) trong năm 2023F. Giai đoạn 2024F – 2028F, BLNG dự phóng giảm dần về 21% vì (1) Chi phí nguyên liệu đầu vào tăng khi QNS nâng giá mua mía lên 1,1 triệu đồng/tấn từ niên vụ 2023/24 (+5% yoy) để khuyến khích nông dân trồng mía, mở rộng vùng nguyên liệu trong bối cảnh giá đường ở mức cao và (2) Giá bán đường bình quân dự phóng điều chỉnh từ 2024F như đã phân tích ở trên. Giá nguyên liệu đường thô được dự báo giảm nhưng biến động giá đường thô đầu vào sẽ không có tác động đáng kể tới BLNG của QNS do sản lượng đường RE từ đường thô chiếm chưa tới 10% tổng sản lượng sản xuất trong giai đoạn dự phóng.

Dự phóng BLNG mảng đường QNS


Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp và ước tính

II. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH
1. Cơ cấu tài chính lành mạnh, tỉ lệ nợ vay thấp chủ yếu bổ sung nhu cầu vốn lưu động
Chỉ số nợ vay/VCSH của một số doanh nghiệp thực phẩm đồ uống (Q3/2023)

Cơ cấu nợ vay của QNS


Nguồn: BCTC các DN, FPTS tổng hợp

Nhìn chung, tỉ lệ đòn bẩy tài chính của QNS ở mức thấp so với các doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống. Tính đến cuối Q3/2022, tỉ lệ nợ vay/VCSH của QNS là 23%, thấp hơn mức trung bình của các doanh nghiệp niêm yết ngành đường (~50%) và các doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống (~43%).

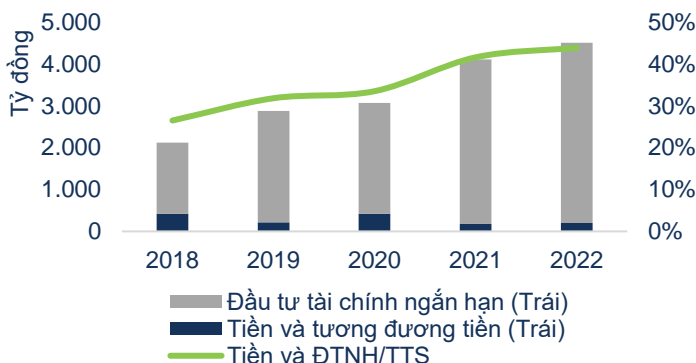
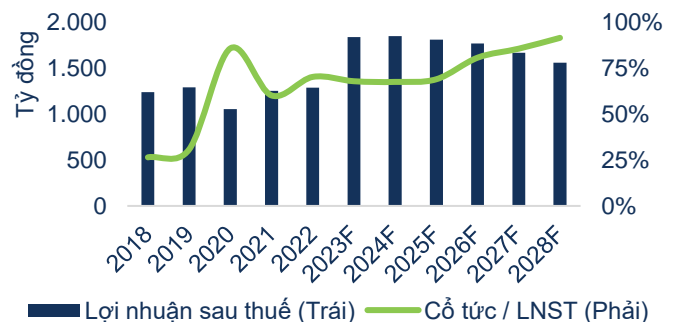
Do đặc thù ngành mía đường sản xuất trong 06 tháng và tiêu thụ trong những tháng còn lại, nợ vay của QNS chủ yếu là nợ ngắn hạn phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động (thu mua nguyên liệu, hỗ trợ vốn cho nông dân trồng mía,...). Tỷ trọng nợ vay/Tổng tài sản của QNS luôn ở mức thấp (9T2023 đạt 16%) nhờ QNS ưu tiên nguồn vốn tự có kể cả trong các giai đoạn có các dự án lớn như xây dựng nhà máy điện sinh khối (tổng mức đầu tư ~1.900 tỷ đồng), xây dựng dây chuyền sản xuất đường tinh luyện RE (tổng mức đầu tư trên 900 tỷ đồng),... Từ năm 2018 đến nay, doanh nghiệp đã trả hết các khoản nợ vay dài hạn hỗ trợ tài chính cho các dự án đầu tư tài sản cố định. Dự án xây dựng dây chuyền sản xuất đường RE (giai đoạn 2018 – 2021) được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu.

2. Tỷ lệ cổ tức tiền mặt được kỳ vọng ở mức cao (Quay lại)

Từ năm 2012 đến nay, QNS đã đầu tư vào các dự án lớn như:

- Dự án nâng công suất nhà máy đường An Khê (2012 – 2016)
- Dự án xây dựng nhà máy điện sinh khối (2016 – 2018)
- Dự án xây dựng dây chuyền sản xuất đường tinh luyện RE (2018 – 2021)

Đến cuối năm 2022, QNS đã cơ bản hoàn thiện hết các dự án đầu tư và bước vào giai đoạn tăng trưởng bền vững với chuỗi giá trị tương đối khép kín. Nhờ kết quả kinh doanh ổn định, QNS sở hữu lượng tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn đạt gần 4.500 tỷ tại thời điểm cuối năm 2022 (chiếm ~44% tổng tài sản). Với giả định QNS không có các dự án đầu tư lớn mới trong giai đoạn dự phóng 2023 – 2028F, chúng tôi kỳ vọng tỉ lệ cổ tức tiền mặt / lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp sẽ đạt mức cao từ 60 – 90%.

Tiền và đầu tư ngắn hạn QNS

Tỉ lệ cổ tức tiền mặt / Lợi nhuận sau thuế của QNS từ 2018 - 2028F


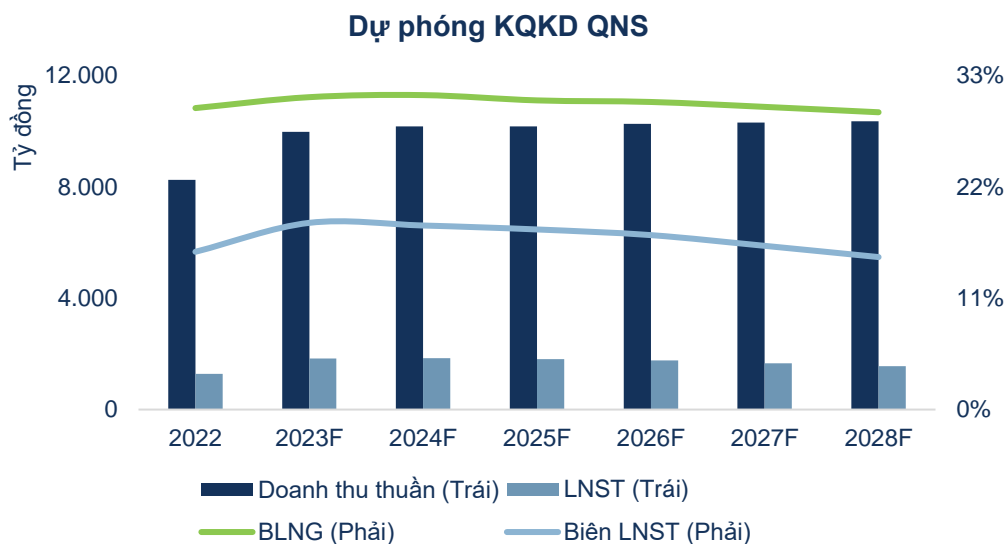
Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp và ước tính

III. 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 cập nhật dự phóng kết quả các mảng hoạt động kinh doanh của QNS giai đoạn 2023 – 2028F như sau:

Chỉ tiêu	Giả định
Mảng sữa đậu nành	
Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành	Năm 2023, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS giảm 10,5%, đạt 237 triệu lít do nhu cầu tiêu thụ trong nước yếu trước ảnh hưởng của lạm phát. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ năm 2024 sẽ phục hồi 5% từ mức nền thấp của 2023 nhờ tiêu thụ chung của ngành cải thiện và việc đẩy mạnh hoạt động marketing, bán hàng giúp doanh nghiệp giành thêm thị phần. Trong giai đoạn 2024 – 2028F, chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa của QNS đạt 1,5%/năm.
Giá bán sữa đậu nành	Chúng tôi giả định doanh nghiệp tăng giá bán 3% trong năm 2023, đạt trung bình ~16.700 đồng/lít nhằm giảm bớt ảnh hưởng của chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh. Giá bán sẽ tăng nhẹ 1% trong năm 2024 và không quá biến động trong giai đoạn 2024 – 2028F.
Mảng đường	
Sản lượng tiêu thụ đường	Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ đường cả năm 2023 của QNS đạt 221.000 tấn (+70% yoy) nhờ sản lượng sản xuất đạt mức cao và đầu ra sản phẩm được hỗ trợ bởi các biện pháp PVTM giúp QNS giành thị phần của đường nhập khẩu. Trong giai đoạn 2023 – 2028F, sản lượng tiêu thụ đường ước tăng 1%/năm nhờ sản lượng mía tăng khi vùng nguyên liệu được đầu tư mở rộng và tiêu thụ đường tiếp tục được hỗ trợ bởi các biện pháp PVTM.
Giá bán đường	Giá bán đường của QNS ước tính đạt 17.900 đồng/kg (+18% yoy) trong năm 2023 khi giá đường trong nước và thế giới đều đạt mức cao trước lo ngại nguồn cung khan hiếm. Năm 2024F và 2025F, chúng tôi dự báo giá bán đường của QNS sẽ giảm lần lượt 4% và 3% bởi sản lượng sản xuất trong nước tăng khi vùng nguyên liệu mở rộng và sản lượng đường thế giới cải thiện với triển vọng thời tiết thuận lợi hơn. Từ 2025 – 2028F, chúng tôi giả định giá bán đường giảm 1%/năm.
BLNG & BLNST	BLNG cả năm 2023 của QNS ước đạt 30,9% nhờ BLNG mảng đường mở rộng khi giá bán đường thành phẩm tăng mạnh, trong khi BLNG mảng sữa đậu nành dự kiến đi ngang. Giai đoạn 2024 – 2028F, chúng tôi ước tính BLNG dao động trong khoảng 29,4 – 31,1%. Biên lợi nhuận ròng năm 2023 dự kiến tăng 2,9 đpt khi BLNG mở rộng. Trong dài hạn, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận ròng giảm dần về mức 15% với giả định doanh nghiệp tăng chi phí bán hàng qua mỗi năm nhằm duy trì thị phần nội địa.

Từ những cập nhật giả định và dự phóng các mảng sản phẩm như trên, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 9.974 tỷ (+20% yoy) và 10.172 tỷ (+2% yoy). Lợi nhuận ròng năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 1.840 tỷ (+43% yoy) và 1.850 tỷ (+1% yoy). Kết quả kinh doanh của QNS giai đoạn 2022–2028F được trình bày ở biểu đồ dưới đây:



Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp và ước tính

IV. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ & TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá QNS bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với trọng số 50% - 50%. Chúng tôi ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu QNS là 55.500 đồng/CP, cao hơn 26,0% so với giá đóng cửa ngày 18/12/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu QNS cho mục tiêu dài hạn.

Phương pháp	Kết quả (làm tròn)	Trọng số
Phương pháp chiết khấu dòng tiền	55.500	
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	53.605	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	57.298	50%

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC	12,59%	Phần bù rủi ro	11,47%
Chi phí sử dụng nợ	6,0%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,82
Chi phí sử dụng VCSH	14,50%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	3,0%	Thời gian dự phóng	6 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)	20.220.883
(+) Tiền mặt	0
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	1.895.895
(-) Cổ tức tiền mặt đã trả từ đầu năm 2023 tới thời điểm định giá	1.054.919
Giá trị vốn chủ sở hữu	17.270.069
Số cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	301,4
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	57.298

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại dòng tiền vốn chủ sở hữu	16.156.767
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	53.605

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	8.255.004	9.973.957	10.171.857
Giá vốn hàng bán	(5.796.078)	(6.895.425)	(7.011.776)
Lợi nhuận gộp	2.458.926	3.078.533	3.160.081
Chi phí bán hàng	(868.297)	(894.346)	(986.150)
Chi phí quản lí DN	(232.062)	(278.535)	(284.062)
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.358.566	1.905.651	1.889.869
(Lỗ)/lãi HĐTC	190.490	314.602	352.420
Lợi nhuận khác	39.437	50.110	53.903
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	1.588.493	2.270.362	2.296.193
Chi phí lãi vay	(83.170)	(119.441)	(119.980)
Lợi nhuận trước thuế	1.505.323	2.150.921	2.176.212
Thuế TNDN	(218.579)	(311.024)	(326.529)
Lợi nhuận sau thuế	1.286.744	1.839.898	1.849.683
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
EPS (đ)	4.226	5.155	5.182
EBITDA	2.078.956	2.768.961	2.797.340
Khấu hao, dự phòng	490.463	498.598	501.147
Tăng trưởng doanh thu	13%	21%	2%
Tăng trưởng LN HĐKD	3%	40%	-1%
Tăng trưởng EBIT	6%	43%	1%
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29,8%	30,9%	31,1%
Tỷ suất LNST	15,6%	18,4%	18,2%
ROE DuPont	17,7%	23,7%	22,3%
ROA DuPont	12,5%	17,1%	16,1%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	19,2%	22,8%	22,6%
LNTT / EBIT	94,8%	94,7%	94,8%
Vòng quay tổng tài sản	0,8x	0,9x	0,9x
Đòn bẩy tài chính	1,4x	1,4x	1,4x
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023F	2024F
Thời gian luân chuyển tiền	36,41	31,02	31,48
Số ngày phải thu	25,96	20,75	19,82
Số ngày tồn kho	59,65	56,36	62,07
Số ngày phải trả	49,21	46,09	50,40
COGS / Hàng tồn kho	7,1x	7,3x	5,9x
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023F	2024F
CS thanh toán hiện hành	2,2x	2,3x	2,6x
CS thanh toán nhanh	1,9x	2,0x	2,3x
CS thanh toán tiền mặt	1,6x	1,8x	2,1x
Nợ / Tài sản	0,3x	0,3x	0,3x
Nợ / Vốn CSH	0,4x	0,4x	0,4x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,4x	0,4x	0,4x
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng TT lãi vay	19,1x	19,0x	19,1x

GDKT	2022	2023F	2024F
Tài sản			
Tiền, tương đương tiền, đầu tư TCNH	4.498.619	5.538.672	6.362.755
Các khoản phải thu	587.209	546.800	557.649
Hàng tồn kho	947.251	1.182.360	1.202.311
Tài sản ngắn hạn khác	57.230	41.086	41.779
Tổng tài sản ngắn hạn	6.090.309	7.308.918	8.164.494
Tài sản cố định	3.913.528	3.570.268	3.219.983
<i>Nguyên giá</i>	<i>9.117.085</i>	<i>9.272.423</i>	<i>9.423.286</i>
<i>Khấu hao lũy kế</i>	<i>-5.203.558</i>	<i>-5.702.156</i>	<i>-6.203.303</i>
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	229.547	308.740	314.866
Xây dựng cơ bản dở dang	33.081	33.081	33.081
Tổng tài sản dài hạn	4.176.156	3.912.088	3.567.929
Tổng Tài sản	10.266.464	11.221.006	11.732.423
Nợ & Vốn chủ sở hữu			
Các khoản phải trả	781.395	960.080	976.280
Quỹ khen thưởng	72.754	82.685	84.325
Vay và nợ dài hạn	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	51.541	66.994	68.125
Nợ dài hạn	51.541	66.994	68.125
Vốn góp chủ sở hữu	3.569.400	3.569.400	3.569.400
Thặng dư	353.500	353.500	353.500
LN chưa phân phối	3.700.664	4.214.067	4.704.067
Các khoản khác	-158.684	-94.347	-56.688
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	7.464.879	8.042.620	8.570.278
Tổng cộng nguồn vốn	10.266.464	11.221.006	11.732.423
Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023F	2024F
Tiền đầu năm	4.101.882	4.498.619	5.538.672
Khấu hao	489.531	498.598	501.147
Dự phòng	932	0	0
Thay đổi vốn lưu động và điều chỉnh khác	-456.474	-66.547	-91.383
Tiền từ hoạt động KD	1.385.226	2.271.949	2.259.447
Thanh lý tài sản cố định	71	0	0
Chi mua sắm TSCĐ	-101.793	-155.338	-150.863
Tiền từ hđ đầu tư	-321.679	-155.338	-150.863
Thay đổi nợ	-136.393	172.732	-35.212
Tăng (giảm) vốn	0	0	0
Cổ tức đã trả	-904.249	-1.249.290	-1.249.290
Các hoạt động TC khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-1.040.641	-1.076.558	-1.284.502
Tổng LCTT	22.905	1.040.053	824.083
Chênh lệch tỷ giá	832	0	0
Tiền cuối năm (tr. VNĐ)	4.498.619	5.538.672	6.362.755

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 kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu QNS, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào 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 <https://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
52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.
ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh
Tầng 3, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng
100, Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,
Việt Nam.
ĐT: 1900 6446
Fax: (84.236) 3553 888