

Vài nét về doanh nghiệp

QNS là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất đường. Bên cạnh đó, đây cũng là doanh nghiệp đứng đầu ngành sữa đậu nành có thị phần chiếm hơn 88% với thương hiệu Fami nổi tiếng.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	57.00
Tiềm năng tăng giá	19%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đường
Thị giá (30/08/2024)	47.70
Biến động 1 năm	40.7 – 49.4
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	693.627
Vốn hóa (Tỷ đồng)	17.574
P/E	7,2x
P/B	1,9x
%NN sở hữu	13,66%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
QNS	1%	2%	7%
VN-Index	-1%	0%	0%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	11%
Quý ngoại	14%

Chuyên viên phân tích

Giang Đặng Ánh Phương

gdaphuong@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

LỢI NHUẬN CẢI THIỆN NHỜ GIÁ NGUYÊN VẬT LIỆU GIẢM

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **57.000 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 10,0x dựa trên triển vọng giá đường vẫn duy trì ở mức cao, tiêu thụ sữa đang có dấu hiệu hồi phục cùng với biên lợi nhuận kỳ vọng được cải thiện nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm.

CẬP NHẬT KQKD: Kết thúc 6T.2024, doanh thu thuần của QNS đạt 5.343 tỷ đồng (tăng 1% svck), chủ yếu đến từ tăng trưởng của mảng kinh doanh phân phối Thành Phát. Lợi nhuận gộp của doanh nghiệp tăng 12,5% svck, đạt 1.792 tỷ đồng nhờ biên lợi nhuận mảng đường được cải thiện khá tốt svck.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng đường: Giá đường trong nước vẫn duy trì quanh mức 20.000 đồng/kg hỗ trợ biên lợi nhuận mảng đường của QNS vẫn giữ ở mức tốt. Sản lượng đường kỳ vọng tăng trưởng nhờ diện tích trồng mía được mở rộng.

Mảng sữa đậu nành: Với các chính sách kích cầu cùng các sản phẩm sữa mới, mảng sữa đậu nành kỳ vọng vẫn giữ được tăng trưởng tốt. Bên cạnh đó, với việc giá đậu nành đang giảm và QNS sắp tới kỳ chốt giá nguyên liệu mới, biên lợi nhuận mảng sữa của QNS kỳ vọng sẽ được cải thiện trong thời gian tới do nguyên vật liệu chủ yếu được nhập khẩu.

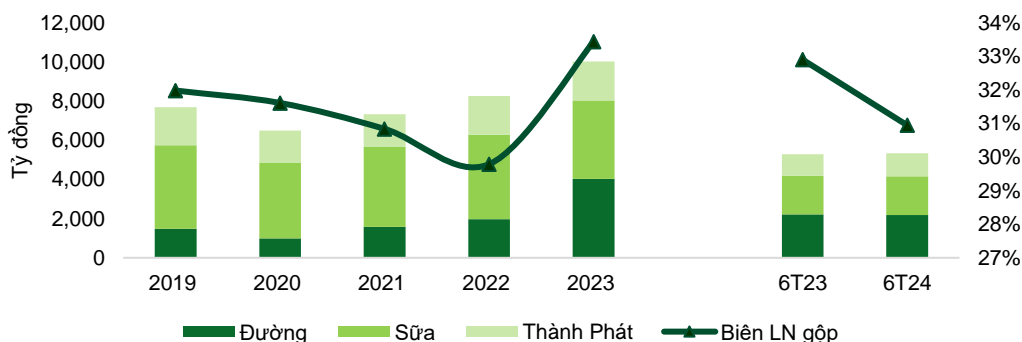
Tỷ suất cổ tức khá hấp dẫn: Mức lợi suất cổ tức của QNS khá hấp dẫn, dao động trong khoảng 5,7% - 8,7% trong 3 năm gần đây.

Dự báo năm 2024, doanh thu mảng đường và sữa sẽ tăng trưởng lần lượt là 7,5% và 5%. Mảng kinh doanh phân phối Thành Phát tăng trưởng khoảng 8%, nhưng biên lợi nhuận khá hẹp.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023	2024F
Tăng trưởng DT	13%	13%	21%	7%
Tăng trưởng LNST	19%	3%	70%	-6%
Nợ/TTS (%)	21%	19%	20%	16%
TS LN gộp (%)	31%	30%	33%	32%
ROE – TTM (%)	18%	17%	25%	23%
EPS - TTM (đồng)	4.117	4.226	7.172	5.742
P/E	9,8x	12,8	7,9x	10,0x
P/B	1,7x	2,2x	2,0x	2,3x

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH
Tóm tắt biến động kinh doanh 6T2024

Tiêu chí	Q2.2023	Q2.2024	% YOY	Lũy kế 6T.2023	Lũy kế 6T.2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	3.152	2.820	-11%	5.292	5.343	+1%	Doanh thu mảng đường và sữa đều ghi nhận giảm nhẹ, thương mại Thành Phát ghi nhận tăng trưởng 8% svck.
- Đường	1.474	1.060	-28%	2.220	2.184	-2%	Sản lượng tiêu thụ đạt 110 ngàn tấn (-11% svck). Nửa đầu năm 2024, QNS không tham gia đấu thầu nhập khẩu đường thô về luyện như năm ngoái là nguyên nhân chính cho sự sụt giảm sản lượng Giá đường An Khê duy trì ở mức khá cao khoảng 20 ngàn đồng/kg (+5% svck) cùng năng suất thu hồi đường từ mía cao giúp biên lợi nhuận mảng đường duy trì ở mức cao.
- Sữa	1.162	1.185	+2%	1.978	1.974	-0,2%	Tiêu thụ sữa đạt 120 triệu lít (+3% svck), tuy nhiên công ty tiến hành giảm giá bán 5% svck nhằm gia tăng khả năng cạnh tranh. Theo đó, doanh thu mảng sữa gần như đi ngang trong bối cảnh cả ngành tăng trưởng âm.
-Thành Phát	516	576	+11%	1.094	1.185	8%	
Biên LNG							
- Đường	26%	35%		25%	32%		Giá đường neo cao (+5% trong quý 2, và +10% trong 6 tháng) cùng với việc (1) công ty không còn nhập khẩu đường thô về luyện RE (vốn có biên lợi nhuận thấp), (2) năng suất đường từ mía năm nay tăng cao, đã giúp cho biên lợi nhuận mảng đường bứt phá dù doanh thu giảm.
- Sữa	41%	38%		41%	38%		Giữa bối cảnh ngành còn khó khăn, giá trị toàn ngành sữa -2,2% svck, QNS đã chủ động giảm giá bán sản phẩm (-5%) nhằm tăng được thị phần. Đồng thời, giá đậu nành nguyên liệu mà công ty nhập về từ năm ngoái được chốt ở mức khá cao, tương đương với nửa đầu năm 2023.
LNST	712	691	-2%	1.029	1.223	+19%	
Biên LNST	22,6%	24,5%	+190 bps	19,4%	22,9%	+350 bps	

Hình 1: Doanh thu theo mảng và biên lợi nhuận gộp của QNS trong 6T2024


KQKD 7T.2024

Mảng đường bắt đầu khởi sắc, mảng sữa tiếp tục đà tăng trưởng

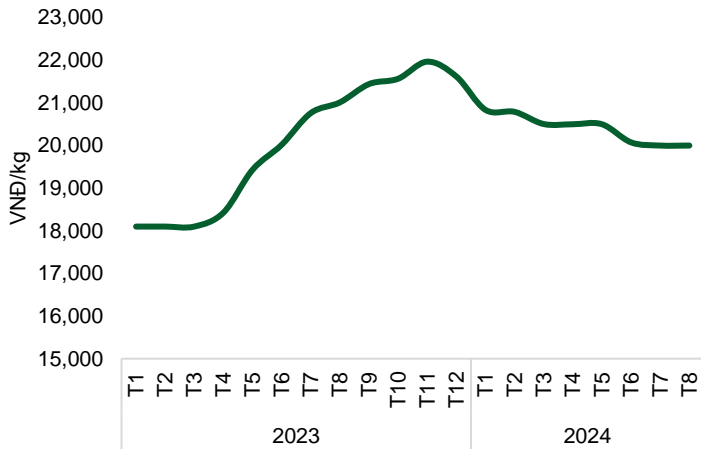
Doanh thu 7 tháng ước đạt 6.500 tỷ đồng (+2%svck). LNTT ước đạt 1.550 tỷ đồng (+16,5% svck). Cụ thể, KQKD từng mảng như sau:

Mảng đường bắt đầu ghi nhận tăng trưởng dương trở lại với doanh thu đạt 2.600 tỷ đồng (+3% svck). Sản lượng tiêu thụ ước đạt 130.000 tấn (-6% svck), tương đương với 20.000 tấn đường được bán trong riêng tháng 7 (+27% svck). Giá bán tiếp tục duy trì ở mức khá cao, trên 20.000 đồng/kg, gần tương đương với cùng kỳ.

Như đã phân tích ở trên, sự sụt giảm của sản lượng đường đến từ việc QNS không tham gia đấu thầu nhập khẩu đường tinh luyện trong quý 2/2024 trong bối cảnh chính phủ đã áp thuế nhập khẩu đối với đường tinh luyện ở mức 40% - 85%. Thay vào đó, công ty tập trung vào mở rộng vùng nguyên liệu và tăng hiệu suất thu hồi đường từ mía nhằm bù đắp cho sản lượng thiếu hụt này.

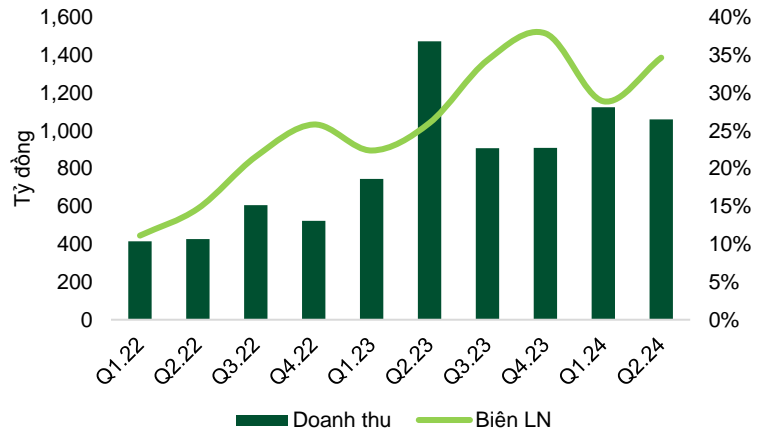
Lợi nhuận trước thuế mảng đường ước đạt 735 tỷ đồng (+29% svck).

Hình 2: Biến động giá đường nội địa



Nguồn: Agromonitor, VCBS tổng hợp

Hình 3: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng đường



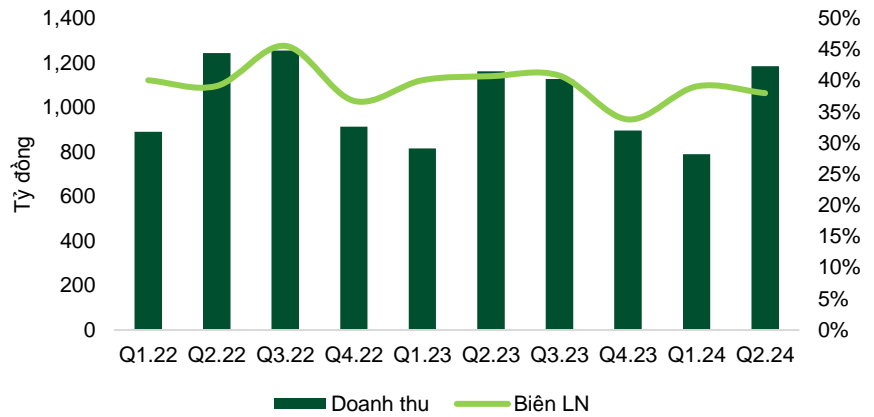
Nguồn: QNS, VCBS tổng hợp

Mảng sữa đậu nành ghi nhận 2.400 tỷ đồng doanh thu, tương đương với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng 3% svck kể từ đầu năm, đạt 144 triệu lít. Thị phần của Vinasoy đạt 88,8% (+1.0%) trong nửa đầu năm. Tiêu thụ theo kênh MT hiện tại đang tăng trưởng khá tốt, +70% svck mặc dù chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (~10% tổng doanh thu). Thị trường nội địa vẫn là khu vực tiêu thụ chính của QNS, xuất khẩu mới chỉ manh nha, nhưng đã có 1 số tín hiệu khá tích cực.

Bên cạnh các hoạt động phát triển thương hiệu như thay đổi bao bì, ra mắt sản phẩm mới, QNS tiếp tục áp dụng chính sách hạ giá bán 5% nhằm nâng cao tính cạnh tranh. Đồng thời, việc chốt giá nguyên liệu từ khá sớm từ đầu năm khiến cho công ty không được hưởng lợi khi giá đậu nành thế giới đang giảm khá mạnh kể từ quý 2. Do đó, biên lợi nhuận của công ty ghi nhận giảm, dù doanh thu đi ngang.

Lợi nhuận trước thuế mảng sữa đậu nành ước đạt 455 tỷ đồng (-5% yoy).

Hình 4: Doanh thu mảng sữa đậu nành và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: QNS, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Màng đường

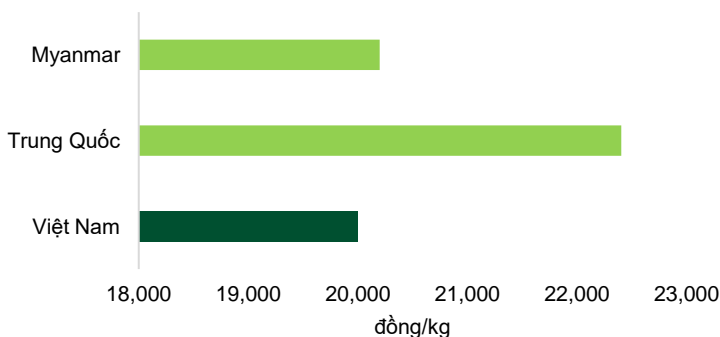
Tăng sản lượng trong nửa cuối năm và giá bán đường được kỳ vọng neo cao

Về mặt sản lượng, như đã đề cập ở trên, để bù đắp cho sản lượng thiếu hụt khi không nhập khẩu đường tinh luyện, QNS sẽ tập trung (1) đẩy mạnh vùng nguyên liệu, mở rộng diện tích trồng mía từ 29 ha lên 32 ha, (2) phát triển công nghệ, tăng hiệu suất thu hồi đường trên mía, hiện nay hiệu suất của QNS đạt 8,8 tấn mía/tấn đường, đủ khả năng cạnh tranh với Thái Lan đang ở mức bình quân 9,4 tấn mía/tấn đường. Theo đó, sản lượng mía của QNS có thể tăng thêm 20 ngàn tấn trong năm nay, bù đắp cho mức sụt giảm 25 ngàn tấn trong nửa đầu năm. Như vậy, chúng tôi dự báo tổng sản lượng sản xuất của năm 2024 chỉ giảm nhẹ, và có thể đạt khoảng 220 ngàn tấn (-2,2% svck).

Giá đường Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục duy trì quanh mức hiện tại do

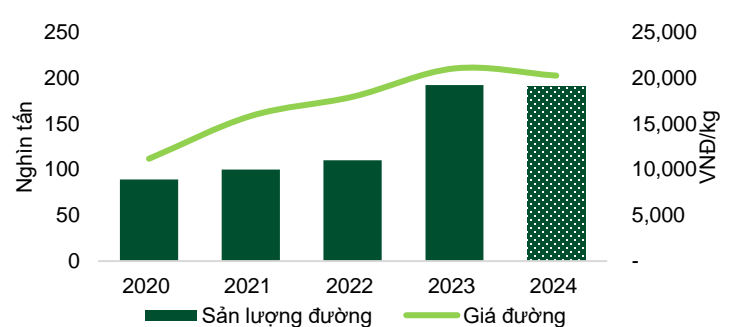
- Trên thị trường thế giới, giá đường đang có xu hướng phục hồi do (1) sản lượng đường của Thái Lan cũng đang bị ảnh hưởng bởi thời tiết không thuận lợi, nắng nóng đỉnh điểm, (2) cháy rừng lan rộng tại Brazil đã ảnh hưởng tới mùa vụ 2024/25 của nước này, với sản lượng dự báo sẽ giảm từ 42,7 triệu MT về còn 42 triệu MT, (3) Ấn Độ dự kiến hạn chế xuất khẩu đường nhằm đảm bảo nguồn cung trong nước và sản xuất ethanol.
- Tại Việt Nam, (1) các biện pháp chống bán phá giá, áp thuế và hạn ngạch đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan và các nước ASEAN đã được ban hành, (2) một số nỗ lực kiểm soát buôn lậu bao gồm tăng cường công tác an ninh biên giới, đàm phán giữa hiệp hội đường Việt Nam và Thái Lan đang được triển khai.

Hình 5: Giá đường một số nước trong khu vực



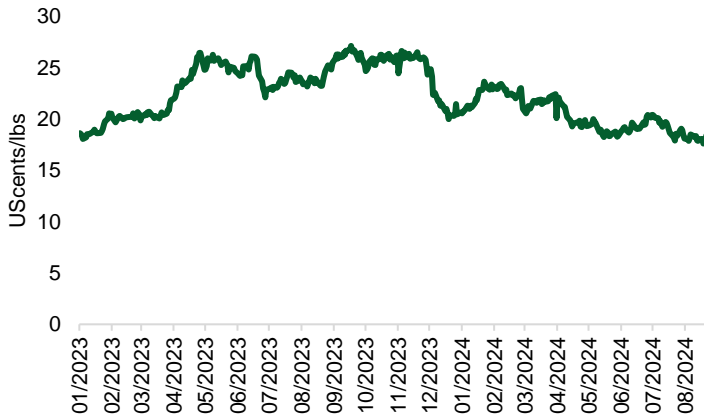
Nguồn: Agromonitor

Hình 6: Ước tính kinh doanh màng đường của QNS



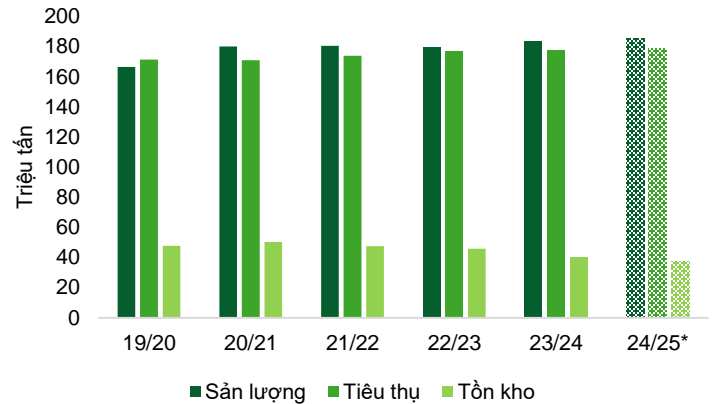
Nguồn: QNS, VCBS ước tính

Hình 7: Giá đường thế giới



Nguồn: ISOsugar

Hình 8: Sản lượng, tiêu thụ và tồn kho đường toàn cầu



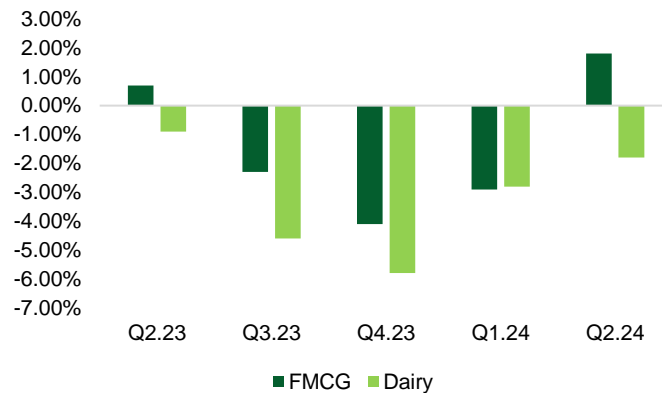
Nguồn: USDA, Trading economics, VCBS tổng hợp

Màng sữa đậu nành

Tiêu thụ sữa có dấu hiệu được cải thiện cùng giá nguyên liệu đầu vào sụt giảm

Trong bối cảnh thu nhập người dân dần hồi phục, cùng với chính sách giảm thuế VAT cho các sản phẩm tiêu dùng, ngành sữa tuy vẫn đang có mức tăng trưởng âm, nhưng mức giảm đang có xu hướng thu hẹp. **Sản lượng tiêu thụ của QNS dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng nhẹ** khi công ty (1) duy trì chính sách giảm giá sản phẩm nhằm tăng tính cạnh tranh, (2) phát triển các dòng sản phẩm mới nhãn hiệu Veyo tập trung vào khu vực thành thị thu nhập cao trong tháng 6 này, (3) tiếp tục mở rộng kênh bán hàng, đặc biệt là kênh MT tại các chuỗi siêu thị, cửa hàng tiện lợi và sàn TMĐT.

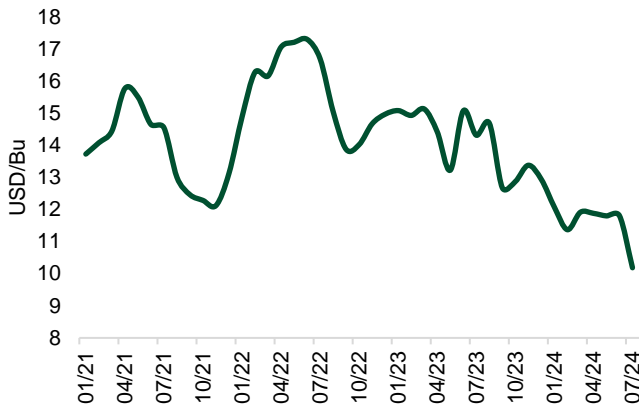
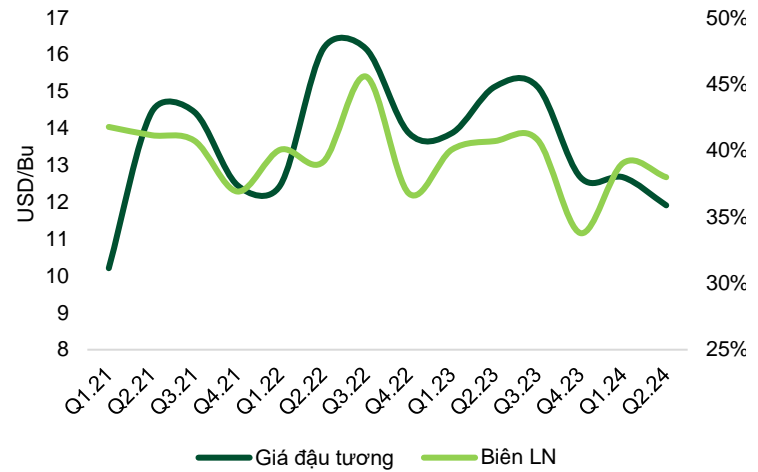
Hình 9: Tăng trưởng FMCG và ngành sữa tại Việt Nam



Nguồn: AC Nielsen

Biên lợi nhuận gộp màng sữa dự kiến hồi phục kể từ Q4 khi công ty bắt đầu đợt chốt giá nguyên liệu mới trong tháng 9 này. Hiện nay, giá đậu tương thế giới đang dao động khoảng 980 – 1.000 USD/Bu, thấp hơn đáng kể so với mức 1.200 USD/Bu hồi tháng 3 năm nay (*). Theo đó, chúng tôi kỳ vọng mức giảm của nguyên liệu đầu vào có thể bù đắp cho mức giảm giá bán sản phẩm, hỗ trợ cho biên lợi nhuận của màng sữa kể từ 2025.

(*): Giá đậu tương đã giảm khá mạnh gần đây do diện tích trồng tại Canada, Argentina, Brazil, Ấn Độ tăng lên cùng với thời tiết thuận lợi hơn. Theo USDA, sản lượng đậu tương được dự báo tăng thêm 154 triệu Bu nhờ diện tích trồng cao hơn và năng suất được cải thiện, và tồn kho đậu tương cuối kỳ toàn cầu tăng lên 134,3 triệu tấn.

Hình 10: Giá đầu tương thế giới

Hình 11: Giá đầu tương tại ngày chốt giá và biên lợi nhuận gộp mảng sữa của QNS


Nguồn: Bloomberg, QNS, VCBS tổng hợp

Khác

Về mảng điện, QNS gần như bán toàn bộ điện cho EVN với giá 7,03 cent/KW. Sản lượng điện sẽ phụ thuộc vào công suất ép mía.

Với các mảng còn lại, sản lượng tiêu thụ nước khoáng, bánh kẹo, bia tăng trưởng lần lượt 4%, 9% và 9% trong H1.2024 svck, nhưng chiếm tỷ trọng khá thấp trong cơ cấu doanh thu.

Một số thông tin về dự án mới

Theo chia sẻ từ QNS, với dự án “Đầu tư mở rộng, nâng công suất hệ thống chế biến đường từ mía lên 25.000 TMN, điện lên 135 MW”, Công ty đang ở bước đánh giá tác động môi trường từ công ty tư vấn, chuẩn bị kí hợp đồng với công ty tư vấn thiết kế và bước tư vấn đưa vào quy hoạch điện 8. Dự án này dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ T11/2026 với kinh phí dự toán 2.000 tỷ đồng, trong đó 1.200 tỷ đồng là nâng cấp nhà máy mía, 800 tỷ đồng là lắp máy phát 40 MW.

Đối với nhà máy Ethanol, QNS vẫn chưa triển khai, dừng ở bước tiếp nhận tài liệu từ công ty tư vấn tại châu Âu.

QNS hiện có tỷ lệ trả cổ tức khá cao, thường khoảng 30 – 40%/năm. Tỷ suất cổ tức của QNS khá hấp dẫn, dao động trong khoảng 5,7% - 8,7% trong 3 năm gần đây.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự báo DTT năm 2024 của QNS đạt **10.683 tỷ đồng**, LNST đạt **2.050 tỷ đồng**. Một số giả định chính được trình bày trong bảng dưới đây:

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu						
Đường	4.037	4.340	+8%	4.427	+2%	Sản lượng kỳ vọng tăng 10% trong H2.2024, giá đường vẫn dao động quanh mức 20.000/kg. Giá đường năm 2025 dự báo đi ngang so với bình quân năm 2024.
Sữa	4.003	4.203	+5%	4.492	+7%	Sản lượng sữa kỳ vọng tăng 5% nhờ các chính sách kích cầu, cùng với đó, ngành sữa cũng đang cho thấy dấu hiệu hồi phục.

Khác	1.982	2.140	+8%	2.245	+5%
Biên LN					
Đường	31%	31%		28%	Biên lợi nhuận mảng đường duy trì trong năm 2024 do giá đường cuối năm dự báo giảm nhẹ 2% so với nửa đầu năm.
Sữa	41%	39%		42%	Biên lợi nhuận mảng sữa kỳ vọng được cải thiện từ Q4.2024 sang năm 2025 do giá đậu tương đầu vào đang trong xu hướng giảm.
Khác	23%	17%		17%	Biên lợi nhuận thu hẹp khá nhiều trong nửa đầu năm 2024.

Định giá Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **57.000 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 10,0x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 11,8% theo CAPM (Rf = 2,7%, Risk premium = 10%, beta = 0,91)

Chi phí vay = 6,3%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 11,1%

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	2.434.540	2.551.544	2.619.346	2.646.392	2.776.734
Khấu hao	418.989	449.930	532.520	567.477	568.306
Thay đổi WC	5.937	(35.451)	(23.028)	(9.465)	(25.560)
CAPEX	(200.000)	(1.200.000)	(1.200.000)	(500.000)	(650.000)

FCFF	
NPV giai đoạn 2024-2028F	8.099.758
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g=0,5%)	14.182.059
Tổng giá trị doanh nghiệp	22.281.817
Trừ: Vay nợ ròng	2.411.316
Giá trị VCSH	20.159.983
Số lượng CPLH (tr.cp)	357
Định giá	56.480

Thông số tính toán: P/E

Trung bình lịch sử: 10,0x

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2024 (tỷ đồng)	2.050
P/E áp dụng (lịch sử)	10,0x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	20.500
Số lượng CPLH (tr.cp)	357

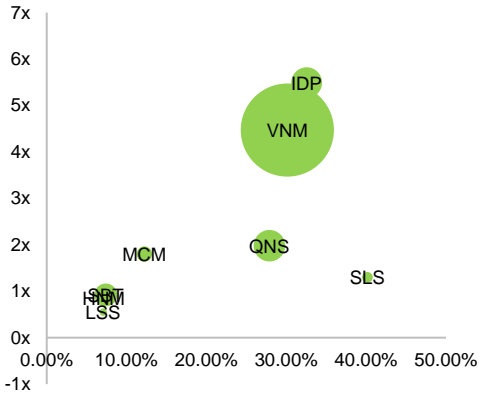
Giá mục tiêu (đồng/cp)	57.465
-------------------------------	---------------

RỦI RO ĐẦU TƯ

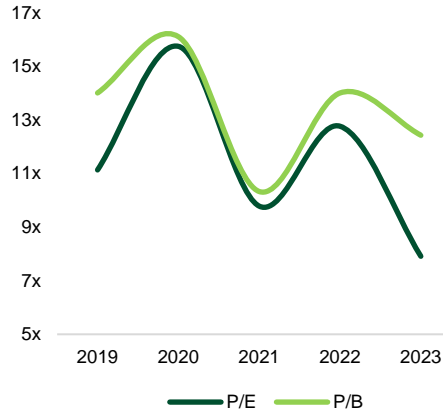
- Doanh thu của QNS chủ yếu đến từ mảng đường và sửa đập nành, do đó sản lượng đường và sửa đập nành không tăng trưởng như dự kiến sẽ ảnh hưởng tới doanh thu của QNS.
- Giá đập tương tăng vào thời điểm Công ty chốt giá nguyên vật liệu sẽ khiến cho biên lợi nhuận của QNS bị ảnh hưởng.
- Giá đường giảm mạnh hơn dự báo sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận mảng đường do công ty phải nhập mía với mức giá tối thiểu là 900 ngàn đồng/tấn.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

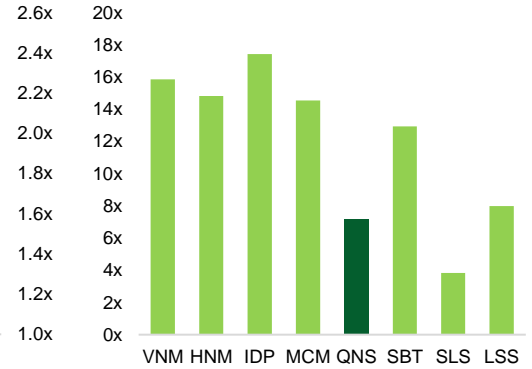
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

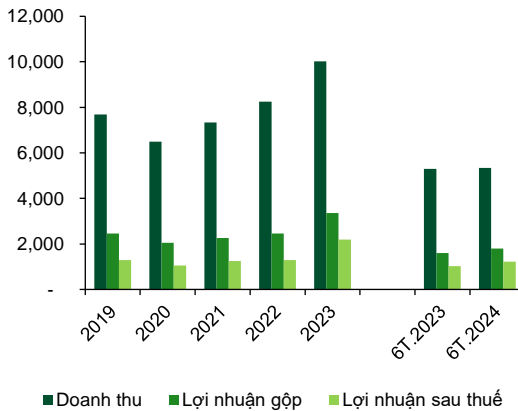


P/E ngành sữa và đường

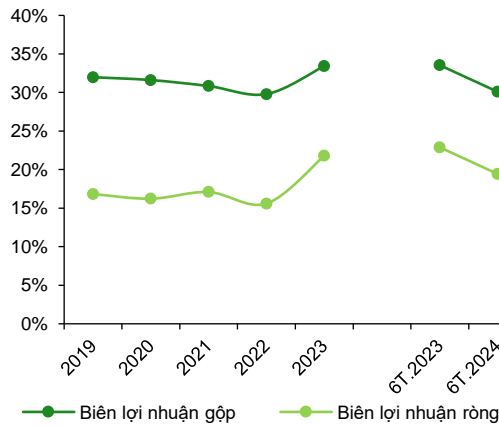


KẾT QUẢ KINH DOANH

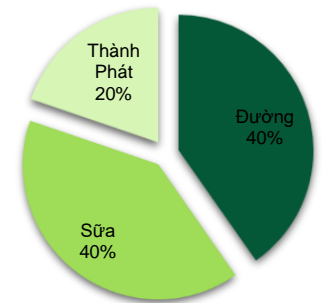
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

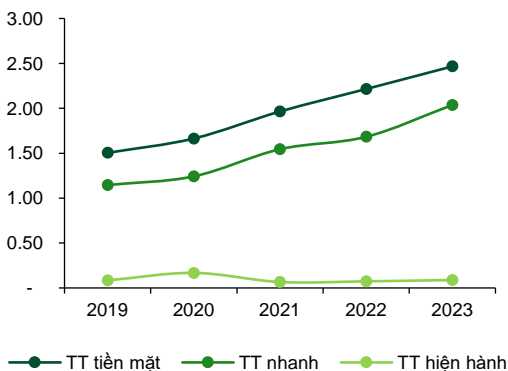


Cơ cấu doanh thu

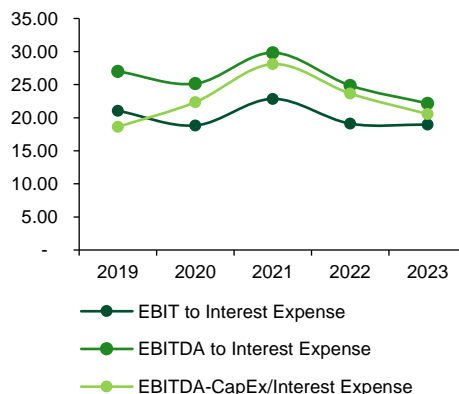


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

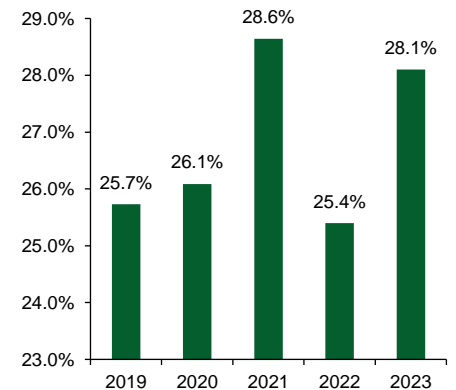
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Nợ/VCSSH



BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	10.021.235	10.683.098	11.165.865	11.485.098	11.631.029
- Giá vốn hàng bán	6.670.393	7.311.822	7.655.763	7.877.499	7.964.260
Lợi nhuận gộp	3.350.843	3.371.276	3.510.102	3.607.599	3.666.769
- Chi phí bán hàng	805.492	858.691	897.496	923.155	934.885
- Chi phí quản lí DN	391.346	361.755	376.014	408.063	399.594
Lợi nhuận HDKD	2.154.004	2.150.829	2.236.593	2.276.381	2.332.291
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-4.386	-4.569	-5.012	-5.031	-5.097
- Lợi nhuận khác	-424.721	-279.141	-309.939	-337.934	-309.005
EBIT	2.583.112	2.434.540	2.551.544	2.619.346	2.646.392
- Chi phí lãi vay	136.264	137.814	128.635	137.949	103.687
LNTT	2.446.848	2.296.725	2.422.909	2.481.398	2.542.705
- Thuế TNDN	263.383	247.223	260.806	267.102	273.701
LNST	2.183.465	2.049.502	2.162.103	2.214.296	2.269.004
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LNST CD CT Mẹ	2.183.465	2.049.502	2.162.103	2.214.296	2.269.004
EPS (đ)	7.172	5.742	6.057	6.204	6.357
EBITDA	2.853.528	3.001.474	3.151.866	3.213.870	3.345.039
Tăng trưởng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	21,4%	6,6%	4,5%	2,9%	1,3%
LN HDKD	58,5%	-0,1%	4,0%	1,8%	2,5%
LN Hợp nhất	69,7%	-6,1%	5,5%	2,4%	2,5%
LNST	69,7%	-6,1%	5,5%	2,4%	2,5%
EBIT	62,6%	-5,8%	4,8%	2,7%	1,0%
EPS	69,7%	-19,9%	5,5%	2,4%	2,5%
Tổng tài sản	17,4%	-0,9%	7,2%	5,8%	-0,3%
Nợ vay	27,2%	-19,3%	3,5%	-4,2%	-46,4%
VCSH	14,9%	3,1%	8,3%	8,2%	8,1%
Khả năng sinh lời	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất LNG	33,4%	31,6%	31,4%	31,4%	31,5%
Tỷ suất LNST	21,8%	19,2%	19,4%	19,3%	19,5%
ROE DuPont	27,2%	23,5%	23,5%	22,2%	21,0%
ROA DuPont	19,6%	17,1%	17,5%	16,8%	16,8%
Tỷ suất EBIT	25,8%	22,8%	22,9%	22,8%	22,8%
LNTT / LNST	89,2%	89,2%	89,2%	89,2%	89,2%
LNTT / EBIT	94,7%	94,3%	95,0%	94,7%	96,1%
Vòng quay TTS	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3
ROIC	21,5%	18,8%	19,3%	18,5%	18,5%
Hiệu quả hoạt động	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Số ngày tồn kho	6,5	7,2	6,4	6,4	6,5
Số ngày phải thu	52,1	50,0	51,0	51,4	51,9
Số ngày phải trả	25,6	24,2	25,0	25,2	25,4
Luân chuyển tiền	33,1	33,0	32,3	32,6	32,9
COGS/Hàng tồn kho	7,0	7,3	7,2	7,1	7,0
An toàn tài chính	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
TT hiện hành	2,47	2,83	2,75	2,82	4,04
TT nhanh	2,04	2,30	2,22	2,27	3,24
TT tiền mặt	0,09	0,11	0,11	0,11	0,16
Nợ / Tài sản	0,20	0,16	0,16	0,14	0,08
Nợ / Vốn sử dụng	0,22	0,18	0,17	0,16	0,08
Nợ / Vốn CSH	0,28	0,22	0,21	0,19	0,09
Khả năng TT lãi vay	18,96	17,67	19,84	18,99	25,52

Cân đối kế toán	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Tài sản					
+ Tiền	289.482	308.601	322.547	331.769	335.984
+ ĐTTTC ngắn hạn	6.165.000	6.165.000	6.165.000	6.165.000	6.165.000
+ Phải thu	228.908	190.697	199.315	205.013	207.618
+ Hàng tồn kho	958.388	1.044.443	1.093.573	1.125.246	1.137.639
+ Khác	451.541	481.364	503.117	517.501	524.076
Tài sản ngắn hạn	8.093.319	8.190.105	8.283.551	8.344.529	8.370.318
+ Tài sản dài hạn	9.260.276	9.460.276	10.660.276	11.860.276	12.360.276
+ Khấu hao lũy kế	5.555.064	5.974.053	6.423.983	6.956.503	7.523.981
+ Tài sản dài hạn	3.705.211	3.486.223	4.236.292	4.903.772	4.836.295
+ ĐTTTC dài hạn	0	0	0	0	0
+ Khác	254.234	271.025	283.273	291.372	295.074
Tài sản dài hạn	3.959.445	3.757.248	4.519.565	5.195.144	5.131.369
Tổng Tài sản	12.052.765	11.947.353	12.803.116	13.539.673	13.501.686
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	456.320	512.591	536.703	552.247	558.330
+ Vay ngắn hạn	2.411.316	1.944.902	2.013.085	1.928.302	1.034.185
+ Khác	413.852	441.185	461.122	474.306	480.333
Nợ ngắn hạn	3.281.488	2.898.678	3.010.910	2.954.855	2.072.847
+ Vay dài hạn	0	0	0	0	0
+ Phải trả dài hạn	190.718	203.314	212.502	218.577	221.354
Nợ dài hạn	190.718	203.314	212.502	218.577	221.354
Tổng nợ	3.472.206	3.101.992	3.223.412	3.173.432	2.294.201
+ Vốn điều lệ	3.569.400	3.569.400	3.569.400	3.569.400	3.569.400
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	353.500	353.500	353.500	353.500	353.500
+ LN giữ lại	4.657.659	4.922.462	5.656.805	6.443.341	7.284.586
+ Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	8.580.559	8.845.361	9.579.704	10.366.241	11.207.485
Tổng nguồn vốn	12.052.765	11.947.353	12.803.116	13.539.673	13.501.686
Lưu chuyển tiền	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	202.619	289.482	308.601	322.547	331.769
LNST	2.183.465	2.049.502	2.162.103	2.214.296	2.269.004
+ Khấu hao lũy kế	445.443	418.989	449.930	532.520	567.477
+ Điều chỉnh	166.297	-4.195	-3.060	-2.023	-925
+ Thay đổi VLD	-80.696	5.937	-35.451	-23.028	-9.465
Tiền từ HĐKD	2.714.508	2.470.233	2.573.523	2.721.765	2.826.092
+ Thanh lý TSCĐ	449	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-219.443	-200.000	-1.200.000	-1.200.000	-500.000
+ Đầu tư ròng	#N/A	#N/A	0	0	0
+ Khác	-1.869.000	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	-2.087.994	-200.000	-1.200.000	-1.200.000	-500.000
+ Cổ tức đã trả	-1.054.889	-1.784.700	-1.427.760	-1.427.760	-1.427.760
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	6.761.781	-466.414	68.183	-84.783	-894.117
+ Nợ dài hạn	-6.246.360	0	0	0	0
+ Khác	-183	0	0	0	0
Tiền từ HĐTC	-539.652	-2.251.114	-1.359.577	-1.512.543	-2.321.877
Lưu chuyển tiền	86.863	19.119	13.946	9.222	4.215
Tiền cuối năm	289.482	308.601	322.547	331.769	335.984

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Giang Đặng Ánh Phương

Chuyên viên Phân tích

gdaphuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>