

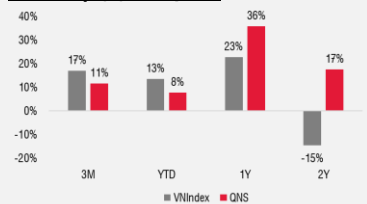
## Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (QNS: UPCOM)

**Ngày báo cáo:** 25/03/2024  
**Ngành:** MÍA ĐƯỜNG  
**CVPT:** Hoàng Anh Tuấn  
**Email:** [tuanha2@ssi.com.vn](mailto:tuanha2@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-28 3636 3688 ext. 3089

**Khuyến nghị:** **KHẢ QUAN**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **57.400 Đồng**  
**Giá CP ngày 22/03/2024:** 48.200 Đồng  
**% Tăng giá:** **+19,1%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 699  
**Giá trị vốn hoá (tỷ đồng):** 17.262  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 357  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 695.484  
**Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):** 51,5/35,3  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 32,7  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 15,2  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0

### S Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

QNS là nhà sản xuất sữa đậu nành lớn nhất tại Việt Nam với 89% thị phần vào cuối Q1/2021. Màng kinh doanh sữa đậu nành là nguồn đóng góp lớn nhất cho lợi nhuận của QNS. Màng đường đứng thứ hai. Phần còn lại đến từ màng Bìa, Đồ uống, Bánh kẹo.

## Màng đường giúp duy trì tỷ suất cổ tức cao

**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với cổ phiếu QNS lên **KHẢ QUAN** (từ TRUNG LẬP) với giá mục tiêu là **57.400 đồng/cổ phiếu**, tương đương tiềm năng tăng giá là 19% (tổng mức sinh lời là 23%). Chúng tôi cho rằng QNS có khả năng duy trì mức tăng trưởng nhẹ về lợi nhuận trong năm 2025, do màng đường tiếp tục duy trì lợi nhuận, màng sữa đậu nành trở lại mức bình thường và thu nhập tài chính của công ty tăng trưởng nhờ số dư tiền mặt rủng rỉnh đáng kể (tương đương 24% vốn hóa). Ngoài ra, lợi nhuận tăng mạnh trong năm 2023 của QNS dẫn đến việc phân phối lợi nhuận ròng 50% thành cổ tức tiền mặt. Chúng tôi lưu ý rằng QNS đã trả từ 60-80% lợi nhuận ròng thành cổ tức từ năm 2020 đến năm 2022. Do đó, với mức lợi nhuận cao, chúng tôi dự báo QNS có thể sẽ tăng cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2025, dự kiến ở mức 4.500-5.000 đồng/cổ phiếu (tỷ suất cổ tức 10-11% cho năm 2025).

**Kết quả kinh doanh 2T2024 & 2023:** Trong 2T2024, QNS đạt 1,7 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (tăng 28% svck) và LNTT đạt 350 tỷ đồng (tăng 71% svck). Trong tháng 1, QNS đạt 1 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (tăng 83% svck) và LNTT đạt 230 tỷ đồng (tăng 190% svck). Doanh thu và LNTT của màng đường lần lượt đạt 518 tỷ đồng (tăng 186% svck) và 139 tỷ đồng (tăng 260% svck), với sản lượng tiêu thụ đạt 26 nghìn tấn (tăng 150% svck) trong tháng 1/2024. Màng sữa đậu nành phục hồi với doanh thu đạt 240 tỷ đồng (tăng 20% svck) và LNTT đạt 27 tỷ đồng (tăng 37% svck), sản lượng tiêu thụ đạt 14 triệu lít (tăng 20% svck) trong tháng 1/2024. Lũy kế cả năm 2023, QNS đạt 10 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (tăng 21% svck) và LNST đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng 70% svck).

**Ước tính lợi nhuận:** Chúng tôi kỳ vọng QNS có thể ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong Q1/2024 do sản lượng và giá đường trong nước cao hơn svck. Đối với màng sữa đậu nành, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ trong năm 2024 sẽ tăng 10% svck và tương đương với năm 2022. Đối với màng đường, chúng tôi giữ nguyên dự báo giá bán trung bình giảm 3% svck và sản lượng tiêu thụ tăng 15% svck. Do đó, chúng tôi dự báo QNS có thể đạt 2,3 nghìn tỷ đồng lợi nhuận (tăng 7% svck) trong năm 2024 và tăng 2% so với ước tính trước của chúng tôi.

**Cập nhật thị trường màng đường:** Trong tháng 3/2024, giá đường trong nước duy trì ở mức 21 nghìn đồng/kg (đi ngang so với tháng trước, tăng 18% svck), do Việt Nam bước vào niên vụ mía 2023/2024. Giá đường thế giới giảm nhẹ xuống 0,22 USD/lb (giảm 3% so với tháng trước, giảm 1% svck) và duy trì ở vùng đáy sau khi giảm mạnh vào cuối tháng 11/2023. Chúng tôi cho rằng xu hướng giá đường thế giới sẽ không ảnh hưởng trực tiếp đến giá đường trong nước trong ngắn hạn do đường nhập khẩu chịu sự giám sát chặt chẽ và tuân thủ chính sách chống bán phá giá, chống trợ cấp của Việt Nam. QNS dự kiến giá đường trong nước sẽ duy trì ổn định ở mức khoảng 21 nghìn đồng/kg cho niên vụ 2023/2024.

**Quan điểm ngắn hạn:** Trong giai đoạn lãi suất thấp, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất cổ tức bằng tiền mặt cao (8,4% cho năm 2024) sẽ khá hấp dẫn với các nhà đầu tư trong ngắn hạn và công ty dự kiến sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt 20%/mệnh giá trong tháng 4/2024. Chúng tôi kỳ vọng rằng giá đường trong nước cao hơn và sản lượng tiêu thụ mạnh hơn sẽ tiếp tục thúc đẩy lợi nhuận svck của màng đường trong 6 tháng đầu năm 2024.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	7.681	6.490	7.335	8.259	10.021	10.798
Lợi nhuận ròng	1.292	1.053	1.254	1.285	2.183	2.342
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	4,1%	-18,5%	19,0%	2,5%	70,0%	7,2%
EPS (VND)	4.286	3.494	4.159	4.262	7.244	7.769
ROE (%)	21,9%	16,1%	18,3%	17,6%	27,2%	24,5%
Tỷ suất cổ tức (%)	3,7%	7,7%	5,2%	8,4%	7,6%	8,4%
Ng/VCSH (%)	0,26	0,26	0,29	0,25	0,28	0,25
P/E (x)	6,3	11,09	11,51	8,41	6,35	6,11
P/B (x)	1,26	1,77	2,03	1,45	1,62	1,36
EV/EBITDA (x)	3,3	5,71	6,25	3,95	3,24	2,96

Nguồn: QNS, SSI Research

## KQKD 2023

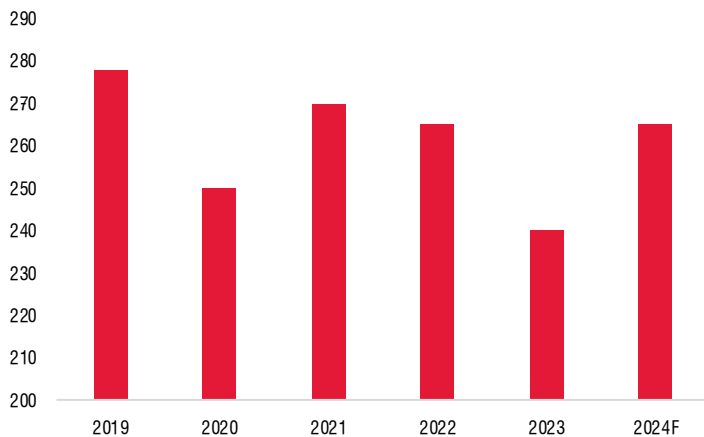
Tỷ đồng	4Q23	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							4Q23	4Q22	3Q23	2022
Doanh thu thuần	2.274	1.948	16,7%	2.467	-7,8%	121%				
Lợi nhuận gộp	904	587	54,0%	860	5,1%		39,8%	30,2%	34,9%	29,8%
Lợi nhuận hoạt động	375	313	19,8%	579	-35,2%		16,5%	16,1%	23,5%	16,8%
EBIT	755	513	47,2%	591	27,6%		33,2%	26,3%	24,0%	19,2%
EBITDA	790	578	36,6%	621	27,3%		34,7%	29,7%	25,2%	25,1%
Lợi nhuận trước thuế	735	495	48,3%	563	30,4%	204%	32,3%	25,4%	22,8%	18,2%
Lợi nhuận ròng	654	427	53,3%	506	29,3%	217%	28,8%	21,9%	20,5%	15,6%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	654	427	53,3%	506	29,3%		28,8%	21,9%	20,5%	15,6%

Nguồn: QNS, SSI Research

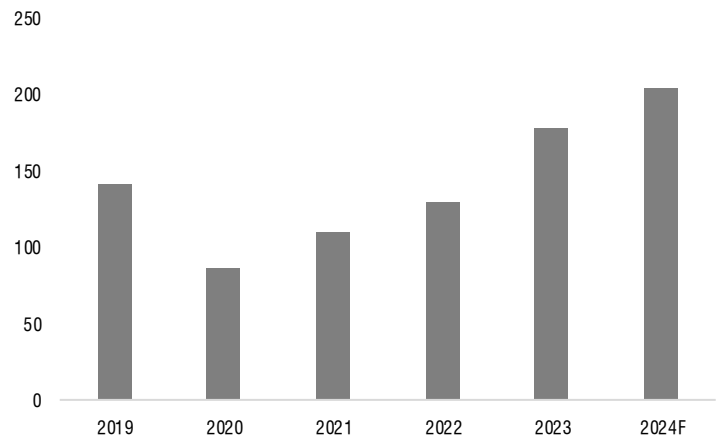
Lũy kế cả năm 2023, QNS đạt 10 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (tăng 21% svck) và LNST đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng 70% svck), trong đó mảng đường là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính. Công ty ghi nhận thu nhập tài chính ròng tăng 88% svck nhờ lượng tiền mặt ròng cao (tương đương 24% vốn hóa thị trường). Biên chi phí BH&QLDN giảm từ 13,4% trong năm 2022 xuống còn 11,9% cho năm 2023. Trong Q4/2023, doanh thu đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng 17% svck, giảm 8% so với quý trước) và LNST đạt 654 tỷ đồng (tăng 53% svck, tăng 29% so với quý trước).

- Mảng đường:** Doanh thu và LNTT của mảng đường lần lượt đạt 4 nghìn tỷ đồng (tăng 105% svck) và 1,1 nghìn tỷ đồng (tăng 258% svck) do sản lượng đường sản xuất và giá đường cao hơn svck. Sản lượng tiêu thụ đạt 222 nghìn tấn (tăng 71% svck), trong đó đường RS đạt 178 nghìn tấn (tăng 62% svck) và đường RE đạt 44 nghìn tấn (tăng 120% svck). Sản lượng đường sản xuất của QNS chiếm 20% sản lượng đường sản xuất của cả nước trong năm 2023 (từ 15% trong năm 2022). Biên lợi nhuận gộp của mảng đường tăng từ 19% trong năm 2022 lên 31,1% trong năm 2023 do giá đường tăng 11% svck. Trong Q4/2023, doanh thu mảng đường đạt 1 nghìn tỷ đồng (tăng 91% svck và đi ngang so với quý trước) và LNTT đạt 320 tỷ đồng (tăng 134% svck, giảm 12% so với quý trước).
- Mảng sữa đậu nành:** Trong năm 2023, doanh thu thuần và LNTT của mảng sữa đậu nành lần lượt đạt 4 nghìn tỷ đồng (giảm 7% svck) và 840 tỷ đồng (tăng 3% svck) do doanh thu thuần bị ảnh hưởng bởi nhu cầu yếu. Tiêu thụ sữa đậu nành đạt 240 triệu lít (giảm 9% svck). Giá bán bình quân tăng 3% svck. Theo QNS, phân khúc khách hàng cốt lõi của Vinasoy gồm người tiêu dùng có thu nhập thấp và trung bình, tập trung ở khu vực nông thôn, bị ảnh hưởng nặng nề khi thu nhập giảm. Theo Nielsen, xét về thị phần, QNS đạt 88,6% ở mảng sữa đậu nành (tăng 1% svck) và 16,1% ở nước uống dinh dưỡng. Sản phẩm mới giai đoạn 2021-2022 chiếm 20% tổng doanh thu sữa đậu nành trong năm 2023. Trong Q4/2023, doanh thu mảng sữa đậu nành đạt 920 nghìn tỷ đồng (tăng 5% svck, giảm 16% so với quý trước) và LNTT đạt 225 tỷ đồng (tăng 6% svck, tăng 22% so với quý trước).

Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS (triệu tấn)



Sản lượng sản xuất đường của QNS (nghìn tấn)



Nguồn: QNS, SSI Research

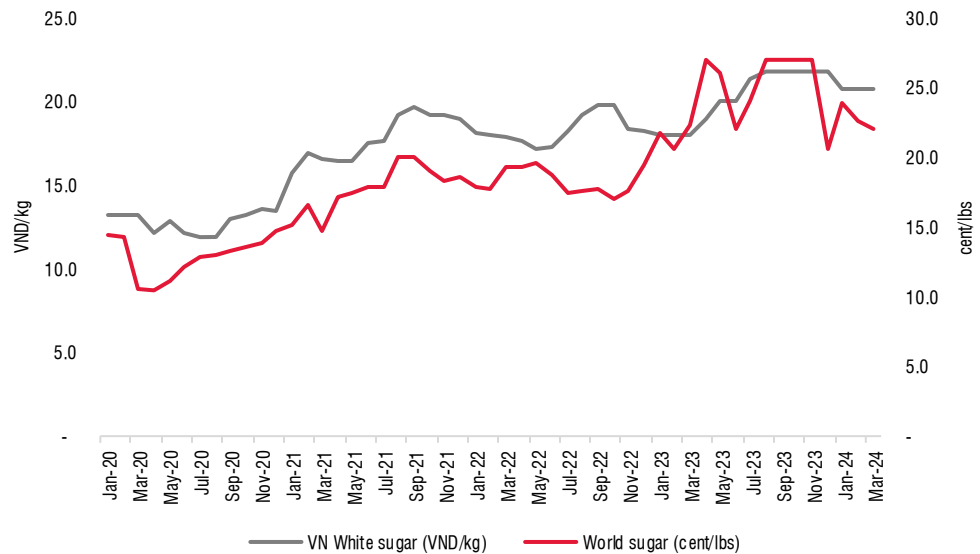
**Cổ tức bằng tiền mặt:** Ban lãnh đạo kỳ vọng kế hoạch phân phối lợi nhuận cho năm 2023 sẽ tăng lên 40% trên mệnh giá, tương ứng với tỷ suất cổ tức là 8,5%. Trước đó, QNS đã tạm ứng cổ tức bằng tiền mặt năm 2023 với tỷ lệ 10% trên mệnh giá trong tháng 8/2023 và 10% trên mệnh giá trong tháng 1/2024.

### Triển vọng ngành đường

**Thị trường đường thế giới:** Trong tháng 3/2024, giá đường thế giới giảm nhẹ xuống 0,22 USD/lb (giảm 3% so với tháng trước, giảm 1% svck), sau khi giảm mạnh vào cuối tháng 11/2023. Trước đó, chúng tôi dự báo giá đường có thể giảm xuống khi niên vụ 2024/2025 (nửa cuối năm 2024-nửa đầu năm 2025) đến gần, vì vụ mía này sẽ ít bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng El Nino. ISO dự báo duy trì mức thâm hụt đường toàn cầu tương đương ở mức 300 nghìn tấn trong niên vụ 2023/2024. Dựa trên hiệp hội sản xuất đường tại mỗi quốc gia, nguồn cung đường ở Ấn Độ và Thái Lan có thể sẽ giảm lần lượt 10% và 32% svck trong niên vụ 2023/2024. Ấn Độ duy trì lệnh cấm xuất khẩu đường để đảm bảo nguồn cung đường Ấn Độ, còn Thái Lan giám sát xuất khẩu đường.

**Thị trường đường Việt Nam:** Giá đường trong nước đạt 21 nghìn đồng/kg (đi ngang so với tháng trước, tăng 18% svck), do Việt Nam bước vào niên vụ mía 2023/2024. Các doanh nghiệp sản xuất đường như QNS và SBT kỳ vọng giá đường có thể được duy trì ở mức này cho đến niên vụ 2023/2024. Chúng tôi cho rằng giá đường thế giới sẽ không tác động trực tiếp đến giá đường trong nước trong ngắn hạn do đường nhập khẩu đang được giám sát chặt chẽ và tuân thủ chính sách chống bán phá giá, chống trợ cấp của Việt Nam. Đường Thái Lan là quốc gia có xuất khẩu lậu đường chủ yếu đang phải chịu hạn hán nghiêm trọng, dẫn đến việc xuất khẩu đường bị giám sát và suy giảm. Chúng tôi kỳ vọng đường nhập khẩu sẽ chiếm hơn một nửa nguồn cung đường của Việt Nam trong niên vụ 2023/2024 (giảm từ mức 2/3 trong niên vụ 2022/2023), nguồn cung nội địa tăng 10% svck.

## Giá đường trong nước và giá đường thế giới



Nguồn: Bloomberg, VSSA, SSI Research

## Ước tính lợi nhuận

**Công ty đặt kế hoạch kinh doanh với doanh thu thuần đạt 9 nghìn tỷ (giảm 14% svck) và LNST đạt 1,3 nghìn tỷ (giảm 39% svck).** Chúng tôi lưu ý rằng công ty có truyền thống đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng, vì QNS thường vượt kế hoạch LNST trung bình 60% trong giai đoạn 2021-2023. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 10,8 nghìn tỷ đồng (tăng 8% svck) và LNST đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng 7% svck).

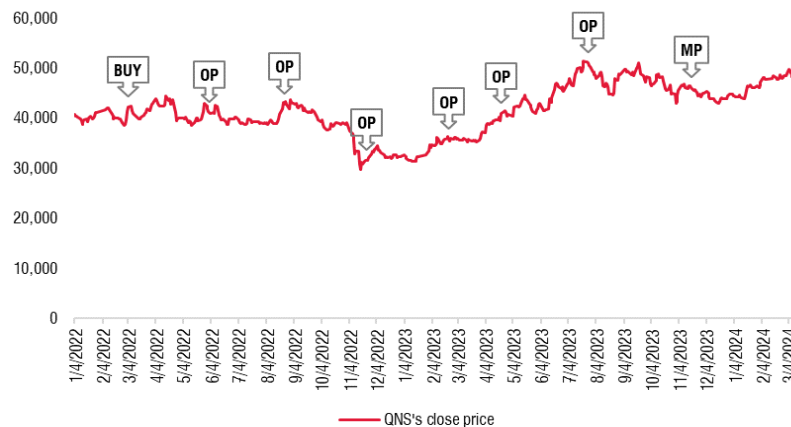
- Màng sữa đậu nành:** Cho năm 2024, chúng tôi dự báo mức tiêu thụ sữa đậu nành sẽ phục hồi 10% svck (từ mức 5% theo ước tính cũ), do ban lãnh đạo kỳ vọng sản lượng năm 2024 sẽ phục hồi về mức năm 2022. QNS đã đặt hàng trước nguyên liệu đầu vào cho năm 2024, với giá đầu vào đậu nành thấp hơn 8% svck. Tuy nhiên, giá đường và tỷ giá hối đoái tăng trong năm 2024 sẽ làm giảm lợi thế cho giá đậu nành thấp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ đạt mức 40,5% cho năm 2024, so với mức 41% trong năm 2023.
- Màng đường:** QNS ước tính tổng sản lượng đường trong năm 2024 sẽ dao động trong khoảng 230-240 nghìn tấn đường tinh luyện (RS), tăng từ 15%-20% svck. Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ đường RE đạt 45 nghìn tấn (tăng 2% svck) cho năm 2024. Trong niên vụ 2023/2024, diện tích mía sẽ đạt 30 nghìn ha (tăng 15% svck) và QNS dự định tăng diện tích trồng mía lên 40 nghìn ha, bằng cách tăng khoảng 3 nghìn-4 nghìn ha mỗi năm. Chúng tôi ước tính giá bán trung bình của đường RS&RE sẽ giảm 3% svck trong năm 2024. Biên lợi nhuận gộp của đường RS và RE ước tính lần lượt là 37,9% và 4,9% cho năm 2024 từ mức 39,1% và 5,3% trong năm 2023. Biên lợi nhuận gộp của màng đường có khả năng sẽ giảm từ 31,1% trong năm 2023 xuống mức 30,7% trong năm 2024 do chúng tôi ước tính giá đường trong nước sẽ giảm nhẹ svck.

## Định giá và luận điểm đầu tư

QNS hiện đang giao dịch ở mức P/E 2024 là 6,1x, thấp hơn biên độ trung bình 5 năm là từ 6,3x-11,5x. Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu 2024 là 5x (không đổi) cho mảng đường và 12x (không đổi) cho mảng sữa đậu nành. Theo đó, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho QNS là **57.400 đồng/cổ phiếu** (từ 52.500 đồng/cổ phiếu), tương ứng với tiềm năng tăng giá là 19% (tổng mức sinh lời là 23%). Chúng tôi nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** (từ TRUNG LẬP) đối với cổ phiếu QNS. Chúng tôi cho rằng QNS có khả năng duy trì mức tăng trưởng nhẹ về lợi nhuận trong năm 2025, do mảng đường tiếp tục duy trì lợi nhuận, mảng sữa đậu nành trở lại mức bình thường và thu nhập tài chính của công ty tăng trưởng nhờ số dư tiền mặt rủng rỉnh đáng kể (tương đương 24% vốn hóa). Ngoài ra, lợi nhuận tăng mạnh ngoài dự kiến trong năm 2023 của QNS dẫn đến việc phân phối lợi nhuận ròng 50% cho cổ tức tiền mặt. Chúng tôi lưu ý rằng QNS đã trả từ 60-80% lợi nhuận ròng từ năm 2020 đến năm 2022. Do đó, với mức lợi nhuận cao, chúng tôi dự báo QNS có thể sẽ tăng cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2025, dự kiến ở mức 4.500-5.000 đồng/cổ phiếu (tỷ suất cổ tức 10-11% cho năm 2025).

**Quan điểm ngắn hạn:** Trong giai đoạn lãi suất thấp, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất cổ tức bằng tiền mặt cao (8,4% cho năm 2024) sẽ khá hấp dẫn với các nhà đầu tư trong ngắn hạn và công ty dự kiến sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt 20%/mệnh giá trong tháng 4/2024. Chúng tôi kỳ vọng rằng giá đường trong nước cao hơn và sản lượng tiêu thụ mạnh hơn sẽ tiếp tục thúc đẩy lợi nhuận svck của mảng đường trong 6 tháng đầu năm 2024.

### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	179	203	289	2.426
+ Đầu tư ngắn hạn	3.923	4.296	6.165	6.165
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	386	582	661	713
+ Hàng tồn kho	816	948	958	1.037
+ Tài sản ngắn hạn khác	19	55	19	21
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.323</b>	<b>6.085</b>	<b>8.093</b>	<b>10.362</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	1	0	1	1
+ GTCL Tài sản cố định	4.285	3.914	3.666	3.142
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	47	33	53	53
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	220	230	239	259
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>4.552</b>	<b>4.177</b>	<b>3.959</b>	<b>3.455</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9.876</b>	<b>10.261</b>	<b>12.053</b>	<b>13.817</b>
+ Nợ ngắn hạn	2.710	2.747	3.281	3.552
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>2.032</i>	<i>1.896</i>	<i>2.411</i>	<i>2.610</i>
+ Nợ dài hạn	71	52	191	-286
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>2.781</b>	<b>2.799</b>	<b>3.472</b>	<b>3.266</b>
+ Vốn góp	3.569	3.569	3.569	3.569
+ Thặng dư vốn cổ phần	353	353	353	353
+ Lợi nhuận chưa phân phối	3.368	3.698	4.778	5.914
+ Quý khác	-196	-159	-120	714
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.095</b>	<b>7.463</b>	<b>8.581</b>	<b>10.551</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.876</b>	<b>10.261</b>	<b>12.053</b>	<b>13.817</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.426	1.384	2.258	2.509
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.274	-319	-1.782	-200
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-445	-1.041	-539	-172
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-293</b>	<b>25</b>	<b>-63</b>	<b>2.137</b>
Tiền đầu kỳ	422	179	203	289
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>129</b>	<b>203</b>	<b>139</b>	<b>2.426</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,96	2,21	2,47	2,92
Hệ số thanh toán nhanh	1,66	1,85	2,17	2,62
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,51	1,64	1,97	2,42
Nợ ròng / EBITDA	0,8	0,85	0,63	-0,56
Khả năng thanh toán lãi vay	22,84	19,07	18,96	21,01
Ngày phải thu	4,5	5,4	7,2	8,7
Ngày phải trả	26,9	26,5	25,6	24
Ngày tồn kho	59,7	55,5	52,2	50,4
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,72	0,73	0,71	0,76
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,28	0,27	0,29	0,24
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,39	0,38	0,4	0,31
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,29	0,25	0,28	0,25
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,29	0,25	0,28	0,25

Nguồn: QNS, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.335</b>	<b>8.259</b>	<b>10.021</b>	<b>10.798</b>
Giá vốn hàng bán	-5.073	-5.799	-6.670	-7.221
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.262</b>	<b>2.460</b>	<b>3.351</b>	<b>3.577</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	143	191	341	425
Chi phí tài chính	-66	-84	-139	-132
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-694	-871	-805	-888
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-253	-234	-391	-421
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.392</b>	<b>1.463</b>	<b>2.356</b>	<b>2.561</b>
Thu nhập khác	47	39	91	51
Lợi nhuận trước thuế	1.439	1.503	2.447	2.612
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.254</b>	<b>1.285</b>	<b>2.183</b>	<b>2.342</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>1.254</b>	<b>1.285</b>	<b>2.183</b>	<b>2.342</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	4.159	4.262	7.244	7.769
Giá trị sổ sách (VND)	23.539	24.760	28.469	35.006
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.500	3.000	3.500	4.000
EBIT	1.505	1.586	2.583	2.742
EBITDA	1.979	2.075	3.029	3.466
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	13,00%	12,60%	21,30%	7,70%
EBITDA	9,4%	4,9%	45,9%	14,5%
EBIT	12,5%	5,4%	62,9%	6,2%
Lợi nhuận ròng	19,0%	2,5%	70,0%	7,2%
Vốn chủ sở hữu	7,4%	5,2%	15,0%	23,0%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	7,9%	3,9%	17,5%	14,6%
<b>Định giá</b>				
PE	11,5	8,4	6,3	6,1
PB	2	1,4	1,6	1,4
Giá/Doanh thu	2	1,3	1,4	1,3
Tỷ suất cổ tức	5,2%	8,4%	7,6%	8,4%
EV/EBITDA	6,2	3,9	3,2	3
EV/Doanh thu	1,7	1	1	1
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	30,8%	29,8%	33,4%	33,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	18,3%	16,8%	21,8%	21,0%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	17,1%	15,6%	21,8%	21,7%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	9,5%	10,5%	8,0%	8,2%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,4%	2,8%	3,9%	3,9%
ROE	18,3%	17,6%	27,2%	24,5%
ROA	13,2%	12,8%	19,6%	18,1%
ROIC	15,0%	14,7%	22,7%	20,4%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

#### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

#### Phân tích Ngành Mía đường

#### Hoàng Anh Tuấn

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

tuanha2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3089

#### Dữ liệu

#### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

#### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043