

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



**KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 30.500 đồng/cp**

**Giá hiện tại: 25.500 đồng/cp**

**Nguyễn Thu Thủy**

[thuyn4@ssi.com.vn](mailto:thuyn4@ssi.com.vn)

+84 24 3936 6321

**Ngày 05/03/2020**

**NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG**

## Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	392
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	9.102
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	357
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	37,4/25,3
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	167.773
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	0,17
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	3,93
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	17,47
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

## Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

## Thông tin cơ bản về công ty

QNS là nhà sản xuất sữa đậu nành lớn nhất tại Việt Nam với 85% thị phần vào năm 2018 (nguồn: AC Nielsen). Màng kinh doanh sữa đậu nành (nhà máy Vinasoy với thương hiệu mạnh là Fami và Vinasoy) là nguồn đóng góp lớn nhất cho lợi nhuận của QNS, chiếm 48% và 72% về doanh thu và lợi nhuận gộp. Màng đường đứng thứ hai sau sữa đậu nành với 28% và 12% doanh thu và lợi nhuận gộp. Phần còn lại đến từ màng Bia, Đồ uống, Bánh kẹo và điện sinh khối.

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

### Màng sữa đậu nành tiếp tục là điểm sáng trong khi màng đường vẫn khó dự báo

QNS đã công bố báo cáo Q4/2019 trong đó doanh thu thuần đạt 1,63 nghìn tỷ đồng (-13,4% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 472 tỷ đồng (+4,5% YoY). Lũy kế năm 2019, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 7,68 nghìn tỷ đồng (-4,4% YoY) và 1,28 nghìn tỷ đồng (+3,2% YoY). Trong khi doanh thu thuần chỉ đạt 93% ước tính của chúng tôi do giá đường thấp hơn ước tính của chúng tôi, lợi nhuận sau thuế vượt 1,6% ước tính của chúng tôi từ thu nhập tài chính và các khoản thu khác.

**Một năm thuận lợi cho màng sữa đậu nành với giá bán và sản lượng tiêu thụ đều tăng:** Doanh thu sữa đậu nành của QNS tăng 10,4% YoY, chủ yếu do sản lượng tiêu thụ tăng (278 triệu lít, +9,4% YoY) và giá bán tăng nhẹ (+0,9% YoY).

**Một năm khó khăn với ngành đường,** doanh thu màng đường giảm 34% đạt 1.486 tỷ đồng do giá bán giảm (-1,5% YoY) và diện tích trồng mía giảm (-22% YoY). Tổng sản lượng đường đạt 142 nghìn tấn (-33% YoY).

### Các cập nhật khác

**Dịch virus Covid-19** dự kiến sẽ tác động không đáng kể đến QNS, vì kế hoạch xuất khẩu sữa đậu nành sang Trung Quốc của QNS là không đáng kể (chỉ có 30 tỷ đồng doanh thu) so với doanh thu sữa đậu nành hiện tại (4,27 nghìn tỷ đồng trong năm 2019). Doanh thu trong nước chưa bị ảnh hưởng từ dịch virus Covid-19.

**Hiệp định thương mại hàng hóa Asian (ATIGA), mặc dù có hiệu lực từ ngày 1/1/2020,** nhưng vẫn chưa ảnh hưởng đến ngành đường trong nước. Theo cuộc trao đổi của chúng tôi với công ty cổ phần Thành Thành Công - Biên Hòa (SBT)- công ty sản xuất đường lớn nhất Việt Nam, cho đến nay vẫn chưa có đơn vị mới nào nhập khẩu thành công đường của Thái Lan theo ATIGA.

### Ước tính lợi nhuận và quan điểm đầu tư

**Trong năm 2020,** Chúng tôi ước tính QNS đạt 7,46 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (-2,9% YoY), và 1,23 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-4% YoY) với giá định doanh thu màng sữa đậu nành tiếp tục đạt mức tăng trưởng 10%. Tuy nhiên, nhìn chung kết quả kinh doanh có thể bị giảm xuống do doanh thu màng đường có thể giảm mạnh 41% YoY. Hiện tại cổ phiếu QNS đang giao dịch với giá 25.500 đồng/cp, tương đương P/E và P/B 2020F lần lượt là 6,4 lần và 1,07 lần, vẫn khá hấp dẫn theo quan điểm của chúng tôi, do tỷ trọng doanh thu sữa đậu nành trên tổng doanh thu của công ty khá cao. Do đó, việc doanh thu màng đường giảm không ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của công ty quá nhiều. Do hoạt động kinh doanh màng sữa đậu nành của QNS ổn định, chúng tôi tiếp tục giữ hệ số P/E mục tiêu cho năm 2020 là 9 lần, đồng thời chiết khấu giá mục tiêu 15% để phản ánh những rủi ro liên quan đến cổ phiếu. Khi tính theo cách này, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm là 30.500 đồng/cp (+19,6% so với giá hiện tại), tương đương khuyến nghị KHẢ QUAN.

### Rủi ro giảm đôi với khuyến nghị

Giá đường giảm

Nhu cầu đối với sữa đậu nành thấp hơn ước tính của chúng tôi.

## Kết quả kinh doanh năm 2019

QNS đã công bố báo cáo Q4/2019 trong đó doanh thu thuần đạt 1,63 nghìn tỷ đồng (-13,4% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 472 tỷ đồng (+4,5% YoY). Lũy kế năm 2019, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 7,68 nghìn tỷ đồng (-4,4% YoY) và 1,28 nghìn tỷ đồng (+3,2% YoY). Trong khi doanh thu thuần chỉ đạt 93% ước tính của chúng tôi do giá đường thấp hơn ước tính của chúng tôi, lợi nhuận sau thuế vượt 1,6% ước tính của chúng tôi từ thu nhập tài chính và các khoản thu khác.

(Tỷ đồng)	4Q19	4Q18	YoY	3Q19	QoQ	% kế hoạch năm	TSLN			
							4Q19	4Q18	3Q19	2018
Doanh thu thuần	1.633	1.886	-13,4%	1.975	-17,3%	91,4%				
Lợi nhuận gộp	714	617	15,8%	719	-0,6%		43,8%	32,7%	36,4%	28,6%
Lợi nhuận từ HĐKD	516	483	6,7%	334	54,6%		31,6%	25,6%	16,9%	16,8%
EBIT	575	534	7,6%	359	60,2%		35,2%	28,3%	18,2%	18,6%
EBITDA	615	592	3,8%	417	47,4%		37,7%	31,4%	21,1%	24,8%
Lợi nhuận trước thuế	556	515	8,0%	343	62,4%		34,1%	27,3%	17,3%	17,5%
Lợi nhuận ròng	472	452	4,5%	287	64,8%	642,4%	28,9%	24,0%	14,5%	15,4%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	472	452	4,5%	287	64,8%		28,9%	24,0%	14,5%	15,4%

Nguồn: QNS, SSI Research

(tỷ đồng)	12T2019	12T2018	YoY	% kế hoạch năm	TSLN	
					12T2019	12T2018
Doanh thu thuần	7.681	8.031	-4,40%	91,4%		
Lợi nhuận gộp	2.556	2.294	11,40%		33,3%	28,6%
Lợi nhuận từ HĐKD	1.479	1.379	7,30%		19,3%	17,2%
EBIT	1.608	1.495	7,50%		20,9%	18,6%
EBITDA	1.608	1.495	7,50%		20,9%	18,6%
Lợi nhuận trước thuế	1.531	1.405	8,90%		19,9%	17,5%
Lợi nhuận ròng	1.280	1.240	3,20%	642,4%	16,7%	15,4%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	1.280	1.240	3,20%		16,7%	15,4%

Nguồn: QNS, SSI Research

### Một năm thuận lợi cho mảng sữa đậu nành với giá bán tăng

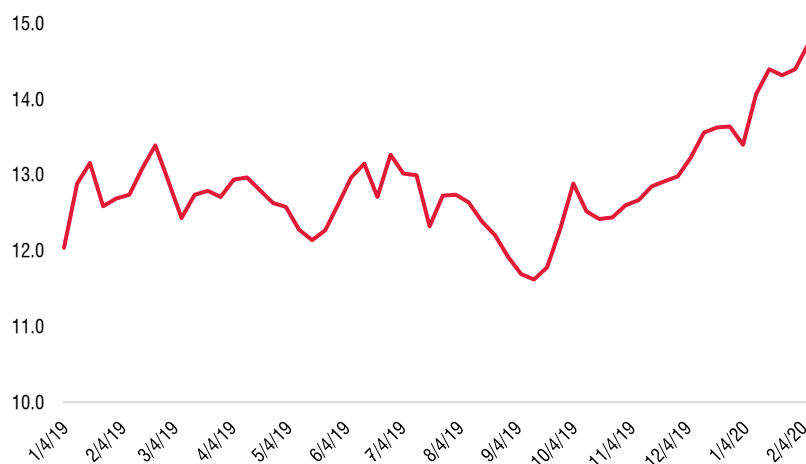
Doanh thu mảng sữa đậu nành tăng 10,4% YoY chủ yếu do sản lượng tiêu thụ tăng (278 triệu lít, +9,4% YoY) và giá bán tăng nhẹ (+0,9% YoY). Hoạt động của QNS xét về doanh thu bán hàng tốt hơn mức bình quân ngành theo ước tính của Euromonitor, doanh thu sữa đậu nành và sản lượng sữa đậu nành tăng lần lượt là 6,6% YoY và 11,5% YoY.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng sữa đậu nành tăng ấn tượng lên 45,2% trong năm 2019 so với 42,4% trong năm 2018. Mặc dù giá nguyên liệu thô (đường và đậu tương) thấp hơn so với năm ngoái, chúng tôi cho rằng việc tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên như vậy một phần có thể do chính sách kế toán của QNS, theo đó họ phân bổ lại một số chi phí nhân viên sang chi phí quản lý. Công ty không cung cấp chi tiết về điều này, nhưng chi phí nhân viên dưới mục chi phí quản lý năm 2019 tăng khoảng 53 tỷ đồng, tương đương mức tăng 62,5% YoY, bằng 1,2% doanh thu mảng sữa đậu nành. Do đó, lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế mảng sữa đậu nành đạt 1.259 tỷ đồng (+11,7% YoY) và 1.048 tỷ đồng (+6,1% YoY), tỷ suất lợi nhuận ròng duy trì ở mức 24,6% đối với mảng sữa đậu nành (2018: 25,6%). Cần lưu ý rằng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp đối với Vinasoy Bình Dương tăng từ 0% lên 10% kể từ đầu năm 2019.

## Một năm khó khăn đối với ngành đường

Mảng đường đã trải qua một năm thực sự khó khăn, với doanh thu mảng đường giảm 34% YoY đạt 1.486 tỷ đồng với giá bán giảm (-1,5% YoY) và diện tích trồng mía giảm (-22% YoY). Tổng sản lượng đường đạt 142 nghìn tấn (-33% YoY). Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 10,4% thấp hơn mức 12,2% trong năm 2018 nhưng vẫn tốt hơn so với ước tính của chúng tôi. Do đó, lợi nhuận trước thuế của mảng đường đạt 85 tỷ đồng (-50% YoY). Kể từ cuối Q3/2019, giá đường thế giới đã tăng mạnh từ mức đáy. Đến ngày 20/2/2020, giá đường lữ kế tăng 11,1% so với đầu năm và tăng 11,7% so với cùng kỳ năm ngoái. Theo QNS, giá đường trong nước tăng lên 12.600 đồng/kg, tăng thêm 11,5% từ 11.300 đồng/kg vào cuối năm 2019.

### Giá đường giao ngay hàng tuần theo Tổ chức Đường quốc tế (ISO) (cents/lb)



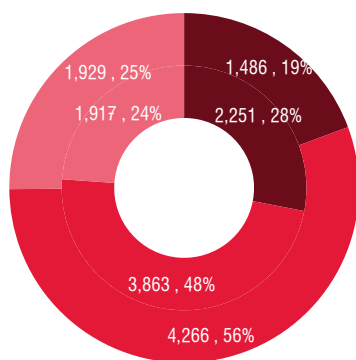
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Tỷ suất lợi nhuận gộp mở rộng nhờ tỷ trọng mảng sữa đậu nành tăng lên

QNS đạt 33,3% tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2019 so với 28,6% trong năm 2018; và tỷ suất lợi nhuận ròng là 16,7% so với 15,4% trong năm 2018. Do đó, mặc dù doanh thu ròng giảm 4,4%, lợi nhuận ròng của QNS vẫn tăng trưởng nhẹ 3,2% đạt 1,28 nghìn tỷ đồng.

#### Doanh thu (tỷ đồng)

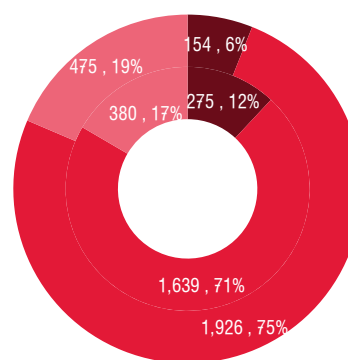
(Vòng tròn bên trong: 2018, vòng tròn bên ngoài: 2019)



■ Sugar ■ Soy milk ■ Others

#### Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)

(Vòng tròn bên trong: 2018, vòng tròn bên ngoài: 2019)



■ Sugar ■ Soy milk ■ Others

Nguồn: QNS, SSI Research

Chi phí nhân viên tăng 7,8% YoY trong khi chi phí quản lý tăng 64,9% YoY như đã đề cập ở trên.

### Các cập nhật khác

**Dịch virus Covid-19** dự kiến sẽ tác động không đáng kể đến QNS, vì kế hoạch xuất khẩu sữa đậu nành sang Trung Quốc của QNS là không đáng kể (chỉ có 30 tỷ đồng doanh thu) so với doanh thu sữa đậu nành hiện tại (4,27 nghìn tỷ đồng trong năm 2019). Doanh thu trong nước chưa bị ảnh hưởng từ dịch virus Covid-19.

**Hạn hán ở Thái Lan** được dự báo sẽ khiến sản lượng đường của quốc gia xuất khẩu đường lớn thứ hai thế giới này giảm khoảng 30% YoY xuống còn 9-10 triệu tấn. Điều này lý giải cho việc giá đường tăng mạnh thời gian gần đây. Việt Nam cũng dự kiến sản lượng đường giảm 30-40% trong niên vụ 2019/2020.

**Hiệp định thương mại hàng hóa Asian (ATIGA), mặc dù có hiệu lực từ ngày 1/1/2020**, nhưng vẫn chưa ảnh hưởng đến ngành đường trong nước. Theo cuộc trao đổi của chúng tôi với công ty cổ phần Thành Thành Công - Biên Hòa (SBT)- công ty sản xuất đường lớn nhất Việt Nam, cho đến nay vẫn chưa có đơn vị mới nào nhập khẩu thành công đường của Thái Lan theo ATIGA, do thủ tục nhập khẩu phức tạp. Hiện tại QNS vẫn đang chờ giấy phép nhập khẩu đường thô cho dự án đường tinh chế (RE). Do đó, bức tranh năm 2020 cho ngành đường vẫn chưa rõ ràng.

**Gần đây Bộ công thương** đã đề xuất nâng giá điện sinh khối từ 0,058 USD/kwh lên 0,0703 USD/kwh để hỗ trợ các doanh nghiệp đường trong nước.

### Ước tính lợi nhuận

**Trong năm 2020**, Chúng tôi ước tính QNS đạt 7,46 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (-2,9% YoY), và 1,23 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-4% YoY) với các giả định như sau:

- Doanh thu mảng sữa đậu nành ước đạt 4,69 nghìn tỷ đồng (+10% YoY) với sản lượng tăng, dựa vào giả định QNS có thể tiếp tục củng cố thị phần. Thị phần mảng sữa đậu nành nhìn chung có thể tăng 8% về sản lượng theo ước tính của Euromonitor. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng sữa đậu nành có thể giảm còn 44% do giá đường đầu vào tăng, chiếm khoảng 10% giá vốn hàng bán. Mặt khác, chi phí đầu vào của đậu tương sẽ ổn định do công ty đã chốt giá mua đậu tương cho mục đích sản xuất.
- Doanh thu mảng đường dự kiến đạt 882 tỷ đồng (-41% YoY), do sản lượng đường giảm xuống còn 70 nghìn tấn (2019: 142 nghìn tấn). Giá bán bình quân ước tính tăng 20,4% YoY, tăng lên 12.600 đồng/kg. Sản lượng đường giảm phù hợp với mức giảm đáng kể của sản lượng mía, do điều kiện thời tiết không thuận lợi và diện tích trồng mía giảm. Theo ban lãnh đạo của QNS, diện tích trồng mía trên khắp Việt Nam giảm 30% đến -40% trong mùa vụ 2019/2020. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp có thể giảm xuống còn 2% do nhà máy đường có thể phải hoạt động với công suất thấp. **Chúng tôi vẫn chưa phản ánh tác động của dự án đường RE nếu dự án này được thực hiện vào mô hình định giá này**, và chúng tôi sẽ cập nhật mô hình định giá khi có thêm thông tin về dự án này.
- Mảng sinh khối dự báo mang lại 81 tỷ đồng doanh thu (-51% YoY) và chịu khoản lỗ 17 tỷ đồng so với lợi nhuận năm 2019 là 12,4 tỷ đồng. Mảng sinh khối giảm do thiếu hụt bã mía và công ty vẫn đang thử nghiệm các loại nguyên liệu khác để bù đắp sự thiếu hụt này.
- Doanh thu mảng khác tăng 2% YoY và tỷ suất lợi nhuận gộp duy trì ở mức 26%.
- Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp giảm lần lượt là 2,3% YoY và 3,5% YoY cùng với mức giảm của doanh thu thuần.

- Lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 1,45 nghìn tỷ đồng (-5,1% YoY) và 1,22 nghìn tỷ đồng (-5,1% YoY).

(tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020F
Doanh thu thuần	7.633	8.031	7.681	7.459
Tăng trưởng doanh thu thuần	9,5%	5,2%	-4,4%	-2,9%
Lợi nhuận gộp	1.996	2.294	2.556	2.442
Tỷ suất lợi nhuận gộp	26,2%	28,6%	33,3%	32,7%
Thu nhập tài chính	38	87	138	142
Chi phí tài chính	-78	-96	-77	-77
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	-843	-937	-1.111	-1.082
Lợi nhuận ròng khác	26	57	25	28
Lợi nhuận trước thuế	1.138	1.405	1.531	1.453
Lợi nhuận ròng	1.027	1.240	1.280	1.215
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-27,2%	20,8%	3,2%	-5,1%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	13,5%	15,4%	16,7%	16,3%
EPS (VND)	3.360	4.047	4.164	3.987

Nguồn: QNS, SSI ước tính

## Định giá và quan điểm đầu tư

Hiện tại cổ phiếu QNS đang giao dịch với giá 25.500 đồng/cp, tương đương P/E và P/B 2020F lần lượt là 6,4 lần và 1,07 lần, vẫn khá hấp dẫn theo quan điểm của chúng tôi, do tỷ trọng doanh thu sữa đậu nành trên tổng doanh thu của công ty khá cao và hoạt động kinh doanh mảng sữa đậu nành của QNS khá ổn định. Chúng tôi áp dụng hệ số P/E mục tiêu cho năm 2020 là 9 lần và đưa ra giá mục tiêu 1 năm là 35.900 đồng/cp. **Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi đối với QNS từ khi IPO, cổ phiếu thường được giao dịch với mức giá thấp hơn so với các công ty cùng ngành** với một số lý do như niêm yết trên sàn UPCOM, kế hoạch phát hành ESOP, và biến động liên tục trong hoạt động kinh doanh mảng đường bất chấp kế hoạch mở rộng và đầu tư cho mảng đường. Do đó, chúng tôi chọn áp dụng mức chiết khấu 15% cho giá mục tiêu để phản ánh những rủi ro liên quan đến cổ phiếu, và đưa ra **giá mục tiêu 1 năm là 30.500 đồng/cp** (+19,6% so với giá hiện tại), tương đương khuyến nghị KHẢ QUAN.

Điều lưu ý là chúng tôi vẫn chưa phản ánh khoản lãi/lỗ từ dự án đường RE (dự án nhập khẩu đường thô từ Thái Lan theo ATIGA và sản xuất đường RE, có giá bán cao hơn đường RS. Dây chuyền đường RE có công suất 1.000 tấn đường thô/ngày. Dự án này thể hiện chiến lược tham vọng của QNS là nâng công suất sản xuất đường lên 600-700 nghìn tấn/năm và chiếm 30% thị phần đường trong nước. Tổng giá trị đầu tư ước tính khoảng 900 tỷ đồng), QNS vẫn chưa được cấp phép nhập khẩu đường thô. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng dự án này, đặc biệt trong dài hạn, có nhiều triển vọng hơn rủi ro vì (1) QNS đã dành nhiều năm để chuẩn bị cho dự án và gần như đã hoàn thành khoản đầu tư ban đầu cho dây chuyền đường RE theo dự tính (đã giải ngân 772 tỷ đồng trong số 900 tỷ đồng kế hoạch CAPEX vào cuối năm 2019) và (2) Việt Nam vẫn thiếu mía đầu vào cho sản xuất. Do đó, chúng tôi cho rằng QNS có tiềm năng tăng trưởng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng khi các quy định về nhập khẩu đường thô theo ATIGA trở nên rõ ràng hơn. Hiện tại chúng tôi kỳ vọng các khó khăn sẽ được tháo gỡ trong nửa cuối năm 2020, và sẽ có tác động tích cực cho QNS trong năm 2021 trở đi.

## Rủi ro giảm đối với khuyến nghị

Giá đường giảm

Nhu cầu đối với sữa đậu nành thấp hơn ước tính của chúng tôi.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	528	418	215	448
+ Đầu tư ngắn hạn	751	1.699	2.660	3.000
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	289	468	278	414
+ Hàng tồn kho	320	585	656	502
+ Tài sản ngắn hạn khác	19	8	28	5
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.907</b>	<b>3.178</b>	<b>3.837</b>	<b>4.370</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	1	1	1	1
+ GTCL Tài sản cố định	2.805	4.388	4.157	4.610
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	2.047	214	826	126
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	239	221	224	201
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>5.092</b>	<b>4.823</b>	<b>5.208</b>	<b>4.938</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.999</b>	<b>8.002</b>	<b>9.045</b>	<b>9.308</b>
+ Nợ ngắn hạn	2.345	2.622	2.562	2.111
Trong đó: vay ngắn hạn	1.404	1.727	1.665	1.340
+ Nợ dài hạn	172	27	25	25
Trong đó: vay dài hạn	145	0	0	0
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>2.517</b>	<b>2.649</b>	<b>2.587</b>	<b>2.137</b>
+ Vốn góp	2.438	2.926	3.569	4.022
+ Thặng dư vốn cổ phần	288	288	353	353
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.135	2.467	2.801	3.024
+ Quý khác	-380	-329	-266	-228
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.482</b>	<b>5.353</b>	<b>6.458</b>	<b>7.171</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.999</b>	<b>8.002</b>	<b>9.045</b>	<b>9.308</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.625	1.540	1.663	1.267
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.051	-1.461	-1.507	-220
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-182	-189	-359	-814
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>391</b>	<b>-110</b>	<b>-203</b>	<b>233</b>
Tiền đầu kỳ	137	528	418	215
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>528</b>	<b>418</b>	<b>215</b>	<b>448</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,81	1,21	1,5	2,07
Hệ số thanh toán nhanh	0,67	0,99	1,23	1,83
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,55	0,81	1,12	1,63
Nợ ròng / EBITDA	0,23	0,13	0,01	-0,42
Khả năng thanh toán lãi vay	15,87	16,61	20,89	19,86
Ngày phải thu	1	2,4	3,5	3,3
Ngày phải trả	32,9	31,3	33,3	32,4
Ngày tồn kho	27,2	28,8	44,2	42,1
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,64	0,67	0,71	0,77
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,36	0,33	0,29	0,23
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,56	0,49	0,4	0,3
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,35	0,32	0,26	0,19
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,31	0,32	0,26	0,19

Nguồn: QNS, SSI Research

Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020F
<b>Báo cáo Kết quả Kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.633</b>	<b>8.031</b>	<b>7.681</b>	<b>7.459</b>
Giá vốn hàng bán	-5.637	-5.737	-5.125	-5.017
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.996</b>	<b>2.294</b>	<b>2.556</b>	<b>2.442</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	38	87	138	142
Chi phí tài chính	-78	-96	-77	-77
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-697	-762	-821	-802
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-146	-176	-290	-280
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.113</b>	<b>1.348</b>	<b>1.506</b>	<b>1.425</b>
Thu nhập khác	26	57	25	28
Lợi nhuận trước thuế	1.138	1.405	1.531	1.453
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.027</b>	<b>1.240</b>	<b>1.280</b>	<b>1.215</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>1.027</b>	<b>1.240</b>	<b>1.280</b>	<b>1.215</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	4.934	4.953	4.164	3.553
Giá trị sổ sách (VND)	21.836	21.733	21.425	21.196
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.000	2.000	1.500	1.500
EBIT	1.215	1.495	1.608	1.530
EBITDA	1.629	1.988	2.087	1.997
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	9,5%	5,2%	-4,4%	-2,9%
EBITDA	-15,9%	22,1%	5,0%	-4,3%
EBIT	-24,7%	23,1%	7,5%	-4,8%
Lợi nhuận ròng	-27,2%	20,8%	3,2%	-5,1%
Vốn chủ sở hữu	14,6%	19,4%	20,6%	11,0%
Vốn điều lệ	30,0%	20,0%	22,0%	12,7%
Tổng tài sản	14,3%	14,3%	13,0%	2,9%
<b>Định giá</b>				
PE	8,9	8,5	6,5	6,4
PB	2	1,9	1,3	1,1
Giá/Doanh thu				
Tỷ suất cổ tức	1,20%	1,20%	5,60%	5,90%
EV/EBITDA	4,3	3,5	3,3	3,5
EV/Doanh thu	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	26,2%	28,6%	33,3%	32,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	15,3%	17,2%	19,3%	18,2%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	13,5%	15,4%	16,7%	16,3%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	9,1%	9,5%	10,7%	10,8%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,9%	2,2%	3,8%	3,8%
ROE	24,5%	25,2%	21,7%	17,8%
ROA	15,6%	16,5%	15,0%	13,2%
ROIC	19,3%	20,1%	17,7%	15,4%



## 1. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## 2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Hoàng Việt Phương	Giám đốc Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	<a href="mailto:phuonghv@ssi.com.vn">phuonghv@ssi.com.vn</a>
Phanh Lưu Hưng	Phó GD Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	<a href="mailto:hungpl@ssi.com.vn">hungpl@ssi.com.vn</a>
Phạm Huyền Trang	Phó GD Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	<a href="mailto:trangph@ssi.com.vn">trangph@ssi.com.vn</a>
Nguyễn Thu Thủy	Chuyên viên phân tích	<a href="mailto:thuynt4@ssi.com.vn">thuynt4@ssi.com.vn</a>