

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

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu QNS và VN Index

Thông tin giao dịch
23/03/2023

Giá hiện tại (đồng/cp)	38.600
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	47.900
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	33.300
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	357
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	357
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	95.432
% sở hữu nước ngoài	19,5%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.569
Vốn hóa (tỷ đồng)	13.742
P/E trailing 12 tháng (lần)	10,7x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	3.607

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) 38.600

Giá mục tiêu (đồng/cp) 46.500

Chênh lệch: 20,0%

Khuyến nghị
MUA
TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG KHẢ QUAN TRONG DÀI HẠN Ở CÁC MẢNG KINH DOANH

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 **46.500 VNĐ/CP** (cao hơn 20,0% so với giá đóng cửa ngày 23/03/2023). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu QNS nhờ triển vọng khả quan ở các mảng kinh doanh của doanh nghiệp.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ:
► Mảng sữa đậu nành còn nhiều dư địa tăng trưởng (Chi tiết)

Động lực tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa đến từ (1) Các dòng sản phẩm dinh dưỡng từ thực vật mới được đưa ra thị trường và (2) Tăng trưởng nhu cầu sử dụng sữa đậu nành của người tiêu dùng nội địa. Trong đó, định hướng phát triển các sản phẩm dinh dưỡng lành mạnh từ thực vật trong thời gian tới của QNS khá khả quan nhờ xu hướng ăn uống ngày càng ưa chuộng các sản phẩm có nguồn gốc thực vật của người tiêu dùng, đặc biệt là ở thành thị. Nhu cầu sử dụng sữa đậu nành hộp giấy nội địa được dự báo đạt trên 320 triệu lít vào năm 2027F (CAGR = 2%/năm từ 2022 – 2027F). Dựa vào đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS tăng 3% yoy trong năm 2023F và CAGR = 2%/năm trong giai đoạn 2024 – 2027F.

► Mảng đường tiếp tục được hưởng lợi từ các biện pháp phòng vệ thương mại ngành đường của Nhà Nước (Chi tiết)

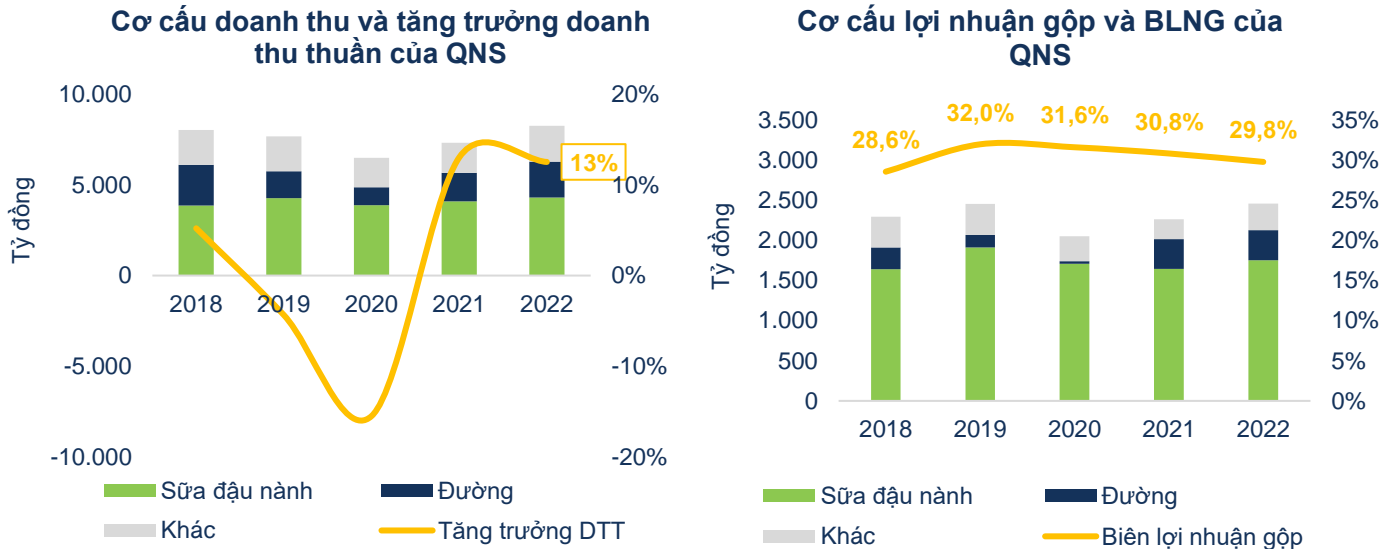
Nhờ thuế phòng vệ thương mại áp dụng lên đường Thái Lan (lần 1 vào T6/2021 và lần 2 vào T8/2022), QNS hưởng lợi đáng kể khi là doanh nghiệp sản xuất mía đường lớn thứ 2 cả nước. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ đường của QNS tăng 7% yoy trong năm 2023F và CAGR giai đoạn 2024 – 2027F đạt 5%/năm. Trong đó, động lực tăng trưởng đến từ việc QNS có thể giành thị phần phân phối đường cho các doanh nghiệp chế biến thực phẩm (sử dụng đường có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng, cao cấp) sau khi nguồn đường Thái Lan nhập khẩu chính ngạch đã bị áp thuế khiến giá nhập khẩu tăng cao.

► 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 – 2027F đạt 80 – 90% khi doanh nghiệp đã hoàn thành các dự án đầu tư lớn, tương ứng với tỉ suất cổ tức 7,8%.

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, giá đường trong nước chịu ảnh hưởng bởi giá đường Thái Lan nhập khẩu, phụ thuộc vào kết quả cạnh tranh mía tại nước này. Điều kiện thời tiết là yếu tố quan trọng quyết định sản lượng và năng suất tại các quốc gia trọng điểm kể trên và gián tiếp ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của QNS.

I. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TRIỂN VỌNG
1. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2022 CỦA QNS


Nguồn: QNS

Năm 2022, doanh thu thuần của QNS đạt 8.255 tỷ đồng (+12,5% yoy), lợi nhuận gộp đạt 2.459 tỷ đồng (+8,7% yoy). Trong đó, mảng sữa đậu nành (bao gồm thương hiệu Fami, Vinasoy) chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của QNS, lần lượt đạt 52% và 71% trong năm 2022. Mảng đường có mức tăng trưởng doanh thu cao nhất (+24,6% yoy), nhờ hưởng lợi từ các biện pháp bảo hộ của Nhà Nước giúp tăng sản lượng tiêu thụ đường nội địa và giá đường giữ ở mức cao.

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	%yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	7.335	8.255	12,5%	
<i>Sữa đậu nành</i>	4.091	4.305	5,2%	Mảng sữa: Tăng trưởng doanh thu nhờ tăng giá bán, trong khi sản lượng tiêu thụ sụt giảm. Cụ thể: <ul style="list-style-type: none"> ► Sản lượng tiêu thụ: 265 triệu lít, giảm 2% yoy do (1) Nhu cầu tiêu thụ yếu hơn và (2) Sản phẩm mới ra mắt năm 2022 chưa thâm nhập được thị trường. Thị phần sữa đậu nành hộp giấy của QNS năm 2022 đạt 87,8% (-1,3 đpt so với thị phần năm 2021), sụt giảm do áp lực cạnh tranh tăng cao khi các nhà máy sản xuất sữa đậu nành khác trên thị trường đã hoạt động bình thường trở lại sau thời gian chuỗi cung ứng bị đứt gãy bởi ảnh hưởng của dịch Covid-19 trong năm 2021. ► Giá bán trung bình: 16.244 đồng/lít (+7% yoy), công ty chủ động tăng giá bán trước áp lực chi phí nguyên liệu sản xuất: đậu nành nhập khẩu, bao bì,... đều tăng.
<i>Đường</i>	1.584	1.973	24,6%	Mảng đường: Doanh thu tăng trưởng mạnh trong xu thế phục hồi của ngành đường nội địa. Cụ thể: <ul style="list-style-type: none"> ► Sản lượng tiêu thụ đường: 130.000 tấn (+18% yoy), sản lượng tiêu thụ tăng nhờ (1) Tình hình sản xuất tích cực bởi thời tiết thuận lợi và vùng nguyên liệu được hồi phục khi giá đường tăng, giúp sản lượng mía đưa vào ép trong niên vụ 2021/22 đạt hơn 1,1 triệu tấn (+16% yoy), sản xuất được khoảng 112.000 tấn đường từ mía (+12% yoy) và (2) QNS được hưởng lợi nhờ chính sách phòng vệ thương mại để bảo hộ ngành đường, giúp các doanh nghiệp mía đường nội địa giành thị phần phân phối khi đường nhập khẩu bị hạn chế.

- **Giá bán trung bình:** ~15.200/kg (+5,6% yoy). Giá bán đường của QNS tăng nhờ (1) Giá đường tăng cao ở hầu hết các quốc gia trên toàn cầu do thâm hụt sản lượng dưới tác động của thời tiết bất lợi ảnh hưởng đến vụ mùa mía và (2) Do nguồn cung trong nước chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ, giá đường trong nước tăng mạnh theo xu hướng tăng của giá đường Thái Lan nhập khẩu sau áp thuế.

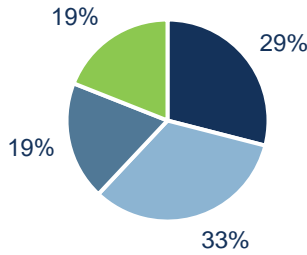
<i>Khác</i>	1.661	1.978	19,1%	Mảng khác: Tăng trưởng doanh thu nhờ sự tăng trưởng sản lượng tiêu thụ mạnh mẽ của mảng nha (+23% yoy), mảng nước khoáng (+13% yoy) và mảng bánh kẹo (+10% yoy).
Lợi nhuận gộp	2.262	2.459	8,7%	
<i>Sữa đậu nành</i>	1.646	1.752	6,5%	Mảng sữa: Lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành tăng trưởng 6,5% và tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 40,7%, tăng 0,5 đpt so với năm 2021. Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ nhờ giá bán trung bình tăng ~7% để bù đắp cho chi phí nguyên vật liệu đầu vào (đậu nành, đường, bao bì) ở mức cao.
<i>Đường</i>	372	375	0,8%	
<i>Khác</i>	245	332	35,8%	Mảng đường: Lợi nhuận gộp tăng trưởng nhẹ 0,8%, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 4,5 đpt so với năm 2021 do (1) Chi phí mía nguyên liệu đầu vào tăng ~10%, tăng mạnh hơn mức tăng của giá bán đường trong năm 2022 và (2) Tỷ lệ đường tinh luyện RE trong tổng lượng đường tiêu thụ tăng. Trong đó, đường RE có biên lãi gộp mỏng hơn do giá đường thô để sản xuất đường RE ở mức cao trong năm 2022 và hiệu suất hoạt động của dây chuyền tinh luyện thấp.
Doanh thu tài chính	143	191	33,7%	
Chi phí tài chính	66	84	26,3%	
Chi phí bán hàng	694	868	25,1%	
Chi phí QLDN	253	232	-8,1%	Chi phí bán hàng tăng 25,1% yoy do công ty gặp khó khăn trong việc đầu tư vào các chương trình bán hàng trong năm 2021 khi chịu ảnh hưởng của đại dịch Covid-19. Tuy nhiên, các hoạt động quảng cáo, bán hàng được đẩy mạnh trong năm 2022 khi dịch bệnh dần được kiểm soát.
LN từ HĐKD	1.392	1.466	5,3%	
LN khác	47	39	-15,9%	
LN trước thuế	1.439	1.505	4,6%	
LN sau thuế	1.254	1.287	2,6%	
Tỷ suất LNG	30,8%	29,8%	-1,0 đpt	
<i>Sữa đậu nành</i>	40,2%	40,7%	0,5 đpt	
<i>Đường</i>	23,5%	19,0%	-4,5 đpt	
<i>Khác</i>	14,7%	16,8%	2,1 đpt	
Tỷ suất LNST	17,1%	15,6%	-1,5 đpt	

Nguồn: BCTC QNS, FPTs tổng hợp và ước tính

2. TRIỂN VỌNG CÁC MẢNG KINH DOANH CỦA QNS

2.1. Mảng sữa đậu nành: Chi phí nguyên liệu tiếp tục giữ mức cao, tăng trưởng sản lượng khả quan trong dài hạn

- **BLNG mảng sữa giảm nhẹ do áp lực chi phí sản xuất tăng ~8,5% trong năm 2023**

Cơ cấu chi phí sản xuất sữa đậu nành QNS năm 2022


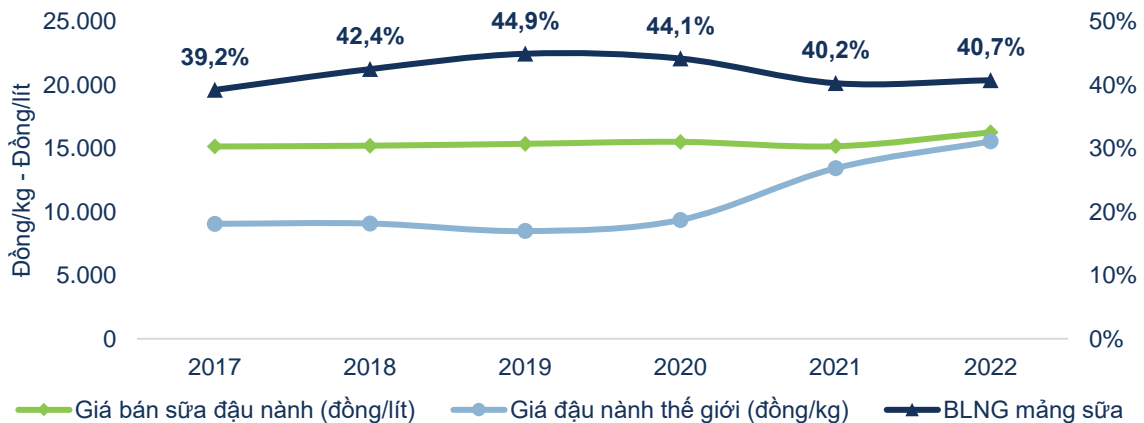
■ Đậu nành ■ Bao bì ■ Nhân công, Khấu hao ■ Đường, phụ gia khác

Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính

Các nguyên 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 và bao bì là những cấu phần quan trọng nhất và biến động giá có ảnh hưởng lớn nhất đến tổng chi phí sản xuất sữa đậu nành.

Đậu nành được doanh nghiệp nhập khẩu 75 – 80%, còn lại được thu hoạch từ vùng nguyên liệu trong nước. Giá nhập khẩu chịu ảnh hưởng bởi giá đậu nành thế giới. Giá đậu nành trung bình năm 2021 - 2022 dao động ở mức 580 – 680 USD/tấn, cao hơn ~60% giá trung bình giai đoạn 2017 - 2020. Giá đậu nành tăng mạnh từ đầu năm 2020 đến nay do nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu phục hồi. Xét về nguồn cung, sản lượng đậu nành toàn cầu bị thâm hụt bởi hiện tượng La Nina cực đại gây hạn hán trên diện rộng ở Argentina, Brazil, Hoa Kỳ - khu vực 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.

Năm 2022, doanh nghiệp đã chủ động tăng giá bán sữa ~7% trước đà tăng giá của đậu nành nhập khẩu, giúp BLNG mảng sữa cải thiện nhẹ +0,5 đpt yoy.

Biến động giá đậu nành nguyên liệu, giá bán sữa và BLNG mảng sữa của QNS


Nguồn: Indexmundi, QNS, FPTS tổng hợp
Giả định tỷ giá USD/VND là 23.000 đồng

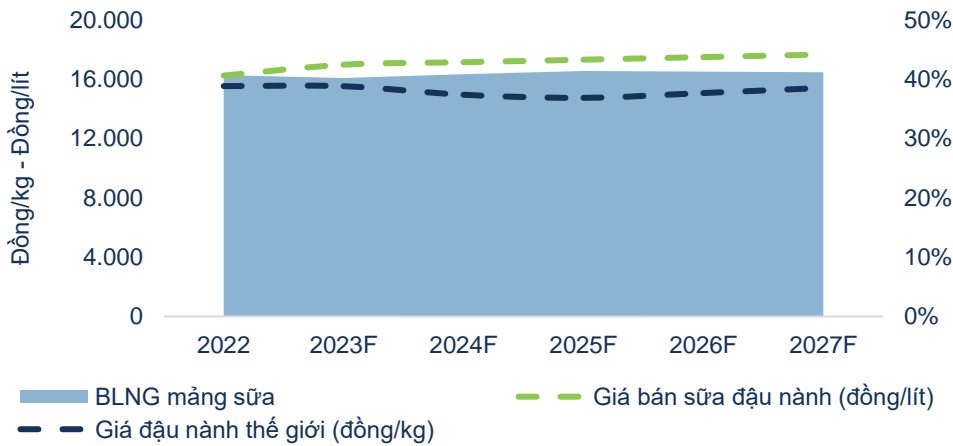
Năm 2023, chúng tôi ước tính tổng chi phí sản xuất sữa đậu nành của QNS tăng khoảng +8,5% yoy do sự tăng giá của nguyên liệu đậu nành và bao bì. Cụ thể, giá đậu nành nguyên liệu tăng 13,5% và giá bao bì giấy tăng 6%. Chi phí đậu nành năm 2023 chịu ảnh hưởng bởi diễn biến giá đậu nành ở nửa sau năm 2022 và đầu năm 2023 do đậu nành nguyên liệu thường được QNS đặt hàng và chốt giá với nhà cung cấp từ trước khi bước vào năm tài chính. Chúng tôi dự phóng giá đậu nành nguyên liệu năm 2023 của QNS tăng 13,5% yoy do giá đậu nành thế giới ở mức cao trong giai đoạn trên. Cụ thể, trong tháng 12/2022, mặc dù giá đậu nành thế giới đã giảm ~14% so với mức đỉnh 05 năm vào tháng 6/2022 nhưng vẫn cao hơn ~11% so với trung bình năm 2021.

Giá đậu nành dự kiến sẽ điều chỉnh trong năm 2023 nhờ triển vọng tăng sản lượng thu hoạch toàn cầu. Theo dự báo tháng 2/2023 của USDA, sản lượng đậu nành năm 2023 có thể đạt 383 triệu tấn (+7% yoy) nhờ sự phục hồi sản lượng +18% yoy của Brazil (quốc gia sản xuất và xuất khẩu đậu nành lớn nhất thế giới). Nguồn cung tăng lên sẽ được hấp thụ bởi Trung Quốc (tiêu thụ đậu nành lớn nhất thế giới, chiếm ~31% nhu cầu tiêu thụ đậu nành toàn

cầu) mở cửa sau thời gian dài thực hiện zero-Covid, do đó giá đậu nành chưa thể giảm mạnh ngay. World Bank dự báo giá đậu nành thế giới năm 2023 sẽ giảm ~4% về mức 650 USD/tấn. Như vậy, áp lực chi phí đậu nành đối với QNS có thể giảm nhẹ từ 2024 với các đơn đặt hàng và chốt giá từ 2023.

Từ những phân tích trên, chúng tôi ước tính BLNG mảng sữa đậu nành của QNS năm 2023F đạt 40,2% (-0,5 đpt yoy) với giả định doanh nghiệp tăng giá bán trung bình ~4,5% nhằm giảm bớt ảnh hưởng chi phí nguyên liệu lên BLNG. Trong năm 2024F, BLNG mảng sữa ước đạt 40,8% (+0,6 đpt yoy) khi áp lực tăng chi phí sản xuất giảm bớt nhờ nguồn đậu nành nhập khẩu giảm giá nhẹ từ năm 2023. Giai đoạn 2025 - 2027, chúng tôi giả định giá đậu nành nguyên liệu dao động từ 640 – 670 USD/tấn, BLNG mảng sữa đạt từ 41,0% - 41,4% nhờ việc tăng giá bán 1%/năm.

Dự phóng BLNG mảng sữa QNS



Nguồn: Indxmundi, World Bank, QNS, FPTs tổng hợp và ước tính
Giả định tỷ giá USD/VND là 23.000 đồng

► Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng trưởng 2,2%/năm trong giai đoạn 2022 – 2027F nhờ các sản phẩm mới ra mắt và nhu cầu sử dụng trong nước còn dư địa tăng trưởng (Quay lại)

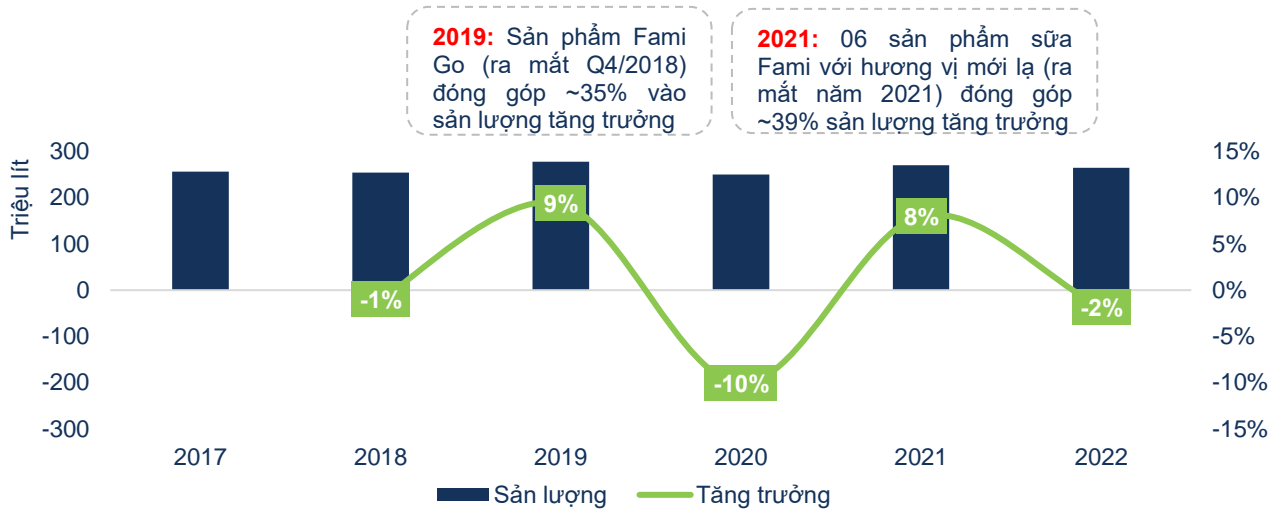
Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa của QNS tăng trưởng +3% yoy trong năm 2023 với kỳ vọng nhu cầu sử dụng sữa đậu nành cải thiện so với mức nền thấp của năm 2022 và sản phẩm sữa chua thực vật Veyo được tung ra năm 2022 phổ biến hơn với phần đông người tiêu dùng ở thị trường ngách. Trong giai đoạn 2024 – 2027F, chúng tôi đưa ra dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa của QNS đạt 2%/năm, động lực tăng trưởng đến từ (1) Các dòng sản phẩm mới được đưa ra thị trường và (2) Tăng trưởng nhu cầu sử dụng sữa đậu nành của người tiêu dùng nội địa.

Về các dòng sản phẩm mới, giữa năm 2023, công ty dự kiến ra mắt sản phẩm sữa đậu nành bổ sung chất xơ. Trong dài hạn, QNS có định hướng phát triển đa dạng các sản phẩm dinh dưỡng lành mạnh từ thực vật (ví dụ: thịt từ thực vật). Hiện nay, xu hướng ăn uống ưa chuộng các sản phẩm có nguồn gốc thực vật ngày càng phổ biến, đặc biệt là ở khu vực thành thị, do đó chúng tôi đánh giá khả năng triển vọng của các sản phẩm QNS sẽ ra mắt trong thời gian tới. Cụ thể, theo báo cáo của PWC kết hợp với Rabobank và Temasek, quy mô thị trường của các sản phẩm thực phẩm lành mạnh từ thực vật tại khu vực Đông Nam Á dự báo đạt 1,7 tỷ USD vào năm 2025 (+25% so với năm 2022). Tại Việt Nam, mặc dù xu hướng giảm tiêu thụ thực phẩm từ động vật vẫn ở mức thấp so với các quốc gia Đông Nam Á khác, nhưng tỉ lệ người Việt sẵn sàng chuyển đổi qua nhóm thực phẩm lành mạnh hơn từ thực vật hiện đã đạt ~50%. Trong mô hình định giá, chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng dựa trên kỳ vọng tích cực về xu hướng này tại thị trường nội địa. Do đó, dự phóng này cần được theo dõi và cập nhật thêm.

Các giai đoạn tăng trưởng của QNS gắn liền với sự ra mắt của các sản phẩm mới. Điển hình như năm 2019 và năm 2021, sản lượng tiêu thụ đạt mức tăng lần lượt 9% và 8% đều có sự đóng góp lớn của các dòng sữa mới được tung ra thị trường. Cụ thể, trong Q4/2018, QNS ra mắt sản phẩm Fami Go với đủ bốn nhóm chất đạm, bột, béo, vitamin, hướng đến đối tượng học sinh, sinh viên, người đi làm bận rộn không có thời gian ăn sáng. Sản phẩm nhanh chóng tiếp cận được người tiêu dùng và đóng góp ~35% vào sản lượng tăng trưởng trong năm 2019. Năm 2021, QNS tung ra 06 sản phẩm sữa đậu nành mới với nhiều hương vị sáng tạo: vị cà phê, phô mai, sữa dừa, đường đen, bạc hà, tàu hũ gừng – mục tiêu hướng tới người tiêu dùng có xu hướng thích trải nghiệm điều mới lạ, đặc biệt là giới trẻ. Các sản phẩm này đóng góp 39% vào sản lượng tiêu thụ tăng trưởng năm 2021 của QNS.

Năm 2022, sản lượng tiêu thụ sữa sệt giảm do sản phẩm mới ra mắt – sữa chua thực vật Veyo ở phân khúc khó cạnh tranh, mới chỉ đóng góp ~1,5% doanh thu mảng sữa trong năm 2022 và nhu cầu tiêu thụ chung ở thị trường nội địa yếu hơn.

Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành QNS từ 2017 - 2022

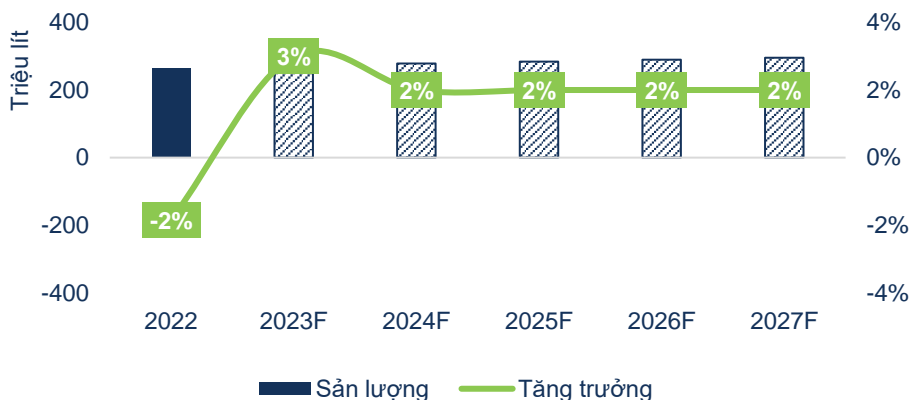


Nguồn: QNS

Đối với nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành của người Việt, theo Euromonitor, đến năm 2027F, Việt Nam sẽ tiêu thụ trên 320 triệu lít sữa đậu nành hộp giấy (sữa đậu nành tiệt trùng, uống liền, hạn sử dụng 06 tháng). Với giả định QNS tiếp tục giữ vững thị phần 80 – 90% tại thị trường sữa đậu nành hộp giấy nội địa, chúng tôi cho rằng QNS sẽ tiêu thụ khoảng 295 triệu lít sữa vào năm 2027F.

Từ những phân tích trên, chúng tôi tổng hợp dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS đến năm 2027F như biểu đồ dưới đây:

Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành QNS từ 2022 - 2027F



Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp và ước tính

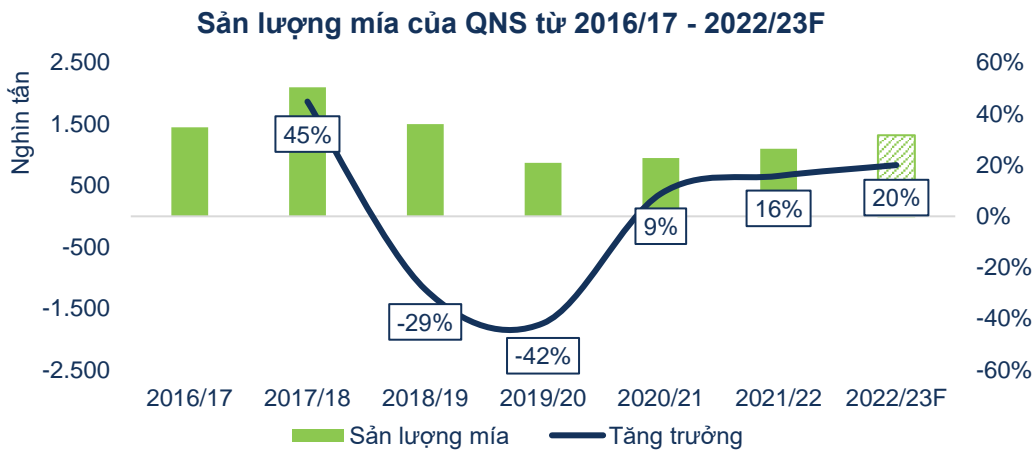
2.2. Mảng đường: Hưởng lợi từ các biện pháp phòng vệ thương mại ngành mía đường của Nhà Nước

► Sản lượng tiêu thụ đường kỳ vọng tăng trưởng 7% yoy trong năm 2023F nhờ sản xuất đường phục hồi và hưởng lợi từ chính sách phòng vệ thương mại ([Quay lại](#))

Tháng 8/2022, thuế CBPG & CTC được áp dụng lần 2 lên đường Thái Lan lần tránh thuế qua 05 nước ASEAN: Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar. Đường Thái Lan sau áp thuế có giá bán cao hơn đường sản xuất nội địa, giúp các doanh nghiệp giành lại thị phần phân phối từ đường nhập khẩu. Với vị thế là doanh nghiệp mía đường lớn thứ 2 cả nước, QNS được hưởng lợi đáng kể từ các biện pháp phòng vệ thương mại, sản lượng tiêu thụ đường QNS tăng 18% trong năm 2022, đạt 130.000 tấn. Ngoài ra, giá bán trung bình các loại đường cũng đạt mức tăng 5,6% yoy, cùng xu hướng tăng giá đường nội địa.

Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng mảng đường của QNS tăng trưởng khả quan khi tiếp tục được hưởng lợi từ biện pháp phòng vệ thương mại ngành đường. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ tăng 7% yoy từ mức nền cao của 2022, nhờ (1) Sản lượng mía thu hoạch dự kiến tăng 20% giúp tăng sản lượng sản xuất đường trắng RS¹ từ mía, (2) Sản xuất đường tinh luyện RE² cải thiện và (3) Triển vọng giành thị phần phân phối đường cho các doanh nghiệp chế biến thực phẩm công nghiệp khi đường nhập khẩu bị hạn chế.

Xét về hoạt động thu mua mía để sản xuất đường RS, niên vụ 2022/23, nhờ việc đầu tư, mở rộng vùng nguyên liệu và thời tiết thuận lợi giúp tăng năng suất mía, chúng tôi dự phóng sản lượng mía đạt ~1,3 triệu tấn (+20% yoy), thấp hơn mức dự báo của QNS (1,5 triệu tấn, +36% yoy) để đề phòng các rủi ro như: thời tiết không thuận lợi như kỳ vọng, cạnh tranh giá mua mía với các nhà máy đường khác khiến sản lượng mía thu được giảm,...



Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp

Hoạt động tinh luyện đường RE được kỳ vọng cải thiện hơn từ năm 2023 nhờ hạn ngạch nhập khẩu đường thô được phân bổ cho doanh nghiệp và giá đường RE trong nước ở mức cao. Cụ thể, dây chuyền tinh luyện đường RE từ đường thô của QNS chính thức đi vào sản xuất thương mại từ năm 2021. Tuy nhiên, giai đoạn đầu sản xuất đường RE chưa đem lại hiệu quả do nguồn cung đường thô Thái Lan bị áp thuế khiến giá nhập khẩu cao. Năm 2022, QNS chỉ nhập khẩu khoảng 4.800 tấn đường thô để tinh luyện, hiệu suất dây chuyền sản xuất thấp so với công suất tối đa là 200.000 tấn đường/năm. Tháng 12/2022, doanh nghiệp đã đấu giá và được Bộ Công Thương phân giao hạn ngạch nhập khẩu bổ sung 20.000 tấn đường thô (chiếm ~5% tổng lượng đường thô nhập khẩu của Việt Nam trong niên vụ 2021/22). Từ đó, QNS có thể nhập các đơn hàng đường thô từ Australia với thuế nhập khẩu ưu đãi trong hạn ngạch nhập khẩu là 0% (theo AANZFTA) với giá nhập khẩu ước tính thấp hơn ~15% so với giá đường thô nhập từ 05 nước ASEAN (chủ yếu là Thái Lan) sau áp thuế. Bên cạnh đó, giá đường RE nội địa tăng ~10% theo đà tăng giá đường nhập khẩu bị áp thuế phòng vệ thương mại cũng thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng sản xuất đường RE. Trong năm 2023, QNS dự kiến sản xuất 25.000 tấn đường RE (+421% so với sản lượng sản xuất đường RE năm 2022).

Xét về triển vọng đầu ra của các sản phẩm đường, nhờ quy mô sản xuất lớn thứ 2 cả nước, QNS có thể giành thị phần phân phối cho các doanh nghiệp chế biến thực phẩm công nghiệp - thường sử dụng đường tinh luyện cao cấp, có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng để sản xuất sau khi đường Thái Lan bị áp thuế (T8/2022). Ở kênh bán lẻ (các chợ đầu mối, cửa hàng tạp hóa truyền thống), doanh nghiệp vẫn gặp khó khăn do đối thủ cạnh tranh trực tiếp tại kênh này - đường lậu giá rẻ vẫn chưa được kiểm soát triệt để.

Về dài hạn, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ mảng đường đạt 5%/năm trong giai đoạn 2024F – 2027F, dựa vào các yếu tố:

(1) Tăng trưởng nhu cầu sử dụng đường nội địa đạt CAGR = 3%/năm trong giai đoạn 2023F – 2027F nhờ:

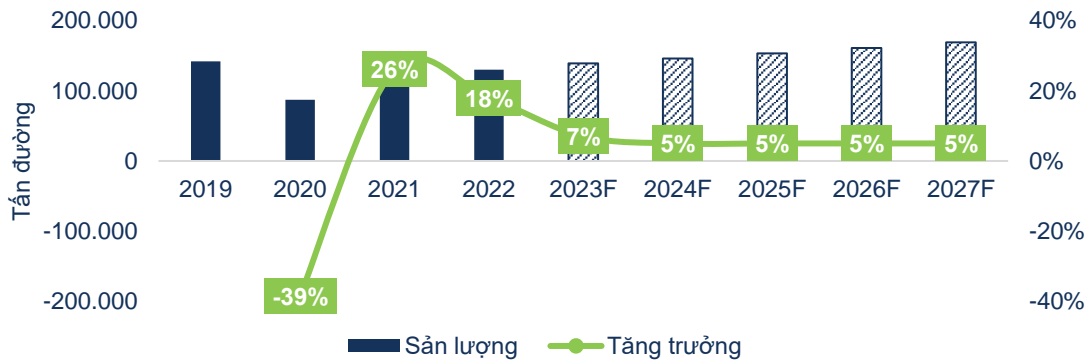
¹ **Đường trắng RS:** Sản phẩm thu được sau quá trình ép và chưng cất nước mía, đã loại bỏ nước, khoáng chất và các hợp chất có màu, thường được dùng trong chế biến thực phẩm cơ bản, tiêu dùng hàng ngày.

² **Đường tinh luyện RE:** Sản phẩm thu được sau quá trình tinh luyện đường thô, có độ tinh khiết và độ trắng cao hơn đường RS, dùng trong sản xuất thực phẩm công nghiệp, nước giải khát, sữa, bánh kẹo cao cấp,...

- Tốc độ tăng trưởng dân số trong thời kỳ được dự báo đạt 0,73%/năm, giảm 0,24 đpt so với giai đoạn 2007 – 2021 (theo Tổng cục Thống kê);
- Tăng trưởng tiêu thụ đường bình quân đầu người tại Việt Nam đạt 5%/năm (theo PwC). Tổng sản lượng tiêu thụ đường cả nước ước đạt trên 2,4 triệu tấn/năm vào năm 2027.

(2) Thuế CBPG & CTC có hiệu lực tới tháng 6/2026 tạo cơ hội trong dài hạn cho hoạt động phân phối các sản phẩm đường cao cấp với giá bán cao cho khách hàng chế biến thực phẩm công nghiệp.

Sản lượng tiêu thụ đường của QNS từ 2019 - 2027F



Nguồn: QNS, FPTs tổng hợp và ước tính

► **Giá đường trong nước dự báo giảm ~10% trong năm 2023 – BLNG mẫn cảm đường thu hẹp**

Sau khi đường Thái Lan bị áp thuế lần 2 (tháng 8/2022), giá đường RS nội địa đã tăng 10 – 15% theo đà tăng của giá đường nhập khẩu chính ngạch lên mức 19.000 – 20.000 đồng/kg trong nửa cuối năm 2022. Chúng tôi cho rằng giá đường sẽ điều chỉnh 5 – 10% trong năm 2023 về quanh mức 18.000 đồng/kg do triển vọng vụ mùa mía thuận lợi hơn tại Việt Nam và Thái Lan (quốc gia xuất khẩu đường đến Việt Nam nhiều nhất), giúp sản lượng đường tăng mạnh trong niên vụ 2022/23.

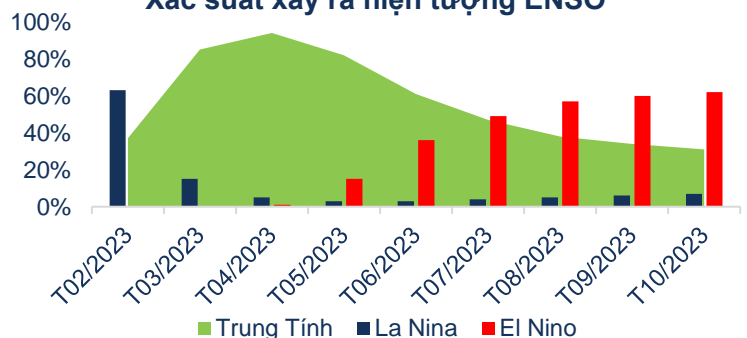
Giá đường RS nội địa từ 2018 - 2023F



Nguồn: VSSA, FPTs tổng hợp và ước tính

Triển vọng tăng trưởng sản lượng đường của Thái Lan và Việt Nam chủ yếu đến từ dự báo thời tiết sẽ thuận lợi hơn cho việc trồng trọt và thu hoạch mía trong năm 2023. Cụ thể, theo dự báo của CPC, trạng thái La Nina (gây mất mùa ở hiện tại) sẽ kết thúc trong năm 2023, sau đó chuyển sang trạng thái trung tính và El Nino. Như vậy, nửa sau của niên vụ 2022/23, thời tiết sẽ thuận lợi hơn cho canh tác và thu hoạch mía giúp tăng sản lượng sản xuất đường từ mía.

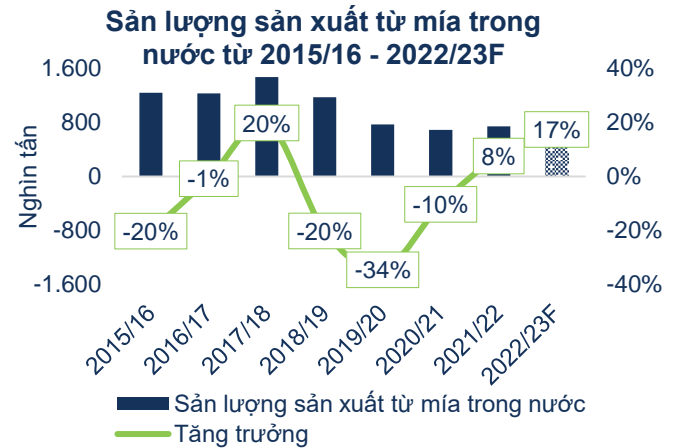
Xác suất xảy ra hiện tượng ENSO



Nguồn: CPC, FPTs tổng hợp

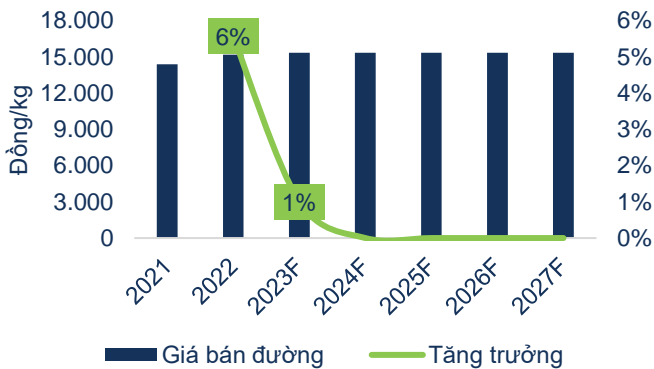
Theo dự báo của ISO, sản lượng đường của Thái Lan niên vụ 2022/23 có thể đạt 12 triệu tấn (+19% yoy). Với việc Thái Lan tăng sản lượng đường, chúng tôi cho rằng giá đường xuất khẩu của nước này sẽ giảm khoảng 5% yoy.

Theo dự báo của VSSA, sản lượng mía đưa vào chế biến trong niên vụ 2022/23 của Việt Nam là trên 8,76 triệu tấn và sản lượng đường từ mía đạt khoảng 871 nghìn tấn (+17% yoy) nhờ (1) Thời tiết chuyển sang trạng thái trung tính thuận lợi hơn cho canh tác mía, giúp tăng năng suất và tỉ lệ thu hồi đường, (2) Các biện pháp phòng vệ thương mại được áp dụng đối với đường có nguồn gốc xuất xứ từ Thái Lan giúp khôi phục diện tích vùng nguyên liệu mía và (3) Kể từ niên vụ 2020/21, các nhà máy đường đã tăng giá thu mua mía từ 10% – 15%, cao hơn 100.000 – 150.000 đồng/tấn so với các niên vụ trước, tạo động lực để nông dân tăng cường đầu tư canh tác cây mía thay vì chuyển sang các loại cây trồng khác.

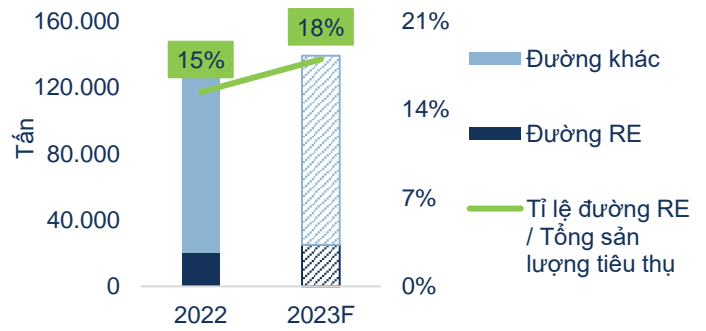


Trong trường hợp giá đường nội địa dự kiến điều chỉnh ~10%, chúng tôi dự phóng giá bán trung bình của QNS tăng nhẹ 1% trong năm 2023F, động lực tăng giá đến từ kỳ vọng tỷ lệ đường tinh luyện RE (giá bán cao hơn) trong tổng lượng đường tiêu thụ tăng ~3 đpt yoy. Trong dài hạn, chúng tôi giả định giá bán đường của QNS đi ngang so với năm 2023F.

Dự phóng giá bán đường của QNS

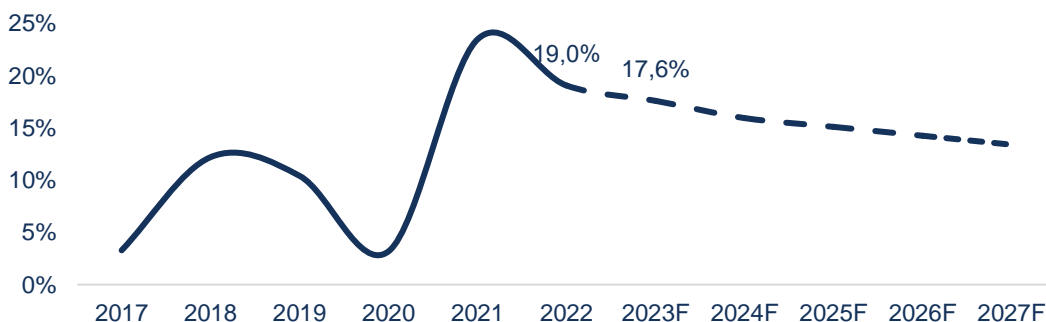


Sản lượng tiêu thụ QNS theo sản phẩm năm 2022 và 2023F



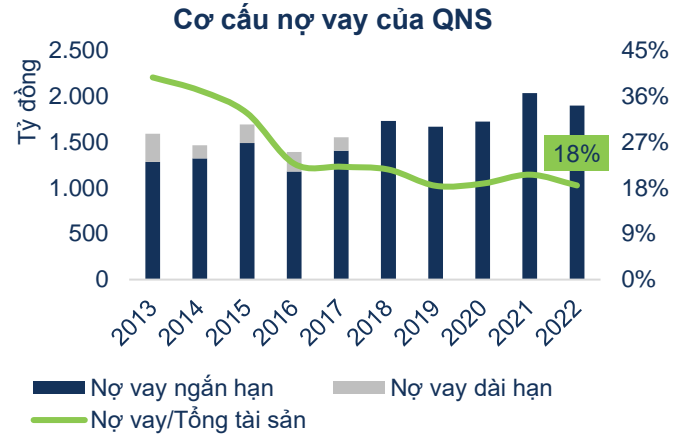
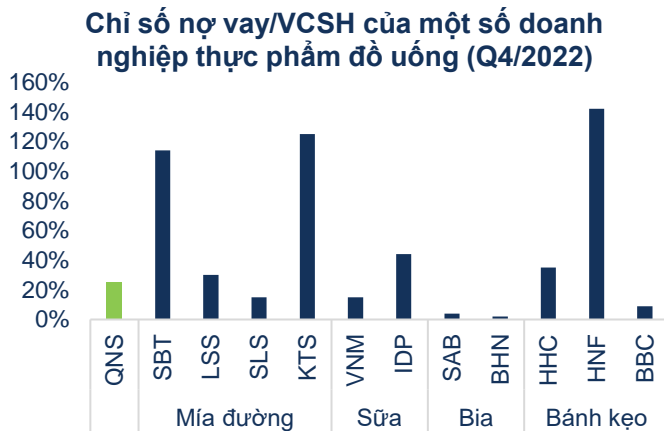
Chi phí nguyên liệu sản xuất đường ước tính tăng ~2%/năm do chi phí canh tác mía (máy móc, phân bón, thuốc trừ sâu,...) dự kiến tăng qua mỗi năm, nhà máy phải tăng giá thu mua mía từ nông dân để đảm bảo nông dân trồng mía có lãi và giữ diện tích vùng nguyên liệu. Do áp lực chi phí nguyên liệu tăng, BLNG mảng đường QNS giảm ~1,4 đpt trong năm 2023F so với mức 19,3% của năm 2022. Trong giai đoạn 2024F – 2027F, chúng tôi ước tính BLNG mảng đường trong khoảng từ 13 – 16%, giảm dần từ mức 19 – 23% của giai đoạn 2021 – 2022.

Dự phóng BLNG mảng đường QNS



II. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Cơ cấu tài chính lành mạnh, không còn nợ vay dài hạn



Nguồn: BCTC các DN, FPTIS 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 Q4/2022, tỷ lệ nợ vay/VCSH của QNS là 25%, thấp hơn mức trung bình của các doanh nghiệp niêm yết ngành đường ~62% và các doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống khác ~36%.

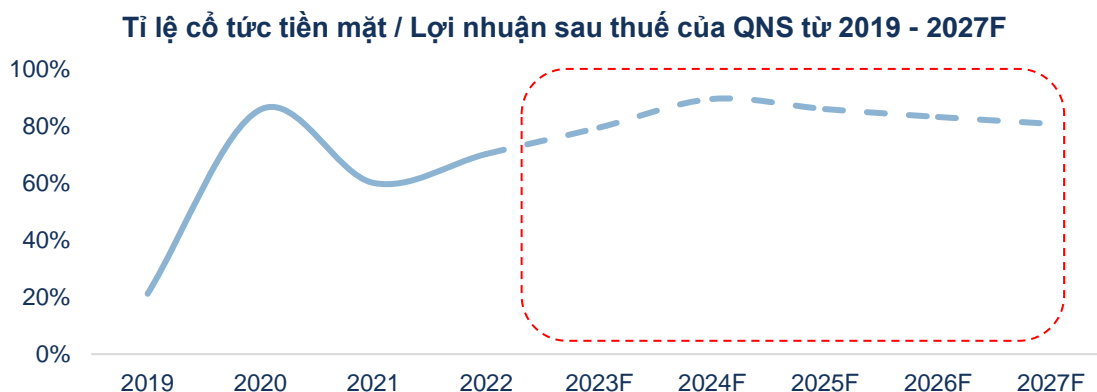
Do đặc thù ngành mía đường sản xuất trong 06 tháng và tiêu thụ trong những tháng còn lại, nợ vay của QNS chủ yếu là nợ ngắn hạn phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động (thu mua nguyên liệu, hỗ trợ vốn cho nông dân trồng mía,...). Tỷ trọng nợ vay dài hạn / Tổng tài sản của QNS luôn ở mức thấp nhờ QNS ưu tiên nguồn vốn tự có kể cả trong các giai đoạn có các dự án lớn như dự án xây dựng nhà máy điện sinh khối (tổng mức đầu tư ~1.900 tỷ đồng), dự án 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 được sử dụng để 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 tự có.

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. Với giả định QNS không có các dự án đầu tư lớn mới trong giai đoạn dự phóng 2023 – 2027F, chúng tôi kỳ vọng QNS có khả năng duy trì tỉ lệ cổ tức tiền mặt / lợi nhuận sau thuế từ 80 – 90%.



Nguồn: QNS, FPTIS 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 – 2027F như sau:

Chỉ tiêu	Giả định
----------	----------

Mảng sữa đậu nành

Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành

Năm 2023, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành QNS tăng trưởng +3% yoy, đạt ~273 triệu lít nhờ nhu cầu sử dụng sữa đậu nành phục hồi từ mức nền thấp của năm 2022, sản phẩm đưa ra thị trường trong năm 2022 dần tiếp cận được phần đông người tiêu dùng và sản phẩm mới tung ra thị trường trong năm 2023 cũng sẽ góp phần cho sản lượng tăng trưởng. Trong giai đoạn 2024 – 2027F, chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa của QNS đạt 2%/năm.

Giá bán sữa đậu nành

Chúng tôi ước tính giá bán sữa đậu nành của QNS trong năm 2023 đạt trung bình ~17.000 đồng/lít (+4,5% yoy). Doanh nghiệp chủ động tăng giá bán trước áp lực chi phí nguyên liệu sản xuất tăng ~8,5% yoy, giúp BLNG mảng sữa không quá biến động, ước đạt 40,2% (-0,5 đpt yoy). Trong giai đoạn 2024 – 2027F, chúng tôi giả định giá bán tăng trưởng với CAGR = 1%/năm.

Mảng đường

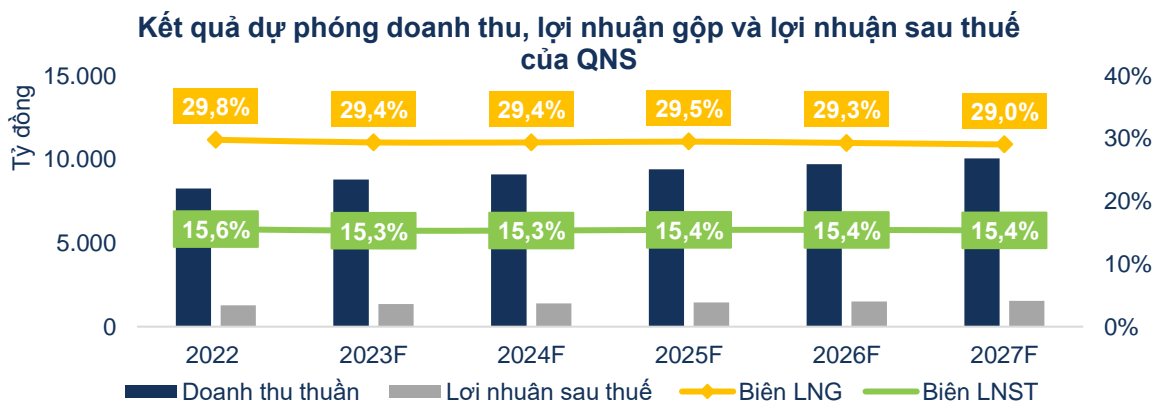
Sản lượng tiêu thụ đường

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ đường tăng 7% trong năm 2023 với kỳ vọng mảng đường QNS tiếp tục được hưởng lợi từ biện pháp phòng vệ thương mại ngành đường, doanh nghiệp có thể giành thị phần phân phối cho các khách hàng chế biến thực phẩm công nghiệp từ đường nhập khẩu. Về dài hạn, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ mảng đường đạt 5%/năm trong giai đoạn 2024F – 2027F.

Giá bán đường

Với giả định giá đường nội địa ngang trong năm 2023, chúng tôi dự phóng giá bán trung bình của QNS tăng nhẹ 1%, động lực tăng giá đến từ kỳ vọng tỷ lệ đường tinh luyện RE với giá bán cao trong tổng lượng đường tiêu thụ tăng ~3 đpt yoy. Trong dài hạn, chúng tôi giả định giá bán đường của QNS không quá biến động.

Từ những cập nhật giả định và dự phóng các mảng sản phẩm như trên, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của QNS giai đoạn 2022–2027F như sau:



Nguồn: QNS, FPTS tổng hợp và ước tính

VII. 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 46.500 đồng/CP, cao hơn 20,0% so với giá đóng cửa ngày 23/03/2022. 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	46.500	
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	44.635	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	48.281	50%

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC	11,16%	Phần bù rủi ro	11,48%
Chi phí sử dụng nợ	4,23%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,62
Chi phí sử dụng VCSH	13,08%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	4,40%	Thời gian dự phóng	5 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (VNĐ)	19.095.902.290.256
(+) Tiền mặt	33.465.707.896
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	1.895.895.232.086
Giá trị vốn chủ sở hữu	17.233.472.766.066
Số cổ phiếu lưu hành	356.939.955.000
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	48.281

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại dòng tiền vốn chủ sở hữu	15.932.075.616.571
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	44.635

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	8.255.004	8.800.534	9.096.845	9.404.102
- Giá vốn hàng bán	5.796.078	6.215.989	6.425.500	6.629.883
Lợi nhuận gộp	2.458.926	2.584.546	2.671.345	2.774.219
- Chi phí bán hàng	868.297	894.346	908.587	947.190
- Chi phí quản lí DN	232.062	245.766	267.376	288.167
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.358.566	1.444.434	1.495.382	1.538.863
- (Lỗ)/lãi HĐTC	274.765	129.467	144.949	163.275
- Lợi nhuận khác	39.437	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	1.672.768	1.573.901	1.640.331	1.702.139
- Chi phí lãi vay	83.170	84.616	82.439	80.757
Lợi nhuận trước thuế	1.505.323	1.573.901	1.640.331	1.702.139
- Thuế TNDN	218.682	227.581	246.149	251.046
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	1.286.744	1.346.320	1.394.182	1.451.093
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST của cổ đông CT Mẹ	1.286.744	1.346.320	1.394.182	1.451.093
EPS (VND)	3.605	3.734	3.867	4.025
EBITDA	2.162.300	2.064.943	2.136.034	2.201.332
Khấu hao	489.531	491.042	495.703	499.194
Tăng trưởng doanh thu	13%	7%	3%	3%
Tăng trưởng LN HĐKD	-58%	6%	4%	3%
Tăng trưởng EBIT	-52%	-6%	4%	4%
Tăng trưởng EPS	-12%	4%	4%	4%
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29,8%	29,4%	29,4%	29,5%
Tỷ suất LNST	15,6%	15,3%	15,3%	14,3%
ROE DuPont	17,7%	17,7%	17,9%	18,2%
ROA DuPont	12,8%	13,0%	13,2%	13,6%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	20,3%	17,9%	18,0%	18,1%
LNST/LNTT	85,5%	85,5%	85,0%	85,3%
LNTT / EBIT	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	82,0%	84,8%	86,4%	88,1%
Đòn bẩy tài chính	138,3%	136,6%	135,1%	134,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023F	2024F	2025F
Số ngày phải thu	5,44	4,35	4,35	4,35
Số ngày tồn kho	55,61	55,19	55,19	55,19
Số ngày phải trả	20,94	20,81	20,81	20,81
Thời gian luân chuyển tiền	40,10	38,73	38,73	38,73
COGS / Hàng tồn kho	(6,12)	6,62	6,62	6,62

CĐKT	2022	2023F	2024F	2025F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	202.619	963.058	1.409.554	1.964.010
+ Đầu tư TC ngắn hạn	4.296.000	4.296.000	4.296.000	4.296.000
+ Các khoản phải thu	587.209	442.918	456.822	471.240
+ Hàng tồn kho	947.251	939.245	970.861	1.001.665
+ Tài sản ngắn hạn khác	57.230	57.380	57.461	57.546
Tổng tài sản ngắn hạn	6.090.309	6.698.601	7.190.699	7.790.462
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	9.054.223	9.156.874	9.252.391	9.351.134
+ Khấu hao lũy kế	(5.148.569)	(5.635.245)	(6.127.960)	(6.627.154)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	3.905.654	3.521.629	3.124.431	2.723.981
+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	229.090	229.090	229.090	229.090
+ Xây dựng cơ bản dở dang	33.081	31.864	31.864	31.864
Tổng tài sản dài hạn	4.176.156	3.786.028	3.385.842	2.985.391
Tổng Tài sản	10.266.464	10.484.629	10.576.540	10.775.853
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	478.928	501.647	518.537	536.051
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.895.895	1.864.797	1.799.140	1.790.068
+ Quỹ khen thưởng	72.754	13.463	13.942	14.511
Nợ ngắn hạn	2.750.044	2.747.202	2.708.164	2.720.184
+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
+ Phải trả dài hạn khác	10.510	10.510	10.510	10.510
Nợ dài hạn	51.541	10.510	10.510	10.510
Tổng nợ	2.801.585	2.757.713	2.718.674	2.730.695
+ Thặng dư	353.500	353.500	353.500	353.500
+ Vốn điều lệ	3.569.400	3.569.400	3.569.400	3.569.400
+ LN chưa phân phối	3.700.664	3.895.385	3.956.626	4.071.363
Vốn chủ sở hữu	7.464.879	7.726.916	7.857.866	8.045.158
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	10.266.464	10.484.629	10.576.540	10.775.853
Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền đầu năm	178.882	202.619	963.058	1.409.554
Lợi nhuận sau thuế	1.505.323	1.346.320	1.394.182	1.451.093
+ Khấu hao	489.531	491.042	495.703	499.194
+ Điều chỉnh	(334.166)	(113.934)	(13.545)	(14.026)
+ Thay đổi vốn lưu động	(276.394)	239.844	(19.381)	(24.699)

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023F	2024F	2025F
CS thanh toán hiện hành	2,21	2,44	2,66	2,86
CS thanh toán nhanh	1,87	2,10	2,30	2,50
CS thanh toán tiền mặt	1,64	1,91	2,11	2,30
Nợ / Tài sản	0,18	0,18	0,17	0,17
Nợ / Vốn CSH	0,25	0,24	0,23	0,22
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,25	0,24	0,23	0,22
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	20,11	18,60	19,90	21,08

Tiền từ hoạt động KD	1.385.226	1.963.272	1.856.959	1.911.561
+ Thanh lý tài sản cố định	-	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(101.793)	(100.915)	(95.517)	(98.743)
+ Tăng (giảm) đầu tư	(373.000)	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	153.043	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(321.679)	(100.915)	(95.517)	(98.743)
+ Cổ tức đã trả	(904.249)	(1.070.820)	(1.249.290)	(1.249.290)
+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(31.099)	(65.656)	(9.072)
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	-	-
+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	(1.040.641)	(1.101.919)	(1.314.946)	(1.258.362)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	22.905	760.439	446.496	554.456
Tiền cuối năm	202.619	963.058	1.409.554	1.964.010

Triệu VNĐ

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 10 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, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 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