

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



KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 60.000 đồng/cp

Giá hiện tại (ngày 3/6/2022): 46.000 đồng/cp

Phạm Huyền Trang

trangph@ssi.com.vn

+84 24 3936 6321 ext. 8712

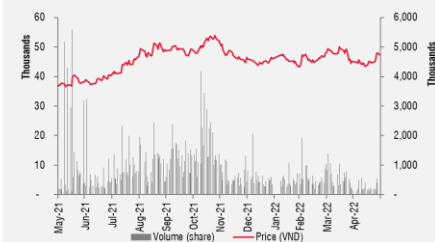
Ngày 03/06/2022

NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	730
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	16.919
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	357
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	58/38,8
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	499.421
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	1,04
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	24,03
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	18,89
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

Biến 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 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 Bia, Đồ uống, Bánh kẹo.

Biên lợi nhuận mảng sữa đậu nành vẫn chịu áp lực mặc dù sản lượng tăng trưởng tích cực

Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu QNS, nhưng hạ giá mục tiêu 1 năm xuống 60.000 đồng/cp từ 61.000 đồng/cp, do điều chỉnh giảm nhẹ ước tính lợi nhuận ròng. Trong ngắn hạn, quyết định cuối cùng về các biện pháp thuế quan chống trốn thuế đối với đường Thái Lan sẽ được công bố vào cuối tháng 7 (do Bộ Công Thương kéo dài thời gian điều tra) và giá đường thế giới duy trì ở mức cao sẽ là yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu. Trong giai đoạn 2022-2023, chúng tôi ước tính QNS sẽ đạt mức tăng trưởng hai con số đối với lợi nhuận ròng nhờ: (i) giá bán và sản lượng đường quay trở lại chu kỳ tăng trưởng; và (ii) ra mắt các sản phẩm mới từ sữa đậu nành trong quý II/2022.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị: Nhu cầu đối với các sản phẩm của QNS thấp hơn dự kiến, giá đậu nành cao hơn dự kiến/sản lượng đường RE thấp hơn dự kiến.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	8.031	7.681	6.490	7.335	8.801	9.984
Lợi nhuận ròng	1.240	1.292	1.053	1.242	1.409	1.635
Tăng trưởng	20,8%	4,1%	-18,5%	17,9%	13,5%	16,0%
ROE	25,2%	21,9%	16,1%	18,1%	19,6%	21,9%
Tỷ suất cổ tức	4,3%	11,1%	6,5%	6,3%	N.a	N.a
Tổng tài sản	8.002	9.048	9.150	9.876	10.658	11.377
Nợ ròng	-390	-1.210	-1.338	-2.070	-2.511	-3.258
Debt/Equity	0,32	0,26	0,26	0,29	0,34	0,37

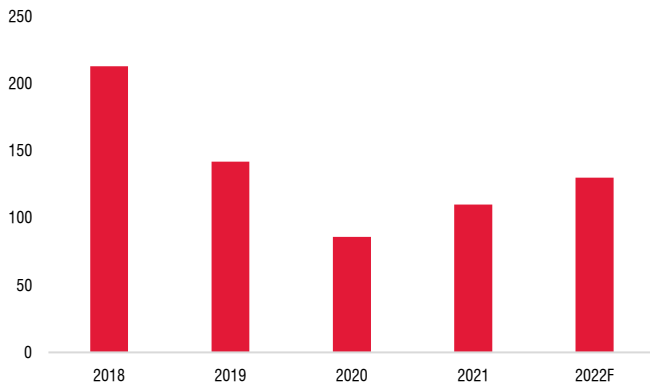
Nguồn: Công ty, SSI ước tính

- Trong quý I/2022, QNS đạt doanh thu và LNST lần lượt là 1,8 nghìn tỷ đồng (+10,6% so với cùng kỳ) và 176 tỷ đồng (+9,4% so với cùng kỳ). LNST thấp hơn một chút so với ước tính của chúng tôi do chi phí bán hàng tăng mạnh (+40,4% so với cùng kỳ), khi công ty chuẩn bị cho việc ra mắt các sản phẩm mới trong tháng 4/2022, cũng như chịu thuế suất thuế TNDN cao hơn.
- Doanh thu từ đường đạt 415 tỷ đồng (+2% so với cùng kỳ). Mặc dù sản lượng giảm 16% so với cùng kỳ, nhưng giá bán bình quân cao hơn giúp duy trì doanh thu. Theo công ty, trong bối cảnh giá đường tăng cao, mảng đường của QNS tiếp tục đối mặt với sự cạnh tranh mạnh mẽ từ đường nhập lậu cũng như đường từ các nước ASEAN khác. Điều này một phần khiến sản lượng tiêu thụ trong quý 1 chững lại. Mảng đường ghi nhận 38 tỷ đồng LNTT (so với 41 tỷ đồng trong Q1/2021). Mảng điện sinh khối ghi nhận 154 tỷ đồng doanh thu (+12% so với cùng kỳ) nhờ sản lượng điện cao hơn đạt 101 triệu kWh (+12% so với cùng kỳ) và 8 tỷ đồng LNTT trong quý I/2022. Đáng chú ý, giá bán điện sinh khối của QNS vẫn ở mức 7 cent/kWh, công ty dự kiến mức giá mới là 8,4 cent/kWh sẽ được chốt vào cuối năm nay.
- Sản lượng sữa đậu nành đạt 53 triệu lít (+16% so với cùng kỳ), doanh thu đạt 892 tỷ đồng (+23% so với cùng kỳ). Đáng chú ý trong quý I/2022, công ty đã tăng giá bán bình quân khoảng 5%-6% để bù đắp một phần chi phí đầu vào tăng cao. Theo Bloomberg, giá đậu nành vẫn neo ở mức cao (+20% so với cùng kỳ). Trong khi đó, đậu nành và đường tổng cộng chiếm khoảng 35%-40% giá vốn hàng bán. Biên lợi nhuận gộp trong quý I/2022 đạt 40,1%, giảm 170 điểm cơ bản so với quý I/2021. LNTT của mảng sữa đậu nành đạt 118 tỷ đồng (+8% so với cùng kỳ). Theo AC Nielsen, mức tiêu thụ sữa tăng 0,1% trong quý I/2022, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng doanh thu của Vinasoy (+23% so với cùng kỳ). Tăng trưởng doanh thu của Vinasoy cũng cao hơn so với các công ty cùng ngành như VNM (+3%), MCM (+8,4%) và IDP (+10,4%) trong quý I/2022. Công ty ra mắt sản phẩm sữa chua uống làm từ đậu nành (bao gồm 4 SKU) trong tháng 4/2022. Đây là sữa chua uống làm từ đậu nành và các loại hạt đầu tiên tại Việt Nam cho đến thời điểm hiện tại và nhận được phản hồi tích cực từ khách hàng. Công ty vẫn chưa đưa ra mục tiêu doanh thu cho dòng sản phẩm này trong năm 2022.
- Các mảng hoạt động khác đạt 562 tỷ đồng doanh thu (+1,4% so với cùng kỳ). Ngoại trừ mảng bia, các mảng kinh doanh khác bao gồm nước khoáng và bánh kẹo đều có dấu hiệu phục hồi, với mức tăng trưởng doanh thu lần lượt là 9% và 3% so với cùng kỳ.

Ước tính lợi nhuận

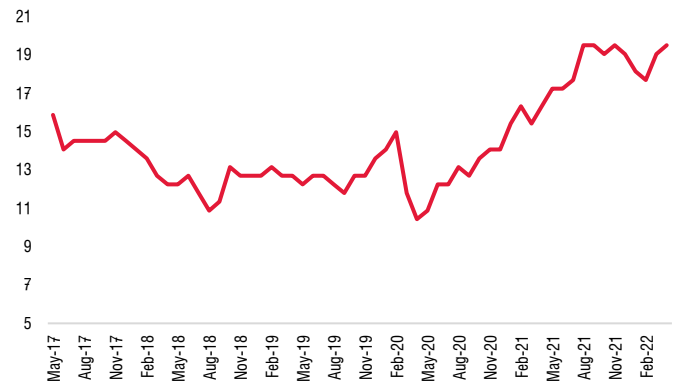
Chúng tôi ước tính QNS sẽ đạt 8,8 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (+20% so với cùng kỳ) và 1,4 nghìn tỷ đồng LNST (+13,5% so với cùng kỳ) trong năm 2022. Tăng trưởng doanh thu sẽ được thúc đẩy bởi 3 yếu tố bao gồm: (1) sản lượng đường cao hơn (đường RS tăng 18% so với cùng kỳ và đường RE đạt 35 nghìn tấn); (2) doanh thu sữa đậu nành tăng 14,5% so với cùng kỳ (sản lượng tăng 9%); và (3) doanh thu từ các mảng khác phục hồi 10% so với cùng kỳ. Theo đó, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 1 năm cho cổ phiếu QNS là **60.000 đồng/cp**, dựa trên P/E mục tiêu là 13x. Với tiềm năng tăng giá là 30.2%, chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu.

Sản lượng đường của QNS (nghìn tấn)



Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Giá đường (cent/lb)



Nguồn: Indexmundi

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2020	2021	2022F	2023F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	422	179	53	641
+ Đầu tư ngắn hạn	2.639	3.923	4.923	5.423
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	264	386	463	525
+ Hàng tồn kho	844	816	862	841
+ Tài sản ngắn hạn khác	19	19	23	26
Tổng tài sản ngắn hạn	4.188	5.323	6.486	7.457
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	1	1	1
+ GTCL Tài sản cố định	3.807	4.285	3.495	3.079
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	928	47	409	536
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	227	220	266	303
Tổng tài sản dài hạn	4.963	4.552	4.172	3.920
Tổng tài sản	9.150	9.876	10.658	11.377
+ Nợ ngắn hạn	2.517	2.721	3.301	3.758
Trong đó: vay ngắn hạn	1.723	2.032	2.465	2.806
+ Nợ dài hạn	28	71	86	97
Trong đó: vay dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	2.545	2.792	3.386	3.855
+ Vốn góp	3.569	3.569	3.569	3.569
+ Thặng dư vốn cổ phần	353	353	353	353
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.910	3.357	3.499	3.859
+ Quý khác	-228	-196	-151	-99
Vốn chủ sở hữu	6.605	7.083	7.272	7.683
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	9.150	9.876	10.658	11.538
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.108	1.478	1.067	1.872
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-56	-1.276	-420	-420
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-845	-445	-773	-864
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	207	-243	-126	588
Tiền đầu kỳ	215	422	179	53
Tiền cuối kỳ	422	179	53	641
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,66	1,96	1,97	1,98
Hệ số thanh toán nhanh	1,32	1,65	1,7	1,75
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,22	1,51	1,51	1,61
Nợ ròng / EBITDA	-1,59	-2,09	-2,11	-2,36
Khả năng thanh toán lãi vay	18,83	22,67	18,72	18,51
Ngày phải thu	4	4,5	4,5	4,7
Ngày phải trả	35,8	26,8	23,9	24,6
Ngày tồn kho	61,9	59,6	49,7	44,3
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,72	0,72	0,68	0,67
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,28	0,28	0,32	0,33
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,39	0,39	0,47	0,5
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,26	0,29	0,34	0,37
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,26	0,29	0,34	0,37

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Tỷ đồng	2020	2021	2022F	2023F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	6.490	7.335	8.801	9.984
Giá vốn hàng bán	-4.438	-5.080	-6.162	-7.015
Lợi nhuận gộp	2.051	2.255	2.638	2.969
Doanh thu hoạt động tài chính	142	143	148	156
Chi phí tài chính	-72	-66	-90	-106
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-654	-693	-847	-883
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-234	-257	-308	-349
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.233	1.381	1.541	1.787
Thu nhập khác	33	46	56	63
Lợi nhuận trước thuế	1.266	1.428	1.597	1.850
Lợi nhuận ròng	1.053	1.242	1.409	1.635
Lợi nhuận chia cho cổ đông	1.053	1.242	1.409	1.635
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	3.451	4.078	4.625	5.366
Giá trị sổ sách (VND)	21.915	23.501	24.126	25.492
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.500	2.500	N.a	N.a
EBIT	1.337	1.494	1.687	1.956
EBITDA	1.809	1.968	2.373	2.665
Tăng trưởng				
Doanh thu	-15,5%	13,0%	20,0%	13,5%
EBITDA	-13,8%	8,8%	20,6%	12,3%
EBIT	-17,4%	11,7%	13,0%	15,9%
Lợi nhuận ròng	-18,5%	17,9%	13,5%	16,0%
Vốn chủ sở hữu	2,1%	7,2%	2,7%	5,7%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	1,1%	7,9%	7,9%	6,7%
Định giá				
PE	11,2	11,7	10,2	8,8
PB	1,8	2	2	1,9
Giá/Doanh thu				
Tỷ suất cổ tức	6,50%	6,30%	N.a	N.a
EV/EBITDA	3,8	3,5	2,9	2,6
EV/Doanh thu	1,1	0,9	0,8	0,7
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	31,6%	30,7%	30,0%	29,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	18,3%	19,7%	18,4%	18,8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	16,2%	16,9%	16,0%	16,4%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	10,1%	9,4%	9,6%	8,8%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%
ROE	16,1%	18,1%	19,6%	21,9%
ROA	11,6%	13,1%	13,7%	14,8%
ROIC	13,5%	14,9%	15,8%	17,1%

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.

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.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. 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

Phó Giám đốc
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô
trinhthv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư
quyenlbn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhntk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Phân tích Ngành Đường

Phạm Huyền Trang
Phó Giám đốc
trangph@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8712

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715