

01/08/2024

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	58,500
Giá hiện tại	48,800
Tiềm năng tăng/giảm	20%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

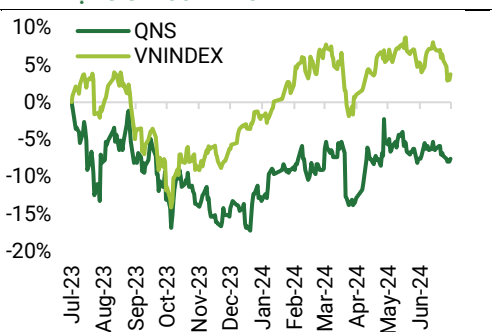
CP đang lưu hành (triệu)	356.94
Free float (triệu)	294.12
Vốn hóa (tỷ VND)	17,978.36
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	809,334
Sở hữu nước ngoài (%)	14.67%
Ngày niêm yết đầu tiên	20/12/2016

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Thành Phát Trade JSC	15.56%
Võ Thành Đàng	8.69%
Foremost Worldwide Limited	4.97%
Khác	70.78%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	6,666
BVPS (VND)	24,144
Nợ/VCSH	28.10%
ROA (%)	18.90%
ROE (%)	27.88%
P/E	6.79
P/B	1.71
Tỷ suất cổ tức (%)	8.20%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (UPCOM: QNS) chuyên chế biến đường, mật, thực phẩm, đồ uống; sản xuất và kinh doanh nước khoáng và kinh doanh thương mại. Công ty là doanh nghiệp dẫn đầu trong phân khúc sữa đậu nành với thị phần là 88.6% với nhà máy sữa đậu nành Vinasoy có tổng công suất là 390 triệu lít/năm. Ngoài ra, nhà máy Bia Dung Quất của Công ty có công suất lên đến 100 triệu lít/năm và nhà máy đường An Khê có công suất 18,000 tấn mía/ngày.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa
hoaduong@phs.vn

MẢNG SỮA ĐẬU NÀNH DẦN LẤY LẠI PHONG ĐỘ

- Triển vọng mảng sữa hồi phục với tốc độ chậm, bù đắp sự sụt giảm của mảng đường.
- Biên lợi nhuận gộp mảng sữa dự kiến mở rộng từ 2H2024 nhờ hưởng lợi từ giá đậu nành neo ở mức thấp, tiêu thụ sữa hồi phục và sự đóng góp của sản phẩm sữa hạt mới ra mắt ở phân khúc cao hơn.
- Cho năm 2024F, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST đạt lần lượt 10,165 tỷ đồng (+1.4% YoY) và 2,202 tỷ đồng (+0.9% YoY), lần lượt vượt 29.4% và 69.4% so với kế hoạch kinh doanh 2024 của QNS.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với QNS tại mức giá hợp lý là 58,500 VND/cổ phiếu với mức tăng giá tiềm năng là 20%.

Cập nhật KQKD Q2.2024

Kết thúc Q2.2024, QNS ghi nhận KQKD sụt giảm nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái, với doanh thu thuần giảm 10.5% YoY đạt 2,820 tỷ đồng và LNST giảm 3.1% YoY đạt 690 tỷ đồng. Doanh thu mảng đường sụt giảm còn 1,060 tỷ đồng (-5.7% QoQ, -28.1% YoY) do sản lượng sụt giảm nhẹ dù giá đường nội địa trong Quý 2 vẫn neo cao hơn so với cùng kỳ (+1.5% YoY). Trong khi đó, doanh thu mảng sữa đậu nành chứng kiến sự hồi phục tích cực, đạt 1,185 tỷ đồng (+50.1% QoQ, +2.0% YoY).

Lũy kế 6T2024, QNS ghi nhận doanh thu thuần tăng 1.2% YoY đạt 5,342 tỷ đồng và LNST tăng 18.8% YoY đạt 1,222 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 59% kế hoạch doanh thu và 94% kế hoạch lợi nhuận năm 2024.

Dự báo KQKD 2024F và 2025F

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và LNST của QNS vào năm 2024F sẽ lần lượt đạt 10,165 tỷ đồng (+1.4% YoY) và 2,202 tỷ đồng (+0.9% YoY), lần lượt vượt 29.4% và 69.4% so với kế hoạch kinh doanh 2024 của QNS. Trong đó, doanh thu mảng sữa dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng cho QNS với tỷ trọng mảng sữa/đường trong cơ cấu doanh thu đạt 41.0%/39.3%. Doanh thu từ mảng sữa tăng 4.0% YoY đạt 4,164 tỷ đồng khi nhu cầu tiêu thụ sữa dự kiến phục hồi chậm. Trong khi đó, doanh thu mảng đường giảm 1.1% YoY đạt 3,994 tỷ đồng do giá đường dự kiến tiếp tục giảm trong nửa cuối năm 2024, sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng 2% YoY nhờ các đơn hàng với Vinamilk, Nestle rơi vào 2H2024.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành sẽ được mở rộng từ nửa sau năm 2024, đạt 41.3% (+30bps) nhờ hưởng lợi từ đà giảm của giá đậu nành khi QNS đã chốt giá nguyên liệu đậu nành thấp hơn 8%. Biên lợi nhuận gộp mảng đường dự kiến giảm 50bps đạt 30.6% khi giá đường duy trì đà giảm vào nửa cuối năm 2024. Biên lợi nhuận gộp tổng thể 2024F dự kiến giảm nhẹ về mức 32.7% từ mức 33.4% năm 2023.

Cho năm 2025F, chúng tôi dự báo QNS sẽ ghi nhận doanh thu thuần tăng 3.9% YoY đạt 10,561 tỷ đồng và LNST tăng 4.7% YoY đạt 2,305 tỷ đồng dựa trên (1) mở rộng diện tích vùng nguyên liệu mía, gia tăng sản lượng tiêu thụ đường dựa trên các hợp đồng ký kết với các đối tác, (2) giá đường vụ 24/25F dự kiến đi ngang, (3) nhu cầu tiêu thụ sữa được thúc đẩy khi sức mua hồi phục.

Điểm nhấn đầu tư

(1) Mở rộng biên lợi nhuận gộp từ 2H2024 dựa trên kì vọng giá đậu nành

nguyên liệu neo ở mức thấp và nâng cao công suất vùng nguyên liệu mía: Hiện nay, QNS đang chịu biến động bởi giá đậu nành thế giới khi phải nhập khẩu đến 70% nguyên liệu đậu nành cho sản xuất sữa, chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận gộp của QNS sẽ hưởng lợi từ đà giảm của giá đậu nành nguyên liệu trong bối cảnh giá đường đã qua vùng đỉnh. Theo đó, tính đến tháng 7/2024, giá đậu nành nguyên liệu đã giảm 23.0% YoY. Ngoài ra, QNS dự kiến tăng diện tích vùng nguyên liệu mía lên 3,000ha mỗi năm, dự kiến đạt 40,000 ha vào niên vụ 2027/28 sẽ giúp gia tăng năng lực sản xuất và giảm giá thành sản phẩm, phần nào bù đắp sự sụt giảm của giá đường. Cho năm 2025F, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp QNS tăng 30bps đạt 33.0%.

(2) Sữa đậu nành Vinasoy chiếm lĩnh ngành hàng sữa đậu nành với thị phần đạt 88.6% vào năm 2023. Theo Kantar Singapore, tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm đối với ngành hàng thực phẩm từ thực vật Việt Nam đạt 5% trong giai đoạn 2023 – 2029, được thúc đẩy bởi sự gia tăng tiêu thụ thực phẩm có nguồn gốc từ thực vật đang là xu hướng toàn cầu. Ngoài ra, QNS còn cho ra mắt dòng sản phẩm sữa hạt Veyo (không phải đậu nành), nhằm chủ động nắm bắt xu hướng và đa dạng hóa danh mục sản phẩm. Do đó, chúng tôi cho rằng QNS còn nhiều dư địa tăng trưởng tại mảng sữa và sẽ là động lực tăng trưởng cho QNS trong các năm tới.

(3) Tỷ suất cổ tức hấp dẫn: Mức lợi suất cổ tức của QNS tăng dần trong giai đoạn 2020 – 2023, hiện ở quanh mức 8.2% - mức sinh lợi rất hấp dẫn trong bối cảnh lãi suất huy động 12 tháng chỉ quanh mức 5% - 6%.

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 58,500 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mức tăng giá tiềm năng là 20%.

Rủi ro

(1) Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào, (2) Rủi ro tỷ giá, (3) Rủi ro cạnh tranh với đường nhập lậu.

Bảng 1: Chỉ số tài chính

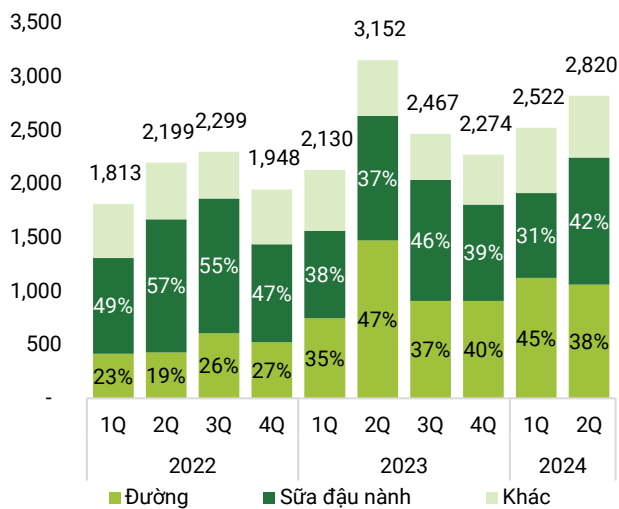
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	8,255	10,021	10,165	10,561	11,133
LNST (Tỷ VND)	1,287	2,183	2,202	2,305	2,465
Biên LN gộp (%)	29.8%	33.4%	32.7%	33.0%	33.2%
ROA (%)	12.5%	18.1%	17.1%	17.8%	18.6%
ROE (%)	17.2%	25.4%	24.3%	23.9%	23.8%
Cổ tức (%)	30%	40%	40%	40%	40%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Kết quả kinh doanh 6T2024

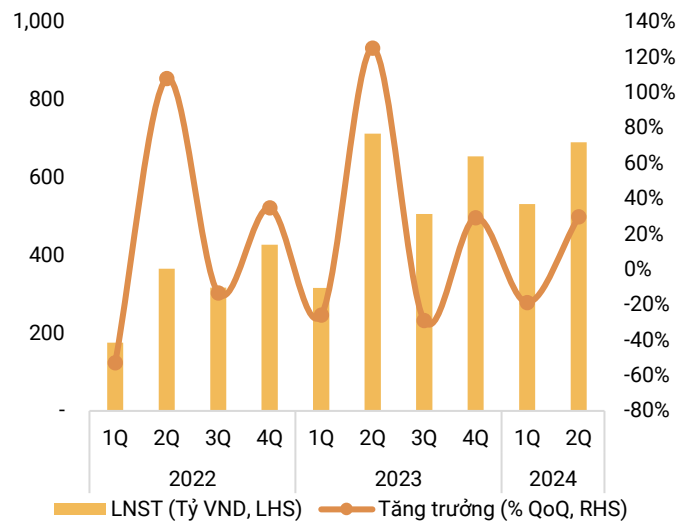
Kết thúc Q2.2024, QNS ghi nhận KQKD sụt giảm nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái, với doanh thu thuần giảm 10.5% YoY đạt 2,820 tỷ đồng và LNST giảm 3.1% YoY đạt 690 tỷ đồng. Lũy kế 6M2024, QNS ghi nhận doanh thu thuần tăng 1.2% YoY đạt 5,342 tỷ đồng và LNST tăng 18.8% YoY đạt 1,222 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 59% kế hoạch doanh thu và 94% kế hoạch lợi nhuận năm 2024. Trong bối cảnh giá đường trong nước liên tục giảm và nhu cầu tiêu thụ sữa vẫn còn yếu, QNS vẫn ghi nhận vài điểm sáng trong KQKD Quý 2, trong đó, mảng sữa đậu nành đã khởi sắc hơn sau khi tăng trưởng âm trong 3 quý liên tiếp.

Hình 1: Doanh thu thuần qua các quý (Tỷ đồng)



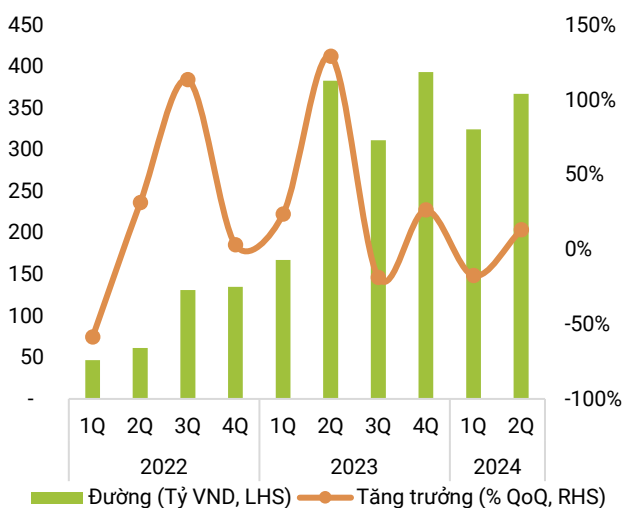
Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

Hình 2: Tăng trưởng LNST qua các quý



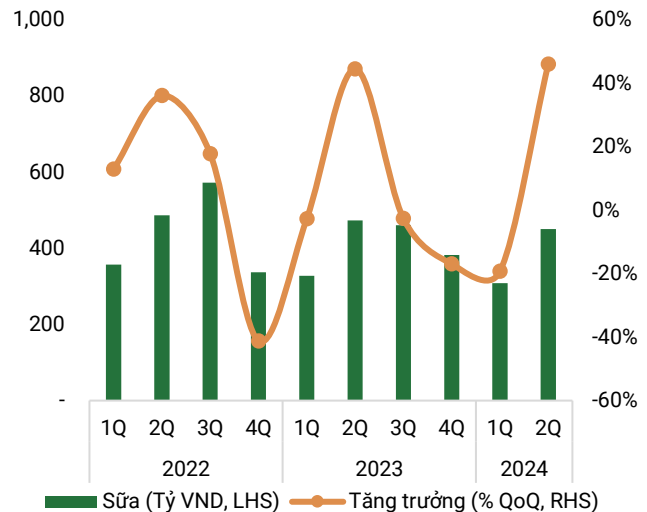
Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

Hình 3: Lợi nhuận gộp mảng đường qua các quý



Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

Hình 4: Lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành qua các quý



Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

Mảng đường và sữa đậu nành là động lực tăng trưởng chính của QNS với tổng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu chiếm khoảng 80% - 85% trong giai đoạn 2022 - 2024. Trong đó, tỷ trọng mảng đường liên tục mở rộng từ mức

23% vào 1Q2022 lên mức 38% vào Q2.2024. Trong Q2.2024, mảng đường đã chứng kiến sự sụt giảm với doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 1,060 tỷ đồng (-28.1% YoY) và 367 tỷ đồng (-4.2% YoY) do sản lượng sụt giảm nhẹ dù giá đường nội địa trong Quý 2 vẫn neo cao hơn so với cùng kỳ (+1.5% YoY). Dù vậy, lợi nhuận gộp của mảng đường đã cải thiện so với quý trước khi tăng 13.1% YoY đạt 367 tỷ đồng khi giá đường trong nước có xu hướng bình ổn hơn so với quý trước. Lũy kế 6T2024, doanh thu mảng đường đi ngang so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 2,184 tỷ đồng (-1.6% YoY) trong khi lợi nhuận gộp tăng 25.7% YoY đạt 692 tỷ đồng nhờ giá đường nội địa trung bình vẫn cao hơn so với nửa đầu năm ngoái (+7.5% YoY).

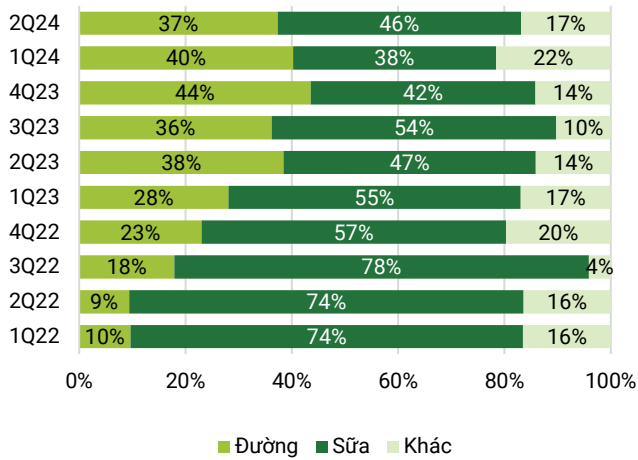
Sự sụt giảm về doanh thu của mảng đường trong Quý 2 đã được bù đắp bởi mảng sữa đậu nành khi dẫn lấy lại phong độ hơn so với các quý trước. Theo đó, doanh thu thuần mảng sữa đậu nành đạt 1,185 tỷ đồng (+2% YoY, +50.1% QoQ) và lợi nhuận gộp đạt 735 tỷ đồng (-4.8% YoY, +46.0% QoQ). QNS cũng chứng kiến sự thay đổi về cơ cấu doanh thu với tỷ trọng mảng sữa/đường trong Q2.2024 đạt 42%/38% (Quý 1 là 31%/45%). Lũy kế 6T2024, doanh thu sữa đậu nành tương đương với cùng kỳ năm ngoái, đạt 1,216 tỷ đồng (-0.2% YoY). Tuy nhiên, lợi nhuận gộp của mảng sữa có phần sụt giảm nhẹ, đạt 759 tỷ đồng (-5.2% YoY).

Hình 5: Các sản phẩm sữa đậu nành Vinasoy

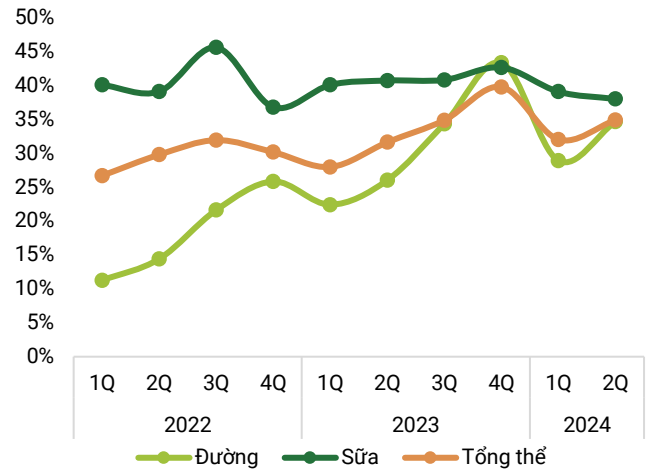


Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

Đối với mảng sữa đậu nành, QNS hiện đang nhập khẩu khoảng 60% - 70% đậu nành nguyên liệu phục vụ sản xuất, do đó, QNS chịu ảnh hưởng khá lớn bởi giá đậu nành thế giới. Kể từ đầu năm đến nay, giá đậu nành thế giới đã giảm 14.0% xuống còn 1,112 USD/giạ, dù vậy, QNS có lẽ chưa hưởng lợi từ đà giảm của giá đậu nành trong bối cảnh giá USD tăng mạnh (+4.3% YTD, +6.5% YoY) và lượng hàng tồn kho đậu nành được chốt ở vùng giá cao từ đầu năm 2023. Do đó, biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành tiếp tục giảm còn 38% vào Q2.2024. Dù vậy, biên lợi nhuận gộp tổng thể của QNS trong Quý 2 đã tăng 289bps so với quý trước, đạt 34.89% nhờ sự cải thiện về biên lợi nhuận gộp của mảng đường (+580bps).

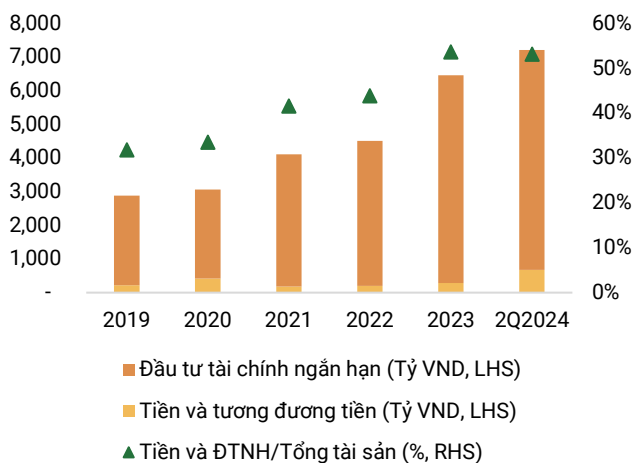
Hình 6: Tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu lợi nhuận gộp


Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

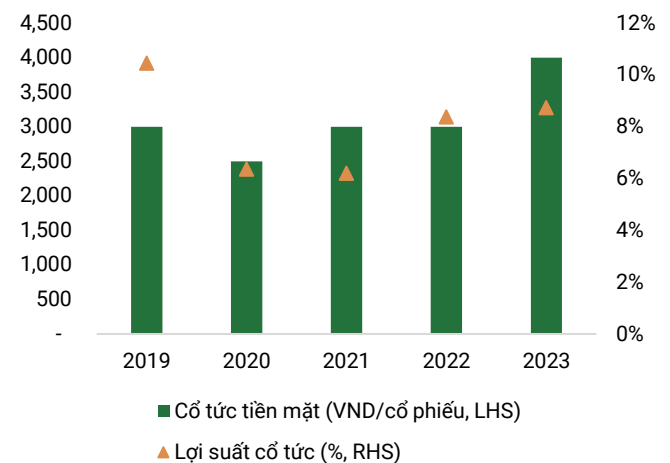
Hình 7: Biên lợi nhuận gộp của QNS


Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

Sức khỏe tài chính của QNS được đánh giá là rất ổn định, khả năng thanh toán ngắn hạn mạnh mẽ với tỷ lệ Tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm đến 53% trên Tổng tài sản tính đến cuối Q2.2024. Trong đó, khoản Đầu tư tài chính ngắn hạn vào Q2.2024 đạt 6,524 tỷ đồng, đều là các khoản tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn gốc từ trên 3 tháng đến 1 năm. Ngoài ra, QNS là doanh nghiệp duy trì việc chi trả cổ tức đều đặn hàng năm bất chấp những giai đoạn khó khăn bởi những biến động của ngành đường và sữa. Mức lợi suất cổ tức của QNS tăng dần trong giai đoạn 2020 – 2023, hiện ở quanh mức 8.2% - mức sinh lợi rất hấp dẫn trong bối cảnh lãi suất huy động 12 tháng chỉ quanh mức 5% - 6%.

Hình 8: Tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn của QNS


Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

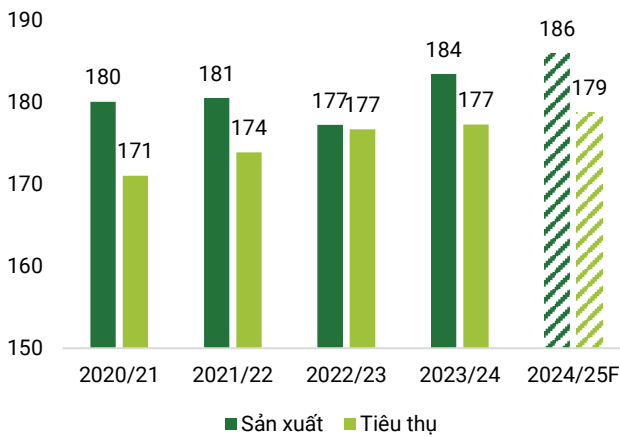
Hình 9: Chính sách chi trả cổ tức của QNS


Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

Triển vọng 2024

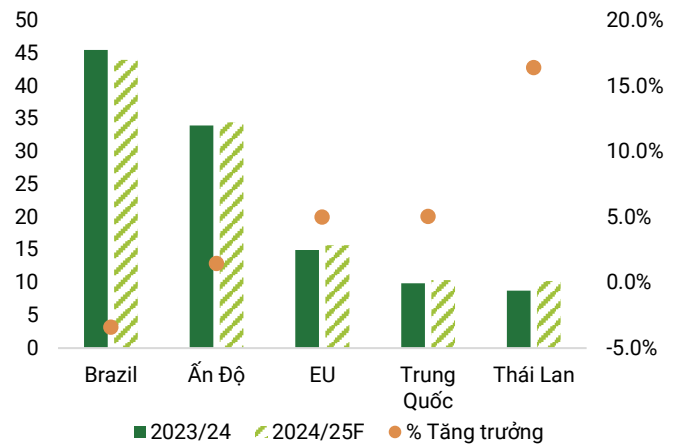
Bức tranh nguồn cung đường toàn cầu dần sáng sủa hơn khi sản lượng sản xuất đường toàn cầu vụ 2024/25F được dự báo tăng 2.5 triệu tấn (+1.3% YoY) lên mức 186 triệu tấn, với sản lượng đường thấp hơn ở Brazil (-3.4% YoY) dự kiến được bù đắp bởi sự gia tăng ở Ấn Độ (+1.5% YoY), Thái Lan (+16.4% YoY), EU (+5.0% YoY) và Trung Quốc (+5.1% YoY) dựa trên triển vọng gia tăng sản lượng mía nhờ thời tiết thuận lợi. Trong khi đó, tiêu thụ đường toàn cầu vụ 2024/25F dự kiến tăng lên mức 178.8 triệu tấn (+0.8% YoY), theo USDA, nhằm đáp ứng nhu cầu mùa lễ hội và tăng trưởng trong thực phẩm đóng gói sẵn, bánh kẹo và dịch vụ ăn uống. Ngoài ra, Ấn Độ mới đây đang xem xét lại việc cho phép xuất khẩu lượng đường dư thừa kể từ vụ 2024/25F, dự kiến củng cố hơn về nguồn cung đường toàn cầu. Do đó, chúng tôi cho rằng giá đường thế giới trong vụ 2024/25F khó quay lại xu hướng tăng như niên vụ 2022/23.

Hình 10: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ đường toàn cầu (triệu tấn)



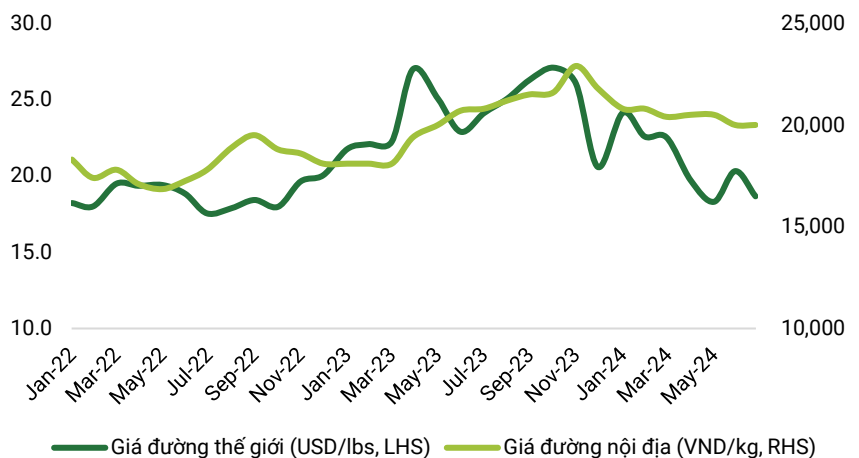
Nguồn: USDA, PHS tổng hợp

Hình 11: Sản lượng sản xuất đường của các nước top đầu (triệu tấn)



Nguồn: USDA, PHS tổng hợp

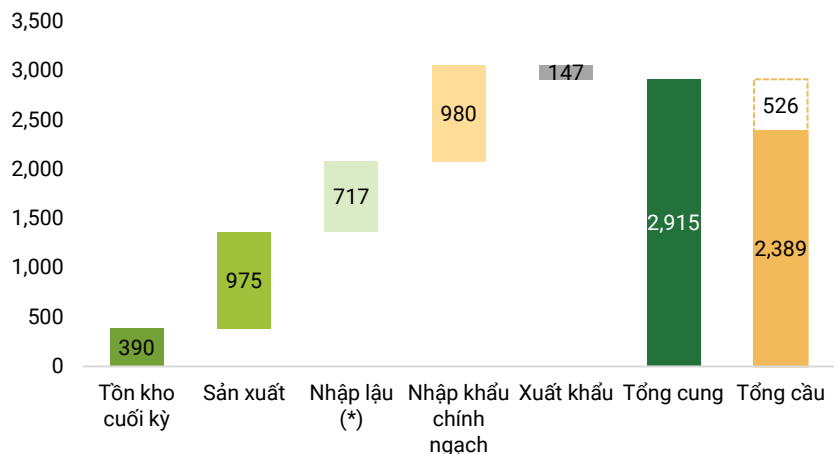
Hình 12: Giá đường thế giới và giá đường nội địa



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, PHS tổng hợp

Theo diễn biến tiêu cực của giá đường thế giới trong thời gian qua, giá đường nội địa đã giảm xuống mức 20,000 VND/kg vào cuối tháng 7/2024 (giảm 12.7% so với mức đỉnh hồi tháng 11/2023 và giảm 3.8% so với đầu năm). Dù vậy, mức sụt giảm này vẫn thấp hơn nhiều so với sự sụt giảm của giá đường thế giới nhờ (1) tỷ trọng đường sản xuất nội địa vẫn hạn chế ở mức 40% so với tổng tiêu thụ đường trong nước, (2) các chính sách chống bán phá giá, chống trợ cấp của Bộ Công Thương đối với đường nhập khẩu bảo hộ ngành đường trong nước và (3) tỷ giá cao khiến cho giá đường nhập khẩu giảm tính cạnh tranh so với đường nội địa. Tuy nhiên, theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA), lượng cung đường trong nước dự kiến tăng khá nhiều so với năm ngoái, trong khi tình hình tiêu thụ năm nay chưa có nhiều khởi sắc nên thị trường tiếp tục trong tình trạng thừa cung. Do đó, chúng tôi cho rằng giá đường nội địa vẫn sẽ tiếp tục gặp áp lực giảm giá trong giai đoạn nửa cuối năm 2024, tuy nhiên chúng tôi cho rằng giá đường trong nước sẽ không giảm quá mạnh mà chỉ neo quanh mức 19,000 – 20,000 VND/kg dựa trên các lợi thế của đường trong nước nêu bên trên.

Hình 13: Dự phóng cung cầu đường nội địa 2024/25F



Nguồn: USDA, VSSA, PHS tổng hợp và ước tính

(*) Ước tính sản lượng đường nhập lậu bằng 30% so với tổng tiêu thụ đường nội địa

Triển vọng về mảng đường của QNS có phần kém khả quan đi một chút so với mức đỉnh hồi 2023 khi giá đường nội địa dự kiến tiếp tục giảm trong năm nay, tuy nhiên chúng tôi cho rằng mảng đường của QNS vẫn sẽ được hỗ trợ bởi sự gia tăng diện tích trồng mía và thúc đẩy sản lượng đường hợp tác với các đối tác. Theo đó, sản lượng đường tiêu thụ dự kiến vẫn khá quan khi QNS cho biết các đơn hàng đường đối với Vinamilk, Nestle rơi vào nửa cuối năm nay thay vì nửa đầu năm như năm 2023. Ngoài ra, QNS dự kiến tăng diện tích vùng nguyên liệu mía lên 3,000ha mỗi năm, dự kiến đạt 40,000 ha vào niên vụ 2027/28 sẽ giúp gia tăng năng lực sản xuất và giảm giá thành sản phẩm, phần nào bù đắp sự sụt giảm của giá đường.

Đối với mảng sữa đậu nành, như chúng tôi đã đề cập ở phần trên, QNS hiện chịu ảnh hưởng khá lớn bởi biến động giá đậu nành thế giới. Nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi tại Brazil, Mỹ, giá đậu nành đã giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 2 năm nay, đạt 1,112 USD/giạ vào cuối tháng 7/2024 (giảm

14.0% so với hồi đầu năm). Giá đậu nành trong thời gian tới dự kiến vẫn sẽ neo ở mức thấp nhờ triển vọng gia tăng năng suất tại Mỹ và nhu cầu tiêu thụ đậu nành thế giới giảm sút, tác động bởi sự sụt giảm từ Trung Quốc khi tồn kho tại nước này hiện đang rất cao và chiến lược chuyển đổi sang đậu phộng, hạt hướng dương trong sản xuất thức ăn chăn nuôi. Ngoài ra, QNS cho biết đã chốt 70% lượng đậu nành nguyên liệu cần cho sản xuất trong năm 2024 với mức giá thấp hơn khoảng 8%, do đó, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành của QNS vẫn được hỗ trợ từ đà giảm của giá đậu nành nguyên liệu và kỳ vọng được mở rộng kể từ năm 2025.

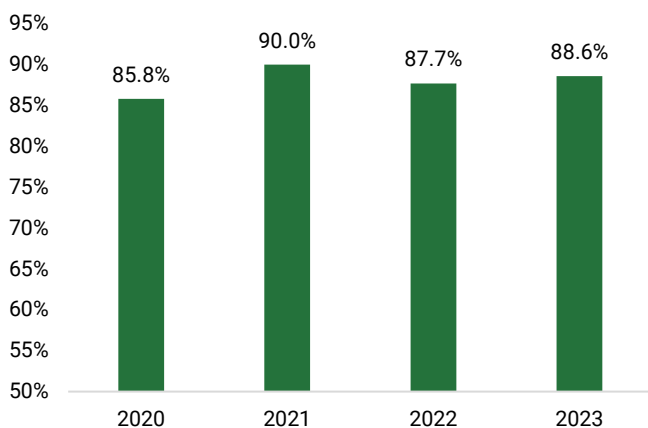
Trong khi Vinamilk, TH True Milk, FrieslandCampina... đang cạnh tranh vô cùng quyết liệt trên cuộc đua giành thị phần ở mảng sữa nước, sữa bột thì QNS chiếm lĩnh thị phần ở ngành hàng sữa đậu nành từ nhiều năm nay với thương hiệu sữa đậu nành Fami (Vinasoy). Dù thị trường sữa đang trong giai đoạn bão hòa và tiêu thụ sữa trong nước có phần sụt giảm trong năm 2023, sữa đậu nành Vinasoy vẫn gia tăng được thị phần tại ngành hàng sữa đậu nành. Ngoài ra, QNS hiện đang đẩy mạnh sản phẩm sữa từ các loại hạt (không phải đậu nành), nhằm chủ động nắm bắt xu hướng và đa dạng hóa danh mục sản phẩm.

Hình 14: Các sản phẩm sữa hạt Veyo



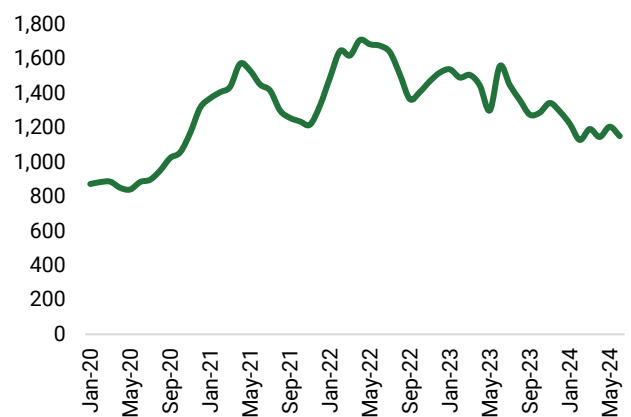
Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

Hình 15: Thị phần của Vinasoy trong ngành sữa đậu nành



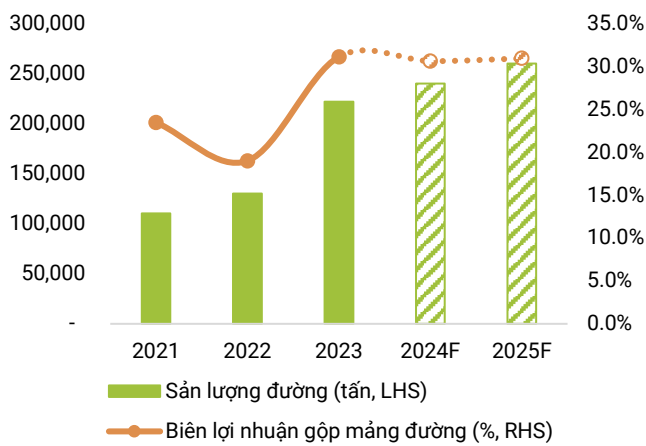
Nguồn: QNS, PHS tổng hợp

Hình 16: Giá đậu nành thế giới (USD/giạ)

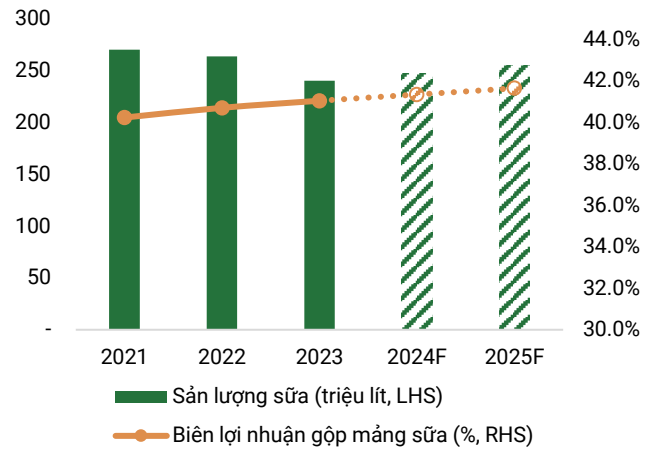


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Theo Kantar Singapore, tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm đối với ngành hàng thực phẩm từ thực vật Việt Nam đạt 5% trong giai đoạn 2023 – 2029, được thúc đẩy bởi xu hướng gia tăng tiêu thụ thực phẩm có nguồn gốc từ thực vật của nhóm người tiêu dùng trẻ. Do đó, chúng tôi cho rằng QNS còn nhiều dư địa tăng trưởng tại mảng sữa đậu nành, sữa hạt, với tổng công suất của 3 nhà máy sữa lên đến 390 triệu lít/năm, QNS sẽ kịp thời đáp ứng nhu cầu thị trường dân hồi phục. Trong bối cảnh ngành đường có xu hướng hạ nhiệt, mảng sữa sẽ là động lực tăng trưởng cho QNS trong các năm tới.

Hình 17: Dự phóng mảng đường QNS


Nguồn: QNS, PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 18: Dự phóng mảng sữa đậu nành QNS


Nguồn: QNS, PHS tổng hợp và dự phóng

Dự phóng kết quả kinh doanh 2024F và 2025F

(Tỷ đồng)	2023A	2024F	%YoY	2025F	%YoY	Nhận định
Doanh thu thuần	10,021	10,165	1.4%	10,689	5.2%	
Đường	4,037	3,994	-1.1%	4,194	5.0%	Doanh thu mảng đường 2024F giảm 1.1% YoY dựa trên giả định: (1) giá đường trong nước tiếp tục duy trì đà giảm theo giá đường thế giới khi triển vọng nguồn cung đường dần trở nên sáng sủa hơn, (2) sản lượng đường tăng nhẹ 2% YoY trong bối cảnh QNS tăng cường đơn hàng với đối tác, tăng diện tích vùng nguyên liệu mía và Chính phủ tăng cường siết chặt đường nhập lậu. Trong năm 2025F, giá đường trong nước dự kiến đi ngang trong khi sản lượng đường tiếp tục tăng 5% YoY.
Sữa	4,003	4,164	4.0%	4,460	4.0%	Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa phục hồi chậm trong năm 2024F, với sản lượng sữa tiêu thụ dự kiến tăng nhẹ 3% YoY.
Khác	1,982	2,007	1.3%	2,035	1.4%	
Giá vốn hàng bán	(6,670)	(6,845)	2.6%	(7,079)	3.4%	
Lợi nhuận gộp	3,351	3,320	-0.9%	3,482	4.9%	Biên lợi nhuận gộp tổng thể 2024F dự kiến giảm về mức 32.7% từ mức 33.4% năm 2023 dựa trên: (1) giá đường giảm nhẹ, (2) QNS chưa hưởng lợi nhiều từ đà giảm của giá đậu nành trong 1H2024 do đơn hàng mua nguyên liệu đậu nành được ký ở mức cao hồi 2023 cùng với tỷ giá USD tăng. Biên lợi nhuận gộp tổng thể 2025F dự kiến tăng 30bps lên mức 33.0% dựa trên kỳ vọng giá đường đi ngang và giá đậu nành tiếp tục neo ở mức thấp.
Chi phí bán hàng	(805)	(860)	6.8%	(894)	3.9%	
Chi phí QLDN	(391)	(337)	-14.0%	(371)	10.2%	
EBIT	2,154	2,123	-1.4%	2,217	4.4%	
EBT	2,447	2,468	0.9%	2,583	4.7%	
Lợi nhuận sau thuế	2,183	2,202	0.9%	2,305	4.7%	Trong bối cảnh giá đường dự kiến tiếp tục giảm trong 2H2024 và ngành sữa hồi phục chậm, chúng tôi dự phóng QNS sẽ ghi nhận LNST 2024F đi ngang so với năm ngoái, đạt 2,202 tỷ đồng (+0.9% YoY).

Định giá và khuyến nghị

QNS hiện đang giao dịch tại P/E là 6.8x, thấp hơn mức P/E trung bình 5 năm là 9.6x và thấp hơn mức P/E trung bình của cả ngành đường (8.3x) và ngành sữa (15.2x). Với những kỳ vọng tăng trưởng như đã phân tích ở trên, chúng tôi đánh giá QNS sẽ hướng đến giao dịch tại mức P/E trung bình 5 năm. Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá hợp lý đối với QNS là 58,500 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mức tăng giá tiềm năng là 20%.

Bảng 2: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	N/A	57,830	50%
P/E	9.6x	59,226	50%
Giá trị hợp lý			58,500

1. Định giá theo phương pháp DCF

Bảng 3: Định giá bằng DCF (Tỷ VND, ngoại trừ Giá hợp lý)

Chiết khấu dòng tiền					
Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT)	2,123	2,217	2,370	2,534	2,706
Lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế	1,895	1,978	2,115	2,261	2,415
Khấu hao	409	452	492	436	450
WC	47	(42)	(62)	(68)	(65)
CAPEX	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(400)	(400)
FCFF	1,350	1,388	1,545	2,229	2,399
Giá trị hiện tại của FCFF (WACC 9.5%)	1,229	1,150	1,166	1,532	1,501
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (2.0% g)	17,155				
Nợ ròng	(3,091)				
Giá trị vốn cổ phần	20,642				
SLCP	356,939,955				
Giá hợp lý (VND/cổ phiếu)	57,830				

2. Định giá theo phương pháp so sánh

Bảng 4: Diễn biến P/E của QNS trong 5 năm qua



Bảng 5: P/E mục tiêu cho QNS

Forward EPS (VND)	6,169
P/E mục tiêu của QNS	9.6x
Giá hợp lý (VND/cổ phiếu)	59,226

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	8,255	10,021	10,165	10,561	11,133
Giá vốn hàng bán	(5,796)	(6,670)	(6,845)	(7,079)	(7,441)
Lợi nhuận gộp	2,459	3,351	3,320	3,482	3,692
Chi phí bán hàng	(868)	(805)	(860)	(894)	(942)
Chi phí QLDN	(232)	(391)	(337)	(371)	(380)
Lợi nhuận từ HĐKD	1,359	2,154	2,123	2,217	2,370
Lợi nhuận tài chính	107	202	286	297	313
Chi phí lãi vay	(83)	(136)	(108)	(112)	(118)
Lợi nhuận trước thuế	1,505	2,447	2,468	2,583	2,763
Lợi nhuận sau thuế	1,287	2,183	2,202	2,305	2,465
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	1,287	2,183	2,202	2,305	2,465
Cân đối kế toán					
Tài Sản Ngắn Hạn	6,090	8,093	8,272	8,589	9,051
Tiền và tương đương tiền	203	289	344	358	377
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4,296	6,165	6,253	6,497	6,849
Phải thu ngắn hạn	587	661	671	697	735
Hàng tồn kho	947	958	983	1,017	1,069
Tài sản ngắn hạn khác	57	19	19	20	21
Tài Sản Dài Hạn	4,176	3,959	4,640	4,355	4,173
Phải thu dài hạn	0	1	1	1	1
Tài sản cố định	3,914	3,666	4,246	3,835	3,424
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	33	53	96	212	424
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	229	239	297	308	325
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0
Tổng cộng tài sản	10,266	12,053	12,911	12,944	13,224
Nợ phải trả	2,802	3,472	3,858	3,315	2,858
Nợ ngắn hạn	2,750	3,281	3,785	3,232	2,764
Nợ dài hạn	52	191	73	83	94
Vốn chủ sở hữu	7,465	8,581	9,053	9,629	10,365
Vốn góp	3,569	3,569	3,569	3,569	3,569
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	10,266	12,053	12,911	12,944	13,224

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,385	2,408	2,560	2,620	2,813
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(322)	(1,782)	(1,001)	(1,001)	(1,001)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(1,041)	(539)	(1,504)	(1,606)	(1,793)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	23	87	55	13	19
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	179	203	289	344	358
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	203	289	344	358	377
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Doanh thu	12.5%	21.4%	1.4%	3.9%	5.4%
Lợi nhuận sau thuế	2.6%	69.7%	0.9%	4.7%	6.9%
Tổng tài sản	4.0%	17.4%	7.1%	0.3%	2.2%
Tổng vốn chủ sở hữu	5.2%	14.9%	5.5%	6.4%	7.6%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	29.8%	33.4%	32.7%	33.0%	33.2%
Tỷ suất EBIT	16.5%	21.5%	20.9%	21.0%	21.3%
Tỷ suất lãi ròng	15.6%	21.8%	21.7%	21.8%	22.1%
ROA	12.5%	18.1%	17.1%	17.8%	18.6%
ROE	17.2%	25.4%	24.3%	23.9%	23.8%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	26	24	24	24	24
Số ngày tồn kho	59	52	52	52	52
Số ngày phải trả	29	25	28	28	28
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.21	2.47	2.19	2.66	3.27
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.87	2.17	1.93	2.34	2.89
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.27	0.29	0.30	0.26	0.22
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.38	0.40	0.43	0.34	0.28
Vay ngắn hạn/VCSH	0.37	0.38	0.42	0.34	0.27
Vay dài hạn/VCSH	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01

(Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Dương Trung Hoa, Chuyên viên phân tích** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận 3,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân Bình,
Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa, Quận
Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai
Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801