

**GIỮ [+4%]**

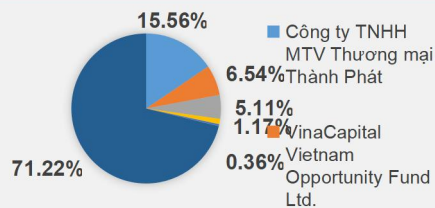
Ngày cập nhật: 15/09/2021

 Giá hợp lý 53,700 VND  
 Giá hiện tại 51,700 VND

**PHS**

 (+82-28) 5 413 5479- [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)
**Thông tin cổ phiếu**

CP đang lưu hành (triệu)	356.9
Free-float (triệu)	267.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	17,827.37
KLGD TB 3 tháng	979,183
Sở hữu nước ngoài	16.6%
Ngày niêm yết đầu tiên	20/12/2016

**Cổ đông lớn**

**Biến động giá cổ phiếu so với Index**

**Lịch sử định giá**


Nguồn: Blommborg, PHFM tổng hợp

**Thống lĩnh thị trường sữa đậu nành**

**Sơ lược doanh nghiệp:** QNS là doanh nghiệp sản xuất sữa đậu nành lớn nhất tại Việt Nam với tổng công suất 390 triệu lít sữa/năm và là top 5 nhà sản xuất đậu nành lớn nhất Thế Giới. Thương hiệu Vinasoy của QNS luôn giữ vững vị trí số 1 trong ngành hàng sữa đậu nành trong nhiều năm qua với thị phần trên 80%. Ngoài ra, QNS còn sở hữu 1 nhà máy đường An Khê (Gia Lai) có công suất ép mía lớn nhất cả nước khoảng 18,000 tấn mía/ngày, cung cấp khoảng 89,000 tấn đường trong niên vụ 2019/2020 (chiếm 11% sản lượng đường cả nước – thị phần thứ 2, sau SBT).

**Cập nhật kết quả kinh doanh 1H2021:** Lũy kế 6 tháng đầu năm 2021, QNS ghi nhận doanh thu đạt 3,661 tỷ đồng (+12.7%YoY), động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng kinh doanh cốt lõi. Trong đó, doanh thu sữa đậu nành và đường lần lượt đạt 1,907 tỷ đồng (+2.2%YoY) và 869 tỷ đồng (+63%YoY). Biên lãi gộp đạt 28.4%, giảm 1.3 điểm phần trăm so với cùng kỳ do biên lãi gộp của mảng sữa đậu nành giảm. Tuy nhiên, Công ty đã nỗ lực kiểm soát tối ưu chi phí hoạt động với tỷ trọng Chi phí hoạt động/DTT đạt 13% trong 1H2021, thấp hơn mức 14.2% của 1H2020 do công ty đẩy mạnh chiết khấu thương mại để hỗ trợ nhà phân phối thay vì gia tăng chi phí quảng cáo. Do đó, lợi nhuận ròng vẫn tăng trưởng 19%YoY, đạt 521 tỷ đồng.

**Điểm nhấn đầu tư:**

**Nỗ lực duy trì vị trí dẫn đầu thị trường sữa đậu nành:** Mặc dù đại dịch Covid-19 kéo dài ảnh hưởng tiêu cực tới nhu cầu tiêu dùng sữa với sản lượng tiêu thụ giảm 5%YoY, QNS vẫn duy trì mức tăng trưởng dương 2% trong 1H2021. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng sữa đậu nành duy trì mức tăng trưởng 1-2% trong 2H2021 nhờ (1) Sữa vẫn được xem là thực phẩm thiết yếu và tăng sức đề kháng trong mùa dịch; (2) Phân khúc sữa giá rẻ được hưởng đến nhiều hơn khi số tiền chi tiêu/ giỏ hàng của người tiêu dùng thu hẹp lại trong bối cảnh dịch bệnh kéo dài. Bước sang năm 2022, khi dịch bệnh được kiểm soát triệt để, sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành có thể tăng 5-6%/năm.

**Mảng đường cải thiện nhờ chính sách bảo hộ của Chính phủ:** Chúng tôi ước tính mảng đường có mức tăng trưởng hai chữ số ~56%YoY trong 2021 nhờ (1) Bộ Công Thương đưa ra mức thuế chống bán phá giá chính thức đối với sản phẩm đường mía có xuất xứ từ Thái Lan trong thời hạn 5 năm, giúp giá đường nội địa cạnh tranh với đường xuất khẩu giá rẻ; (2) Hưởng lợi từ giá đường thế giới chạm kỷ lục do nguồn cung sụt giảm mạnh tại Brazil; (3) Công ty tập trung phát triển vùng nguyên liệu mía và đầu tư máy móc thiết bị, khoa học kỹ thuật vào quá trình canh tác giúp sản lượng sản xuất tăng mạnh. Ước tính mảng đường có thể đạt mức tăng trưởng 30%YoY trong 2022.

**Định giá & khuyến nghị:** Năm 2021, chúng tôi ước tính DTT đạt 7,882 tỷ đồng (+21.4%YoY), chủ yếu nhờ tăng trưởng ngành hàng chính. Giá nguyên liệu đậu nành tăng mạnh tác động tiêu cực đến biên lãi gộp của Công ty. Ước tính biên lãi gộp của Công ty đạt 26.8% trong 2021 từ mức 31.6% của 2020. LNST dự phóng đạt 980 tỷ đồng (-7%YoY). Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý cho cổ phiếu QNS khoảng **53,700 đồng/cổ phiếu** (+4% so với giá hiện tại). Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh tích cực của QNS đã được phản ánh vào giá. Từ đó khuyến nghị **GIỮ** cho cổ phiếu này.

**Rủi ro:** (1) Biến động giá đầu vào nguyên liệu; (2) Rủi ro thời tiết ảnh hưởng tới vùng nguyên liệu mía; (3) Rủi ro dịch bệnh

Chỉ số tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	7,633	8,031	7,681	6,490	7,882	9,362
LNST (tỷ VND)	1,027	1,240	1,292	1,053	980	1,143
EPS (VND)	4,985	5,020	4,313	3,463	2,745	3,202
Tăng trưởng EPS (%)	-44%	1%	-14%	-20%	-21%	17%
Giá trị sổ sách (VND)	21,758	21,664	21,603	21,723	21,908	22,609
P/E	6.01	5.73	5.36	10.69	19.59	18.12

P/B	1.38	1.33	1.07	1.70	2.45	2.57
Cổ tức tiền mặt (%)	15%	15%	15%	15%	N/A	N/A

### Các mảng kinh doanh của QNS



#### Mảng kinh doanh cốt lõi đóng góp chính cho sự tăng trưởng của QNS:

- ❖ **Sữa đậu nành:** QNS là doanh nghiệp sản xuất sữa đậu nành hàng đầu tại Việt Nam và nằm trong top 5 nhà sản xuất đậu nành lớn nhất Thế Giới, với tổng sản lượng tiêu thụ năm 2020 đạt 250 triệu lít sữa (-10%YoY). Hiện Công ty sở hữu 3 nhà máy sản xuất sữa tại Bắc Ninh, Quảng Ngãi và Bình Dương với tổng công suất khoảng 390 triệu lít sữa/năm. Ngoài ra QNS còn sở hữu Trung tâm nghiên cứu ứng dụng đậu nành với hơn 1,500 nguồn giống đậu nành phù hợp với thổ nhưỡng tại Việt Nam và mang lại năng suất cao. Thương hiệu sữa đậu nành Vinasoy của QNS luôn giữ vững vị trí số 1 trong ngành hàng sữa đậu nành tại Việt Nam trong nhiều năm qua với thị phần luôn trên 80%. Theo Nielsen, thị phần sữa đậu nành Vinasoy đạt 85.8% trong năm 2020, tăng 1.2% so với năm 2019 nhờ nắm bắt xu hướng “ít ngọt” của người tiêu dùng. Năm 2020, sản phẩm Sữa đậu nành FAMI bước đầu thâm nhập thành công vào 2 thị trường Trung Quốc và Nhật Bản. Doanh thu mảng sữa đậu nành đóng góp ~55-60% tổng doanh thu và có biên lãi gộp cao ~40-45%.
- ❖ **Đường – Điện sinh khối:** Năm 2020, QNS đã chấm dứt hoạt động SXKD của Nhà máy đường Phổ Phong và chuyển đổi Trung tâm giống mía Quảng Ngãi thành Trung tâm nghiên cứu và phát triển đậu nành Vinasoy do vùng nguyên liệu mía tại Quảng Ngãi đã không còn đủ để phục vụ cho chế biến công nghiệp. Hiện tại, Công ty chỉ sở hữu 1 nhà máy đường An Khê (Gia Lai) có công suất ép mía lớn nhất cả nước khoảng 18,000 tấn mía/ngày. Ngoài ra, để khôi phục mảng đường, công ty đã thực hiện chiến lược phát triển vùng nguyên liệu và thực hiện đồng bộ 3 chương trình cơ bản là “Hóa học hóa – Sinh học hóa - Cơ giới hóa” trong quá trình canh tác mía. Niên vụ 2019/2020, QNS ép được 873,000 tấn mía và sản xuất gần 89,000 tấn đường (-37%YoY), chiếm 11% sản lượng đường sản xuất từ mía của cả nước. Công ty cũng hoàn thành chuỗi hoạt động khép kín “Mía- Đường- Điện” sau khi hoàn thành xây dựng nhà máy điện sinh khối An Khê vào năm 2018. Nhà máy này có tổng mức đầu tư khoảng 2,000 tỷ đồng, công suất thiết kế là 95MW điện (~27% năng lực sản xuất điện từ bã mía tại Việt Nam).

#### Mảng kinh doanh phụ chưa được chú trọng phát triển:

- ❖ Các sản phẩm khác của QNS như bánh kẹo, bia, nước đóng chai có quy mô sản xuất nhỏ và chưa được chú trọng phát triển. Sản phẩm khác của QNS chủ yếu được tiêu thụ nội địa và có thị phần rất nhỏ tại Việt Nam. Các mảng kinh doanh này đóng góp ~25% trong tổng doanh thu và ~10-15% cơ cấu lợi nhuận gộp của QNS.

## Cập nhật kết quả kinh doanh 1H2021

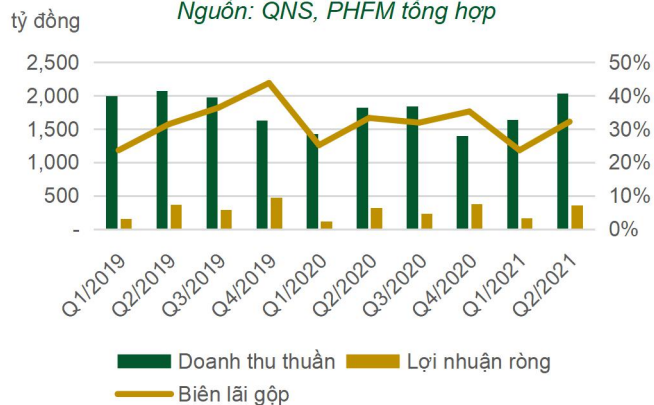
❖ **Mảng kinh doanh cốt lõi thúc đẩy tăng trưởng doanh thu**

### CHUỖI GIÁ TRỊ SẢN XUẤT QNS

NGUYÊN VẬT LIỆU	SẢN XUẤT	THÀNH PHẨM	PHÂN PHỐI
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Đậu nành: 70% nguyên liệu nhập khẩu từ Canada, 30% còn lại thu mua trong nước tại Quảng Ngãi và Tây Nguyên.</li> <li>➢ Đường trắng RS: tận dụng nguyên liệu được sản xuất từ nhà máy đường của QNS</li> <li>➢ Mía: vùng nguyên liệu tại Tây Nguyên. Công ty nhập khẩu ~25,000 tấn đường thô</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Sản xuất sữa đậu nành: tại 3 nhà máy sữa tại Bắc Ninh, Quảng Ngãi và Bình Dương với tổng công suất thiết kế đạt 390 triệu lít sữa/năm.</li> <li>❖ Ép mía, luyện đường: tại nhà máy đường An Khê (Gia Lai) có công suất ép mía lớn nhất cả nước khoảng 18,000 tấn mía/ngày</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Thương hiệu sữa đậu nành Vinasoy và Fami</li> <li>✓ Đường trắng RS và đường tinh luyện RE</li> <li>✓ Điện sinh khối</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nội địa: phân phối đến 143,000 cửa hàng, 4,800 siêu thị, 3 sàn thương mại điện tử.</li> <li>• Xuất khẩu: Trung Quốc, Nhật Bản</li> <li>• Nội địa: Phân phối đến cửa hàng, hệ thống siêu thị và các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm đồ uống</li> <li>• Cung cấp điện cho Nhà máy điện và phát lên lưới điện Quốc gia.</li> </ul>

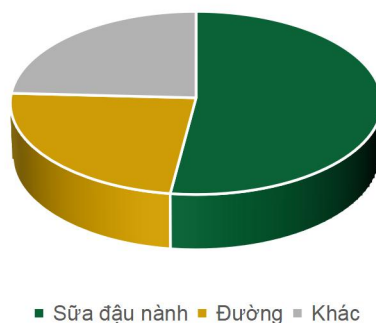
### Kết quả kinh doanh QNS

Nguồn: QNS, PHFM tổng hợp



### Cơ cấu doanh thu theo ngành hàng

Nguồn: QNS, PHFM tổng hợp



Trong 1H2021, QNS ghi nhận doanh thu thuần đạt 3,661 tỷ đồng (+12.7%YoY). Mức tăng trưởng chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi đạt 16%YoY, các mảng kinh doanh khác (bia, bánh kẹo, nước khoáng) tăng nhẹ 4%YoY. Cụ thể:

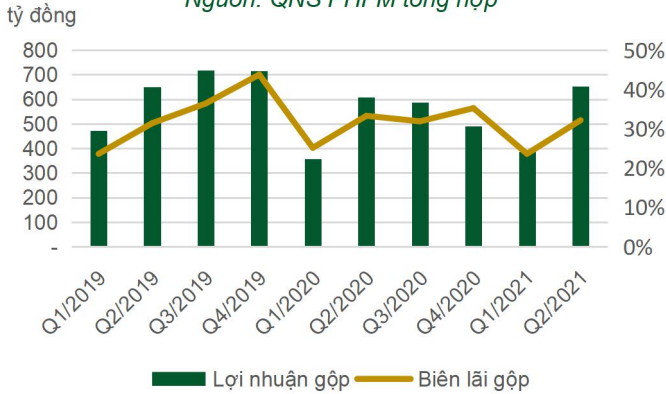
➢ **Mảng sữa đậu nành:** Doanh thu từ sữa đậu nành đạt 1,907 tỷ đồng (+2.2%YoY) nhờ sản lượng sữa đậu nành tăng 5%YoY, nhưng giá bán bình quân giảm nhẹ do (1) QNS tăng chiết khấu bán hàng cho nhà phân phối và (2) Nắm bắt được xu hướng người tiêu dùng chuyển sang sản phẩm giá rẻ hơn trong mùa dịch. Đáng chú ý, theo Kantar Report, thương hiệu Vinasoy được đánh giá tăng trưởng vượt trội hơn so với các công ty cùng ngành với mức tăng trưởng dương 2% về giá trị trong khi mức tiêu thụ sữa trong nước nói chung giảm -5% về giá trị trong 6 tháng đầu năm 2021. Nhờ vậy, thị phần của Vinasoy đã tăng từ 85% trong cuối năm 2020 lên hơn 86% trong 1H2021.

➤ **Mảng đường:** Doanh thu tăng trưởng vượt trội lên tới 63.3%YoY, đạt 869 tỷ đồng nhờ giá bán và sản lượng đều tăng mạnh.

❖ **Biên lãi gộp giảm do giá nguyên liệu đậu nành tăng mạnh**

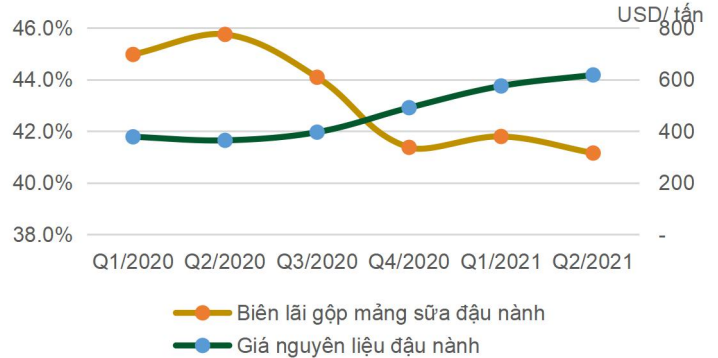
**Lãi gộp và biên lãi gộp theo quý**

Nguồn: QNS PHFM tổng hợp



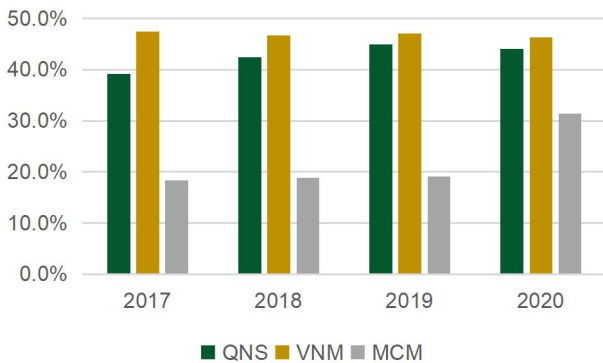
**Giá nguyên liệu và biên lãi gộp mảng sữa**

Nguồn: FAO, QNS, PHFM tổng hợp



**Biên lợi nhuận gộp của các công ty ngành sữa**

Nguồn: Fiinpro, PHFM tổng hợp



Biên lợi nhuận gộp của QNS ở mức cao trong ngành sữa, duy trì ở mức 39%-44% chỉ xếp sau VNM.

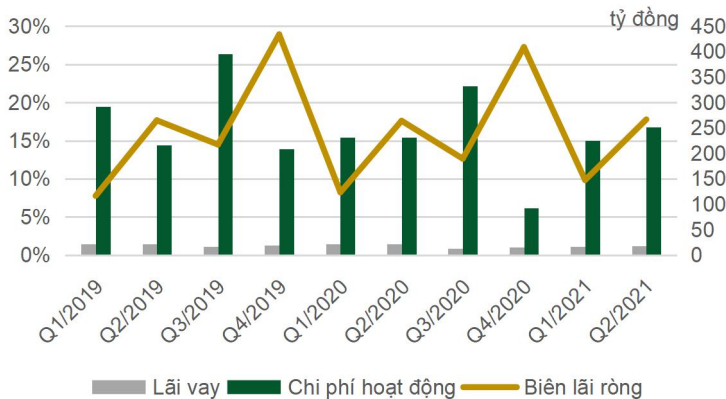
Biên lãi gộp đạt 28.4% trong 1H2021, giảm 1.3 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Trong đó, biên lãi gộp của mảng sữa đậu nành đạt 41.4%, giảm 4 điểm phần trăm so với mức 45% của 1H2020 do (1) giá bán bình quân thấp hơn và (2) giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh (giá đậu nành tăng khoảng 60%YoY trong 1H2021). Chúng tôi nhận định rằng giá đậu nành có thể “hạ nhiệt” trong 6 tháng cuối năm 2021 nhưng vẫn ở mức cao so với cùng kỳ, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến biên lãi gộp mảng sữa đậu nành trong 2021. Tuy nhiên, sự sụt giảm biên lãi gộp của mảng sữa được bù đắp bởi mức tăng trưởng vượt trội của mảng đường với biên lãi gộp tăng từ 6.5% lên 16.5% trong 1H2021 nhờ (1) Hưởng lợi từ giá đường

tăng mạnh khi Bộ Công Thương đưa ra Quyết định 1578/QĐ-BCT áp dụng mức thuế chống bán phá giá chính thức đối với sản phẩm đường mía có xuất xứ từ Thái Lan trong thời hạn 5 năm; (2) Công ty đã tập trung phát triển vùng nguyên liệu, đầu tư dây chuyền sản xuất nhằm nâng cao năng suất cây mía và tiết kiệm chi phí trong sản xuất.

❖ **Lợi nhuận ròng tăng mạnh nhờ kiểm soát chi phí hoạt động và chi phí lãi vay giảm mạnh**

**Chi phí hoạt động và biên lãi ròng theo quý**

Nguồn: QNS, PHFM tổng hợp



Tỷ lệ chi phí hoạt động/ Doanh thu thuần đạt 13%, thấp hơn mức 14.2% của 1H2020 do công ty đẩy mạnh chiết khấu thương mại để hỗ trợ nhà phân phối thay vì gia tăng chi phí quảng cáo. Ngoài ra, chi phí lãi vay giảm mạnh 23%YoY. Do đó, lãi ròng của QNS tăng 19%YoY lên 521 tỷ đồng trong 1H2021. Biên lãi ròng ở mức 14%.

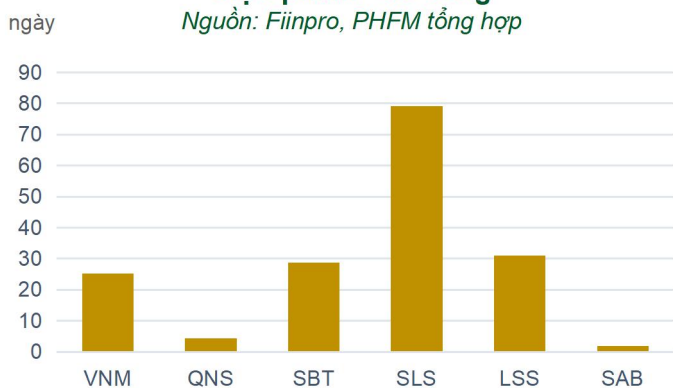


### ❖ Bảng cân đối tài chính lành mạnh

Cuối Q2/2021, QNS có tổng tài sản tăng 2% lên 9,306 tỷ đồng. Mức tăng tổng tài sản chủ yếu đến từ tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn (tiền gửi kỳ hạn ngắn) và hàng tồn kho. Trong đó, tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn tăng 18% so với đầu năm, đạt 3,313 tỷ đồng, chiếm 36% tổng tài sản. Hàng tồn kho tăng 20.2% so với đầu năm chủ yếu đến từ việc gia tăng thành phẩm. Chúng tôi nhận định rằng Công ty đã chủ động đẩy mạnh sản xuất sản phẩm thiết yếu (sữa, đường RS) vào cuối Q2 nhằm phục vụ nhu cầu gia tăng tích trữ thực phẩm trong giai đoạn dịch bệnh bùng phát trong Q3/2021.

#### Thời gian thu tiền khách hàng bình quân của một số doanh nghiệp trong ngành thực phẩm - đồ uống

Nguồn: Fiinpro, PHFM tổng hợp



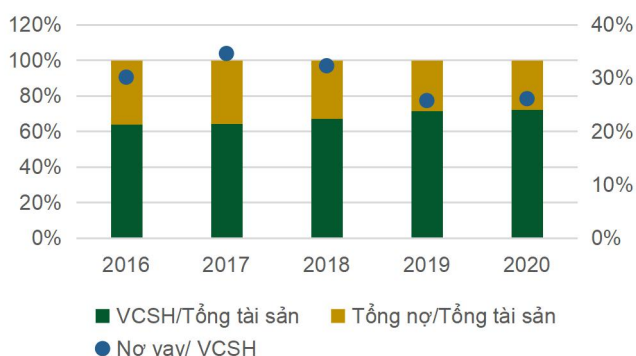
**Rủi ro bị chiếm dụng vốn thấp:** QNS có rủi ro bị chiếm dụng vốn từ các khoản phải thu thấp do mảng kinh doanh sữa được khách hàng thanh toán ngay khi xuất kho và phân phối tới các siêu thị, đại lý và người tiêu dùng. Thời gian thu tiền khách hàng bình quân dao động 4-6 ngày. Khoản trả trước cho người bán chiếm tỷ trọng lớn ~ 70% trong tổng phải thu ngắn hạn. Trong đó, các khoản trả trước cho người bán chủ yếu là tiền trả cho nông dân dưới dạng liên kết đầu tư vùng nguyên liệu. Tỷ trọng phải thu/doanh thu của QNS ở mức 7%, thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Thời gian tồn kho bình quân được cải thiện, giảm xuống còn 139 ngày từ 188 ngày trong 1H2020. Điều này thể hiện việc đưa ra những sản phẩm chất lượng ra thị trường và các chương trình khuyến mãi thu hút khách

hàng

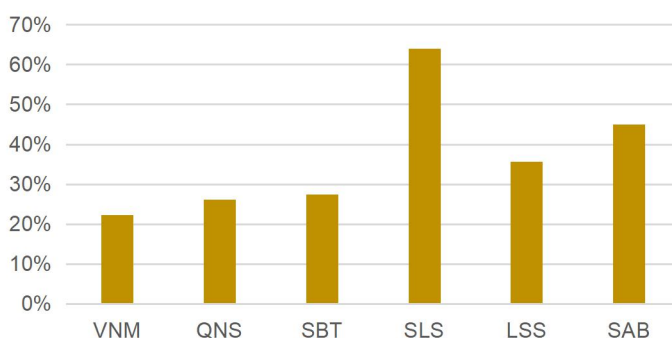
#### Cơ cấu nguồn vốn

Nguồn: Fiinpro, PHFM tổng hợp



#### Đòn bẩy tài chính của một số doanh nghiệp trong ngành thực phẩm - đồ uống

Nguồn: Fiinpro, PHFM tổng hợp

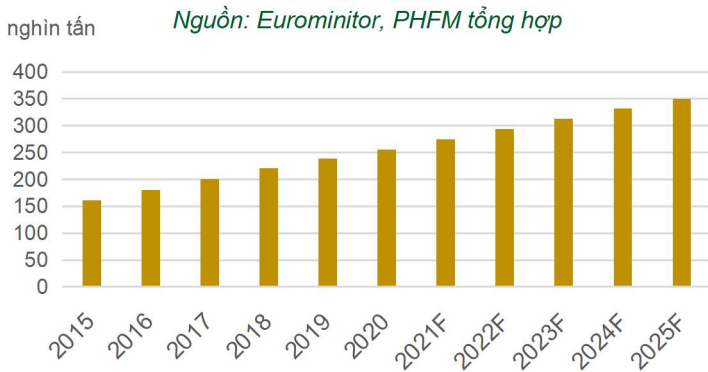


**Đòn bẩy tài chính thấp:** Tỷ lệ đòn bẩy D/E xấp xỉ 28% cuối Q2/2021 và ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tỷ lệ Nợ vay/ Tổng tài sản của QNS trong 1H2021 là 19.7%. Nợ vay của công ty chủ yếu là nợ ngắn hạn nhằm phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động (nhập nguyên vật liệu từ các nhà cung cấp nước ngoài). Chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của QNS ở mức tốt với chỉ số thanh toán hiện hành đạt 2.5 và chỉ số chi trả lãi vay (EBIT/Lãi vay) ở mức khoảng 16.6 lần trong Q2/2021.

## Động lực tăng trưởng ngắn hạn đến từ mảng kinh doanh cốt lõi

### ➤ Thống lĩnh thị trường sữa đậu nành

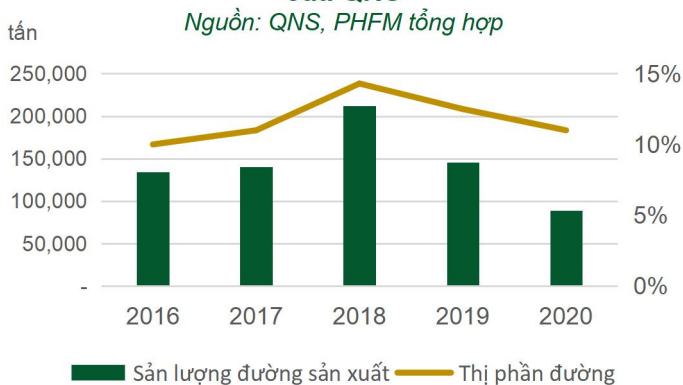
#### Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành giai đoạn 2015-2025F



Mặc dù mức tiêu thụ sữa đậu nành của QNS trong năm 2020 sụt giảm 10%YoY và có thể đi ngang năm 2021 do mức chi tiêu/ giờ hàng của người tiêu dùng bị hạn chế trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS có thể quay về mức trước đại dịch và duy trì mức tăng trưởng từ 5-6%/năm trong giai đoạn 2022-2025 nhờ (1) Sức mua phục hồi; (2) Chất lượng sản phẩm vượt trội và giá cả rẻ hơn so với dòng sản phẩm sữa hạt của đối thủ cạnh tranh; và (3) Xu hướng ưu chuộng sữa đậu nành và “ít ngọt” ngày càng được giới trẻ ưu chuộng.

### ➤ Tập trung hoàn thiện chuỗi giá trị Mía – Đường – Điện:

#### Sản lượng sản xuất đường và thị phần của QNS



Trong năm 2021, QNS chú trọng phát triển vùng nguyên liệu mía, nghiên cứu ra những giống mía phù hợp với từng vùng nguyên liệu và đầu tư máy móc thiết bị, khoa học kỹ thuật vào quá trình canh tác. Vì vậy, mảng mía đường gặt hái “quả ngọt” trong 1H2021 với sản lượng tiêu thụ tăng ~23YoY. Ngoài ra, các công ty trong ngành mía đường nói chung được hưởng lợi từ giá đường tăng cao do (1) Giá đường thế giới chạm mức kỷ lục trong 4 năm qua khi sản lượng đường tại Brazil suy giảm mạnh (lo ngại về việc thiếu hụt nguồn cung xảy ra); (2) Sản phẩm đường nội có cơ hội cạnh tranh về giá so với đường nhập khẩu khi Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 1578/QĐ-BCT áp dụng mức thuế chống bán phá giá chính thức 42.99% và thuế chống trợ cấp chính

thức 4.65% đối với sản phẩm đường mía có xuất xứ từ Thái Lan trong thời hạn 5 năm. Doanh nghiệp có lợi thế về quy mô vùng nguyên liệu và công suất lớn trong sản xuất đường RS và RE như QNS sẽ được hưởng lợi hơn từ chính sách mới.

Tuy nhiên, VSSA cho rằng vẫn đang có hiện tượng “lẩn tránh thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp” đối với đường có xuất xứ từ Thái Lan nhập khẩu vào Việt Nam thông qua nước thứ ba bằng thủ đoạn gian lận xuất xứ. Vì thế đường nhập khẩu vẫn đang làm chủ thị trường, gây khó khăn cho sản xuất trong nước. Kỳ vọng trong thời gian tới, Chính phủ sẽ có những chính sách bảo hộ chặt chẽ hơn đối với thị trường mía đường nội địa.

Mỗi năm QNS thu được lượng bã mía khoảng hơn 600 nghìn tấn và tận dụng để sản xuất điện sinh khối, tổng sản lượng điện phát lên lưới điện quốc gia từ 110-130 triệu KWH/năm. Bên cạnh đó, Công ty cũng đầu tư Hệ thống máy nghiền nhiên liệu đốt lò vào nhà máy điện sinh khối An Khê nhằm khai thác lợi thế phế phẩm nông nghiệp của khu vực miền Trung -Tây Nguyên.

## Dự phóng KQKD 2H2021 và 2022

(tỷ đồng)	2H2021	YoY	2022F	YoY	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	<b>3,738</b>	<b>15%</b>	<b>9,557</b>	<b>19%</b>	
Sữa đậu nành	1,994	-1%	4,284	10%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ước tính doanh thu mảng sữa đậu nành đi ngang so với 2020 do đại dịch Covid-19 kéo dài</li> <li>✓ Kỳ vọng sức mua thị trường chung ngành sữa phục hồi trong 2022 khi dịch bệnh được kiểm soát triệt để. Mức tăng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành có thể đạt 5-6%/năm.</li> </ul>
Đường	683	48%	2,161	40%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Hưởng lợi từ giá đường thế giới tăng do nguồn cung tại Thái Lan và Brazil dự báo giảm trong niên vụ 2021/2022.</li> <li>✓ Chính sách bảo hộ của Chính phủ trong việc áp thuế chống bán phá giá đường nhập khẩu từ Thái Lan giúp đường nội địa có cơ hội cạnh tranh với đường nhập khẩu.</li> </ul>
Khác	1,061	-11%	2,917	20%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Kỳ vọng tăng trưởng nhờ mảng điện sinh khối sau khi dự án Hệ thống máy nghiền nhiên liệu đốt lò vào nhà máy điện sinh khối An Khê đi vào hoạt động.</li> </ul>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,170</b>	<b>8%</b>	<b>2,575</b>	<b>22%</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Nâng cao năng suất mảng đường</li> <li>✓ Giá nguyên liệu đậu nành kỳ vọng sẽ "hạ nhiệt" trong 2022. Ước tính biên lãi gộp được cải thiện lên 27.5% trong 2022, tăng 0.7 điểm phần trăm so với 2021.</li> </ul>
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>(478)</b>	<b>13%</b>	<b>(1,264)</b>	<b>27%</b>	
<b>EBIT</b>	<b>692</b>	<b>5%</b>	<b>1,311</b>	<b>17%</b>	
<b>Chi phí lãi vay</b>	<b>(30)</b>	<b>-15%</b>	<b>(77)</b>	<b>20%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>459</b>	<b>-25%</b>	<b>4,409</b>	<b>32%</b>	

## Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Năm 2021, chúng tôi ước tính DTT đạt 7,882 tỷ đồng (+21.4%YoY), chủ yếu nhờ tăng trưởng ngành hàng chính. Trong đó, kết quả kinh doanh mảnh đường có thể tăng vượt trội ~50%YoY và mảng sửa đập nành đi ngang so với 2020. Giá nguyên liệu đập nành tăng ~60%YoY tác động tiêu cực đến biên lãi gộp của Công ty. Ước tính biên lãi gộp của Công ty đạt 26.8% trong 2021 từ mức 31.6% của 2020. LNST dự phóng đạt 980 tỷ đồng (-7%YoY). Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý cho cổ phiếu QNS khoảng **53,700 đồng/cổ phiếu** (+4% so với giá hiện tại). Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh tích cực của QNS đã được phản ánh vào giá. Từ đó khuyến nghị **GIỮ** cho cổ phiếu này.

Bước sang 2022, chúng tôi kỳ vọng QNS sẽ đạt kết quả kinh doanh tốt hơn 2021 nhờ hưởng lợi từ chính sách bảo hộ ngành đường của Chính phủ và nhu cầu tiêu dùng của người dân phục hồi. Chúng tôi ước tính DTT và LNST năm 2022 của QNS lần lượt đạt 9,362 tỷ đồng (+19%YoY) và 1,143 tỷ đồng (+17%YoY).

### Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2H2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận sau thuế	459	1,143	1,439	1,807	2,195
Lãi vay sau thuế	25	36	46	56	68
CAPEX	(123)	(344)	(343)	(445)	(580)
Khấu hao	177	313	280	261	298
WC	(8)	49	(257)	(141)	(151)
FCFF	530	1,197	1,164	1,539	1,830
DCF (WACC 11%)	(126)	207	246	276	348
Giá trị cuối cùng (2% g)	12,307				
Nợ ròng	(1,266)				
Giá trị vốn cổ phần	15,942				
SLCP	356,939,955				
<b>Giá hợp lý (VND/cp)</b>	<b>51,555</b>				

### Phương pháp P/E

EPS 2021	2,745
P/E ngành	20.4
<b>Giá hợp lý</b>	<b>56,003</b>

	DCF	P/E	Giá hợp lý
Giá hợp lý (VND/CP)	51,555	56,003	<b>53,700</b>
Tỷ trọng	50%	50%	<b>VND/CP</b>

### Rủi ro:

- (1) Biến động giá đầu vào nguyên liệu;
- (2) Rủi ro thời tiết ảnh hưởng tới vùng nguyên liệu mía;
- (3) Rủi ro dịch bệnh ảnh hưởng tới sức mua của người tiêu dùng



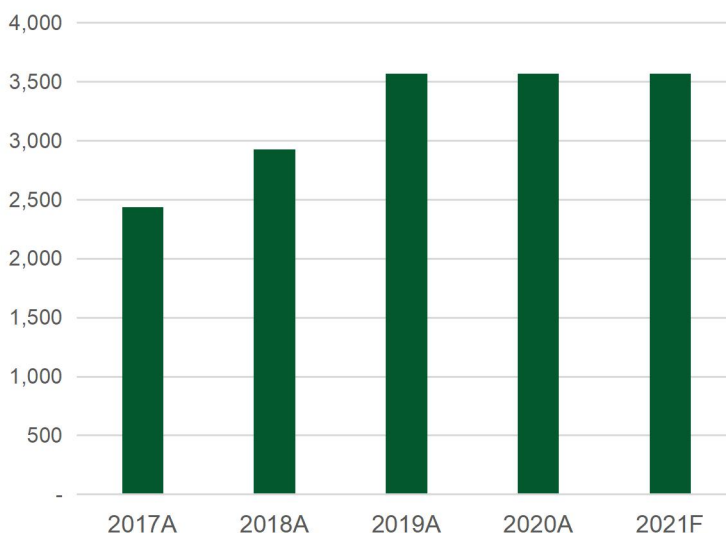
## Sơ lược công ty

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (QNS), tiền thân là Công ty Đường Quảng Ngãi, được cổ phần hóa vào năm 2005. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất đường, sữa đậu nành và đồ uống. Công ty dẫn đầu trong phân khúc sữa đậu nành với thị phần trên 80%. Mỗi năm, QNS sản xuất hơn 1 triệu sản phẩm sữa đậu nành phục vụ cho người tiêu dùng trong nước. Nhà máy sữa đậu nành Vinasoy có công suất là 90 triệu lít/năm/nhà máy. 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 10.000 tấn/năm. Hệ thống phân phối của QNS trải dài khắp cả nước và xuất khẩu các mặt hàng như sữa, bánh kẹo, bia và nước khoáng ra nước ngoài, chủ yếu là Trung Quốc và Nhật Bản.

**Chiến lược Kinh doanh dài hạn:** QNS nỗ lực giữ vững vị thế là nhà sản xuất sữa đậu nành lớn nhất Việt Nam và top 5 doanh nghiệp đậu nành lớn nhất Thế Giới. Ngoài ra, Công ty chú trọng phát triển vùng nguyên liệu mía, hướng đến vùng nguyên liệu mía tập trung tại tỉnh Gia Lai và các tỉnh thuộc khu vực Tây Nguyên trong dài hạn nhằm hưởng lợi chính sách bảo hộ thị trường đường nội địa của Chính phủ.



## Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



**Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>
Doanh thu thuần	7,633	8,031	7,681	6,490	7,882
Giá vốn hàng bán	(5,637)	(5,737)	(5,224)	(4,438)	(5,770)
Lợi nhuận gộp	1,996	2,294	2,456	2,051	2,112
Chi phí bán hàng	(697)	(762)	(785)	(654)	(717)
Chi phí QLDN	(146)	(176)	(214)	(234)	(277)
Lợi nhuận từ HĐKD	1,153	1,357	1,457	1,163	1,117
Lợi nhuận tài chính	(40)	(9)	61	70	51
Chi phí lãi vay	(77)	(90)	(77)	(71)	(64)
Lợi nhuận trước thuế	1,138	1,405	1,543	1,266	1,179
Lợi nhuận sau thuế	1,027	1,240	1,292	1,053	980
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,027	1,240	1,292	1,053	980
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>1,907</b>	<b>3,178</b>	<b>3,840</b>	<b>4,188</b>	<b>4,773</b>
Tiền và tương đương tiền	528	418	215	422	552
Đầu tư tài chính ngắn hạn	751	1,699	2,660	2,639	2,837
Phải thu ngắn hạn	289	468	281	264	282
Hàng tồn kho	320	585	661	844	1,089
Tài sản ngắn hạn khác	19	8	24	19	13
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>5,092</b>	<b>4,823</b>	<b>5,208</b>	<b>4,963</b>	<b>5,696</b>
Phải thu dài hạn	1	1	1	0	1
Tài sản cố định	2,805	4,388	4,157	3,807	3,717
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	2,047	214	826	928	949
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	788
Tài sản dài hạn khác	239	221	224	227	241
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>6,999</b>	<b>8,002</b>	<b>9,048</b>	<b>9,150</b>	<b>10,469</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2,517</b>	<b>2,649</b>	<b>2,578</b>	<b>2,545</b>	<b>2,649</b>
Nợ ngắn hạn	2,345	2,622	2,553	2,517	2,602
Nợ dài hạn	172	27	25	28	47
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,482</b>	<b>5,353</b>	<b>6,470</b>	<b>6,605</b>	<b>7,820</b>
Vốn góp	2,438	2,926	3,569	3,569	3,569
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6,999</b>	<b>8,002</b>	<b>9,048</b>	<b>9,150</b>	<b>10,469</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,625	1,540	1,645	1,108	993
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,051)	(1,461)	(1,512)	(56)	(246)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(182)	(189)	(336)	(845)	(617)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	391	(110)	(203)	207	130
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	137	528	418	215	422
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	528	418	215	422	552
<b>Chỉ số tài chính (%)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	9.5%	5.2%	-4.4%	-15.5%	21.4%
Lợi nhuận sau thuế	-27.2%	20.8%	4.1%	-18.5%	-6.9%
Tổng tài sản	14.3%	14.3%	13.1%	1.1%	14.4%
Tổng vốn chủ sở hữu	14.6%	19.4%	20.9%	2.1%	18.4%
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Tỷ suất lãi gộp	26.2%	28.6%	32.0%	31.6%	26.8%
Tỷ suất EBIT	15.1%	16.9%	19.0%	17.9%	14.2%
Tỷ suất lãi ròng	13.5%	15.4%	16.8%	16.2%	12.4%
ROA	15.2%	15.5%	14.3%	11.5%	9.4%
ROE	22.9%	23.2%	20.0%	15.9%	12.5%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Số ngày phải thu	1	4	3	4	5
Số ngày tồn kho	20	37	46	68	68
Số ngày phải trả	34	28	33	34	23
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.8	1.2	1.5	1.7	1.8
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	1.0	1.2	1.3	1.4
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.37	0.33	0.28	0.28	0.25
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.56	0.49	0.40	0.39	0.34
Vay ngắn hạn/VCSH	0.31	0.32	0.26	0.26	0.23
Vay dài hạn/VCSH	0.03	-	-	-	-

Nguồn: PHFM

## **Đảm bảo phân tích**

Báo cáo được thực hiện bởi Tôn Nữ Nhật Minh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ 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 trách**

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/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/Quản lý Quỹ 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/Quản lý Quỹ 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 Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### **© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).**

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower, 08 Hoàng Văn Thái, phường Tân Phú, quận 7, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### **PGD Phú Mỹ Hưng**

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

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### **Chi nhánh Quận 3**

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### **Chi nhánh Thanh Xuân**

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (84-24) 6 250 9999

Fax: (84-24) 6 250 6666

### **Chi nhánh Tân Bình**

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### **Chi nhánh Hà Nội**

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

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

### **Chi nhánh Quận 1**

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912