

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



**MUA – Giá mục tiêu 1 năm: 61.000 đồng/cp**

Giá hiện tại (ngày 04/03/2022): 49.400 đồng/cp

Phạm Huyền Trang

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

+84 24 3936 6321 ext. 8712

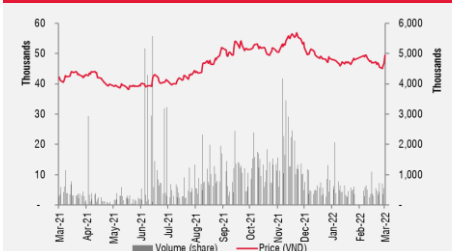
Ngày 04/03/2022

NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG

## Các chỉ số chính

|                                            |         |
|--------------------------------------------|---------|
| Giá trị vốn hóa (triệu USD)                | 772     |
| Giá trị vốn hóa (tỷ VND)                   | 17.633  |
| Số cổ phiếu lưu hành (triệu)               | 357     |
| Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND) | 58/38,1 |
| KLGD trung bình 3 tháng (cp)               | 590.127 |
| KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)        | 1,12    |
| KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)          | 25,55   |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)                | 17,32   |
| 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. Mảng kinh doanh sữa đậu nành là nguồn đóng góp lớn nhất cho lợi nhuận của QNS. Mảng đường đứng thứ hai. Phần còn lại đến từ mảng Bia, Đồ uống, Bánh kẹo.

## Sản lượng sữa đậu nành phục hồi tốt như dự kiến

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu QNS với giá mục tiêu 1 năm là 61.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi điều chỉnh giảm 3,6% ước tính lợi nhuận năm 2022 do (1) xu hướng giá đậu nành duy trì ở mức cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của sữa đậu nành và (2) giảm ước tính sản lượng đường (chủ yếu là đường tinh chế RE). Tuy nhiên, chúng tôi nâng P/E mục tiêu từ 12x lên 13x cho cổ phiếu. Về cơ bản, chúng tôi giữ quan điểm kết quả kinh doanh của QNS đã phục hồi kể từ năm 2021 nhờ mảng đường, trong khi mảng sữa đậu nành có mức tăng trưởng doanh thu ổn định bất chấp dịch Covid-19. Sản lượng sữa đậu nành tăng 20% trong 2 tháng đầu năm 2022 củng cố thêm quan điểm của chúng tôi.

*Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:* Nhu cầu đối với các sản phẩm của QNS thấp hơn dự kiến do nhiều yếu tố như tình hình dịch bệnh phức tạp/giá đậu nành cao hơn dự kiến/sản lượng đường RE thấp hơn dự kiến.

| Tỷ đồng         | 2018  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022F  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | 8.031 | 7.681  | 6.490  | 7.335  | 8.840  |
| Lợi nhuận ròng  | 1.240 | 1.292  | 1.053  | 1.242  | 1.448  |
| Tăng trưởng     | 20,8% | 4,1%   | -18,5% | 17,9%  | 16,6%  |
| ROE             | 25,2% | 21,9%  | 16,1%  | 18,1%  | 20,1%  |
| Tỷ suất cổ tức  | 4,3%  | 11,1%  | 6,5%   | 6,3%   | 6,2%   |
| Tổng tài sản    | 8.002 | 9.048  | 9.150  | 9.876  | 10.751 |
| Nợ ròng         | -390  | -1.210 | -1.338 | -2.070 | -2.543 |
| Nợ/VCSH         | 0,32  | 0,26   | 0,26   | 0,29   | 0,34   |

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

- Lũy kế cả năm 2021, QNS đạt 7,34 nghìn tỷ đồng doanh thu (+13% so với cùng kỳ) và 1,24 nghìn tỷ đồng LNST (+17,9% so với cùng kỳ). LNST thấp hơn một chút so với ước tính của chúng tôi, chủ yếu là do chúng tôi kỳ vọng mảng điện sinh khối sẽ đạt hòa vốn ròng, trong khi thực tế vẫn ghi nhận lỗ -20 tỷ đồng do niên vụ mới (2021/2022) bắt đầu vào cuối tháng 12/2021 muộn hơn dự kiến. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận chủ yếu nhờ vào mảng mía đường đúng như chúng tôi kỳ vọng: Doanh thu từ đường đạt 1,58 nghìn tỷ đồng (+59,3% so với cùng kỳ), do sản lượng tăng 24% (đạt 110 nghìn tấn) và giá bán ra cao hơn. Đáng chú ý, biên lợi nhuận từ mảng đường đã tăng đáng kể lên 23,5% trong năm 2021, cải thiện đáng kể so với mức 3,1% trong năm 2020. Theo đó, mảng kinh doanh mía đường đạt lợi nhuận trước thuế là 350 tỷ đồng. Mảng điện sinh khối đạt 230 tỷ đồng doanh thu (+116% so với cùng kỳ) và lỗ trước thuế là -20 tỷ đồng.
- Doanh thu từ sữa đậu nành tăng 6% so với cùng kỳ đạt 4,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2021. Đáng chú ý, sản lượng sữa đậu nành tăng 8% so với cùng kỳ đạt 270 triệu lít, nhưng giá bán bình quân giảm nhẹ do hai yếu tố sau: (1) QNS tăng chiết khấu bán hàng cho nhà phân phối để hỗ trợ họ trong thời gian dịch bệnh, thay vì chi cho tiếp thị và quảng cáo; và (2) nhu cầu tiêu dùng yếu. Biên lợi nhuận gộp đạt 40,5% trong năm 2021, giảm gần 400 điểm cơ bản do chi phí đầu vào (đậu nành, đường, bao bì, vận chuyển...) tăng lên. Theo đó, lợi nhuận trước thuế của sữa đậu nành giảm 8% so với cùng kỳ, đạt 1.025 tỷ đồng trong năm 2021.
- Các mảng khác: doanh thu từ đồ uống, bia và bánh kẹo đạt 1,43 nghìn tỷ đồng (-6% so với cùng kỳ), do sản lượng tiêu thụ bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.

### Các cập nhật khác

- Vinasoy giành thêm được thị phần trong năm 2021. Cuối năm 2021, thị phần của Vinasoy đạt trên 90%, đây là một bước nhảy vọt so với mức 85% trong cuối năm 2020. Điều này phù hợp với mức tăng trưởng doanh thu của công ty là 8% về sản lượng, cao hơn so với mức tiêu thụ sữa uống nói chung. Theo Nielsen, mức tiêu thụ sữa uống chỉ tăng 1,3% trong năm 2021.
- Công ty sẽ mở rộng hoạt động kinh doanh đậu nành sang các thực phẩm và đồ uống làm từ đậu nành khác, vì công ty cho rằng thị trường đồ uống dinh dưỡng từ đậu nành vẫn còn nhiều tiềm năng. Theo đó, QNS có kế hoạch ra mắt sữa chua uống làm từ đậu nành trong năm 2022, và một sản phẩm thay thế thịt làm từ đậu nành trong thời gian tới. Chúng tôi cũng cho rằng thực phẩm có nguồn gốc thực vật có thể sẽ là một xu hướng trong thời gian tới.
- Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành tăng 20% so với cùng kỳ trong 2 tháng đầu năm 2022. Trong khi đó, công ty đã tăng giá bán bình quân khoảng 5%. Mặc dù giá đậu nành nhập khẩu vẫn ở mức cao trong năm nay, nhưng ban lãnh đạo dự kiến biên lợi nhuận của sữa đậu nành sẽ cao hơn khoảng 100-200 điểm cơ bản so với năm 2021, được hỗ trợ một phần bởi giá bán trung bình cao hơn.
- Cổ tức tiền mặt cho năm 2021 là 30%/mệnh giá (cao hơn năm 2020: 25%).

### Ước tính lợi nhuận

Chúng tôi ước tính QNS đạt 8,8 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (+20,5% so với cùng kỳ) và 1,45 nghìn tỷ đồng LNST (+16,7% so với cùng kỳ) trong năm 2022. Tăng trưởng doanh thu sẽ được thúc đẩy bởi 3 yếu tố sau: (1) sản lượng đường cao hơn (sản lượng đường RS tăng 20% so với cùng kỳ và 50 nghìn tấn đường RE); (2) doanh thu sữa đậu nành tăng 11% so với cùng kỳ; và (3) doanh thu từ các mảng khác tăng 10% so với cùng kỳ từ mức thấp năm 2021. Theo đó, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm cho QNS là 61.000 đồng/cp dựa trên P/E mục tiêu là 13x. Với tiềm năng tăng giá 23,5%, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu QNS.

| Tỷ đồng   | 2022F |       | Lưu ý                         |
|-----------|-------|-------|-------------------------------|
|           | Cũ    | Mới   |                               |
| Doanh thu | 9.546 | 8.840 | Giảm ước tính sản lượng đường |
| Tăng/Giảm |       | -7,4% |                               |
| NPATMI    | 1.503 | 1.449 |                               |
| Tăng/Giảm |       | -3,6% |                               |

Nguồn: SSI ước tính

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Tỷ VND                                    | 2019         | 2020         | 2021         | 2022F         |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>               |              |              |              |               |
| + Tiền và các khoản tương đương tiền      | 215          | 422          | 179          | 126           |
| + Đầu tư ngắn hạn                         | 2.660        | 2.639        | 3.923        | 4.923         |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn             | 281          | 264          | 386          | 465           |
| + Hàng tồn kho                            | 661          | 844          | 816          | 876           |
| + Tài sản ngắn hạn khác                   | 24           | 19           | 19           | 24            |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>              | <b>3.840</b> | <b>4.188</b> | <b>5.323</b> | <b>6.575</b>  |
| + Các khoản phải thu dài hạn              | 1            | 0            | 1            | 1             |
| + GTCL Tài sản cố định                    | 4.157        | 3.807        | 4.285        | 3.495         |
| + Bất động sản đầu tư                     | 0            | 0            | 0            | 0             |
| + Tài sản dài hạn dở dang                 | 826          | 928          | 47           | 409           |
| + Đầu tư dài hạn                          | 0            | 0            | 0            | 0             |
| + Tài sản dài hạn khác                    | 224          | 227          | 220          | 271           |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>               | <b>5.208</b> | <b>4.963</b> | <b>4.552</b> | <b>4.176</b>  |
| <b>Tổng tài sản</b>                       | <b>9.048</b> | <b>9.150</b> | <b>9.876</b> | <b>10.751</b> |
| + Nợ ngắn hạn                             | 2.553        | 2.517        | 2.721        | 3.354         |
| Trong đó: vay ngắn hạn                    | 1.665        | 1.723        | 2.032        | 2.505         |
| + Nợ dài hạn                              | 25           | 28           | 71           | 86            |
| Trong đó: vay dài hạn                     | 0            | 0            | 0            | 0             |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>                   | <b>2.578</b> | <b>2.545</b> | <b>2.792</b> | <b>3.441</b>  |
| + Vốn góp                                 | 3.569        | 3.569        | 3.569        | 3.569         |
| + Thặng dư vốn cổ phần                    | 353          | 353          | 353          | 353           |
| + Lợi nhuận chưa phân phối                | 2.813        | 2.910        | 3.357        | 3.538         |
| + Quý khác                                | -266         | -228         | -196         | -151          |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                     | <b>6.470</b> | <b>6.605</b> | <b>7.083</b> | <b>7.310</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b> | <b>9.048</b> | <b>9.150</b> | <b>9.876</b> | <b>10.751</b> |
| <b>Lưu chuyển tiền tệ</b>                 |              |              |              |               |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh         | 1.645        | 1.108        | 1.478        | 1.099         |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư             | -1.512       | -56          | -1.276       | -420          |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính          | -336         | -845         | -445         | -733          |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>     | <b>-203</b>  | <b>207</b>   | <b>-243</b>  | <b>-53</b>    |
| Tiền đầu kỳ                               | 418          | 215          | 422          | 179           |
| <b>Tiền cuối kỳ</b>                       | <b>215</b>   | <b>422</b>   | <b>179</b>   | <b>126</b>    |
| <b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>      |              |              |              |               |
| Hệ số thanh toán hiện hành                | 1,5          | 1,66         | 1,96         | 1,96          |
| Hệ số thanh toán nhanh                    | 1,24         | 1,32         | 1,65         | 1,69          |
| Hệ số thanh toán tiền mặt                 | 1,13         | 1,22         | 1,51         | 1,51          |
| Nợ ròng / EBITDA                          | -1,26        | -1,59        | -2,09        | -2,07         |
| Khả năng thanh toán lãi vay               | 21,05        | 18,83        | 22,67        | 19,39         |
| Ngày phải thu                             | 3,5          | 4            | 4,5          | 4,5           |
| Ngày phải trả                             | 32,6         | 35,8         | 26,8         | 23,7          |
| Ngày tồn kho                              | 43,5         | 61,9         | 59,6         | 49,3          |
| <b>Cơ cấu vốn</b>                         |              |              |              |               |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản               | 0,72         | 0,72         | 0,72         | 0,68          |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản                  | 0,28         | 0,28         | 0,28         | 0,32          |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu                | 0,4          | 0,39         | 0,39         | 0,47          |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu                         | 0,26         | 0,26         | 0,29         | 0,34          |
| Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu                | 0,26         | 0,26         | 0,29         | 0,34          |

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

| Tỷ VND                                   | 2019         | 2020         | 2021         | 2022F        |
|------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>        |              |              |              |              |
| <b>Doanh thu thuần</b>                   | <b>7.681</b> | <b>6.490</b> | <b>7.335</b> | <b>8.840</b> |
| Giá vốn hàng bán                         | -5.224       | -4.438       | -5.080       | -6.262       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                     | <b>2.456</b> | <b>2.051</b> | <b>2.255</b> | <b>2.577</b> |
| Doanh thu hoạt động tài chính            | 138          | 142          | 143          | 147          |
| Chi phí tài chính                        | -77          | -72          | -66          | -91          |
| Thu nhập từ các công ty liên kết         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Chi phí bán hàng                         | -785         | -654         | -693         | -751         |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp             | -214         | -234         | -257         | -265         |
| <b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>1.517</b> | <b>1.233</b> | <b>1.381</b> | <b>1.617</b> |
| Thu nhập khác                            | 26           | 33           | 46           | 56           |
| Lợi nhuận trước thuế                     | 1.543        | 1.266        | 1.428        | 1.672        |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                    | <b>1.292</b> | <b>1.053</b> | <b>1.242</b> | <b>1.448</b> |
| <b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>        | <b>1.292</b> | <b>1.053</b> | <b>1.242</b> | <b>1.448</b> |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EPS cơ bản (VND)                         | 4.204        | 3.451        | 4.078        | 4.753        |
| Giá trị sổ sách (VND)                    | 21.465       | 21.915       | 23.501       | 24.254       |
| Cổ tức (VND/cổ phiếu)                    | 3.000        | 2.500        | 3.000        | N.a          |
| EBIT                                     | 1.620        | 1.337        | 1.494        | 1.763        |
| EBITDA                                   | 2.099        | 1.809        | 1.968        | 2.449        |
| <b>Tăng trưởng</b>                       |              |              |              |              |
| Doanh thu                                | -4,4%        | -15,5%       | 13,0%        | 20,5%        |
| EBITDA                                   | 5,6%         | -13,8%       | 8,8%         | 24,5%        |
| EBIT                                     | 8,3%         | -17,4%       | 11,7%        | 18,1%        |
| Lợi nhuận ròng                           | 4,1%         | -18,5%       | 17,9%        | 16,6%        |
| Vốn chủ sở hữu                           | 20,9%        | 2,1%         | 7,2%         | 3,2%         |
| Vốn điều lệ                              | 22,0%        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Tổng tài sản                             | 13,1%        | 1,1%         | 7,9%         | 8,9%         |
| <b>Định giá</b>                          |              |              |              |              |
| PE                                       | 6,4          | 11,2         | 11,7         | 10,2         |
| PB                                       | 1,3          | 1,8          | 2            | 2            |
| Giá/Doanh thu                            |              |              |              |              |
| Tỷ suất cổ tức                           | 11,1%        | 6,5%         | 6,3%         | 6,2%         |
| EV/EBITDA                                | 3,3          | 3,8          | 3,5          | 2,8          |
| EV/Doanh thu                             | 0,9          | 1,1          | 0,9          | 0,8          |
| <b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>       |              |              |              |              |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                    | 32,0%        | 31,6%        | 30,7%        | 29,2%        |
| Tỷ suất lợi nhuận hoạt động              | 19,4%        | 18,3%        | 19,7%        | 19,2%        |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng                   | 16,8%        | 16,2%        | 16,9%        | 16,4%        |
| Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần         | 10,2%        | 10,1%        | 9,4%         | 8,5%         |
| Chi phí quản lý/Doanh thu thuần          | 2,8%         | 3,6%         | 3,5%         | 3,0%         |
| ROE                                      | 21,9%        | 16,1%        | 18,1%        | 20,1%        |
| ROA                                      | 15,2%        | 11,6%        | 13,1%        | 14,0%        |
| ROIC                                     | 17,8%        | 13,5%        | 14,9%        | 16,1%        |

## KHUYẾN CÁO

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

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

## 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

trinhhtt@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

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhhtk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### 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