

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2022

Mã giao dịch: QNS

Reuters: QNS.HNO

Bloomberg: QNS VN

Kỳ vọng biên lợi nhuận phục hồi trong 2023

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **48.600**

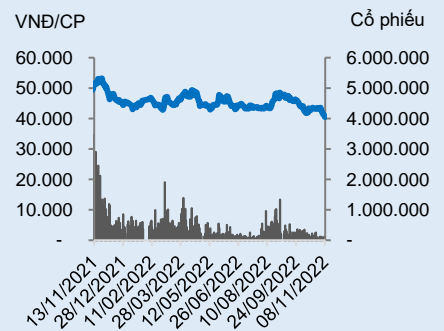
Giá thị trường (08/11/2022) 40.500

Lợi nhuận kỳ vọng +20,0%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	40.500-53.190
Vốn hóa	14.456 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	356.939.955
KLGD bình quân 10 ngày	94.200
% sở hữu nước ngoài	18,88%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,4%
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
QNS	-10,6%	-4,0%	-6,6%	-9,1%
UpcomIndex	-35,7%	-5,1%	-23,0%	-19,5%

Kết quả kinh doanh 9T 2022 không đạt kỳ vọng: QNS ghi nhận doanh thu thuần 6.311 tỷ đồng (+13,4% yoy) và lợi nhuận sau thuế 858 tỷ đồng (-1,3% yoy), hoàn thành lần lượt 79% và 85% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm.

- **Biên lợi nhuận mảng đường giảm dù giá đường đã tăng lại rất mạnh.** Kể từ khi có quyết định đánh thuế phòng vệ thương mại với đường Thái lần tránh nguồn gốc xuất xứ qua các nước ASEAN thì giá đường trong nước đã quay đầu lại tăng khá nhanh. Tuy nhiên do chi phí đầu vào, đặc biệt là giá thu mua mía tăng nên biên lợi nhuận đường tiếp tục giảm.
- **Sửa đậu nành giảm tốc nhanh** sau tăng trưởng hơn 14% trong Q1 2022 thì chỉ còn 0,4% trong Q2 và giảm đến hơn 12% trong Q3. Điều này diễn ra trong bối cảnh cạnh tranh trong ngành vẫn gay gắt. Bên cạnh đó, sức mua và niềm tin của người tiêu dùng vẫn chịu tác động tiêu cực bởi lạm phát. **Tuy nhiên, biên lợi nhuận của mảng này đã có dấu hiệu phục hồi trong Q3.**

Điều chỉnh giảm dự báo 2022, với doanh thu 8.730 tỷ (+14,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế 1.259 tỷ (+0,4% yoy) chủ yếu do giảm dự báo tăng trưởng mảng Sửa đậu nành. EPS 2022 là 4.176 đồng/cp và P/E dự phóng 10,5x.

Dự báo lợi nhuận 2023 tăng 11%. BVSC dự báo doanh thu đạt 9.283 tỷ (+10,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 1.394 tỷ đồng (+10,7% yoy) nhờ: (i) kỳ vọng sản lượng mía/đường tăng trong khi giá bán vẫn ở mức cao giúp phần nào bù trừ giá mía đầu vào tăng; và (ii) sửa đậu nành tăng trưởng ở mức vừa phải về doanh thu và áp lực chi phí đầu vào cũng giảm bớt so với 2022. EPS 2023 là 4.624 đồng/cp và P/E dự phóng 8,8x.

Khuyến nghị đầu tư: BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với QNS với giá mục tiêu **48.600 đồng/cp**, tương ứng với P/E 10,5x cho năm 2023 và tiềm năng tăng giá 20%. Các điểm nhấn chính: (i) tăng trưởng 2023 vừa phải ở mức 11% trong khi vẫn có suất cổ tức 7,4%; (ii) thuộc ngành nghề thiết yếu ít chịu tác động mạnh bởi yếu tố vĩ mô; và (iii) P/E dự phóng của QNS đã về vùng hấp dẫn trong lịch sử 2 năm trở lại đây – quanh mức 9 lần.

Chuyên viên phân tích
Trương Sỹ Phú, CFA
 (84 28) 3914 6888 ext.258
 phuts@bvsc.com.vn

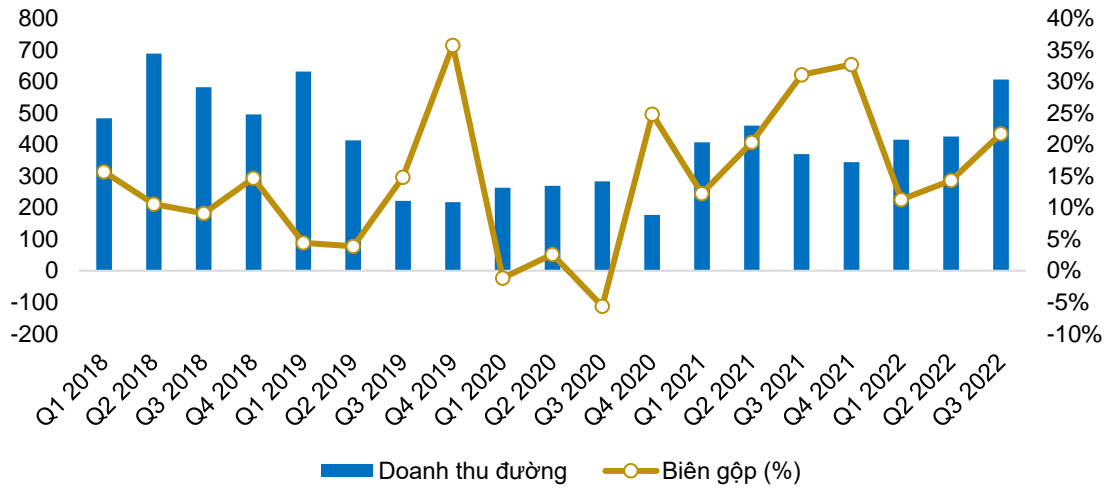
Cập nhật KQKD 9T 2022

QNS ghi nhận doanh thu thuần 6.311 tỷ đồng (+13,4% yoy) và lợi nhuận sau thuế 858 tỷ đồng (-1,3% yoy), hoàn thành lần lượt 79% và 85% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm.

- **Biên lợi nhuận mảng đường giảm dù giá đường đã tăng lại rất mạnh.** Kể từ khi có quyết định đánh thuế phòng vệ thương mại với đường Thái lẫn tránh nguồn gốc xuất xứ qua các nước ASEAN thì giá đường trong nước đã quay đầu lại tăng khá nhanh, từ quanh 17.000 đồng/kg đến nay đã vượt mức 20.000 đồng/kg (RS An Khê tại nhà máy). Tuy nhiên do chi phí đầu vào, đặc biệt là giá thu mua mía tăng nên biên lợi nhuận đường tiếp tục giảm.
- **Sữa đậu nành giảm tốc nhanh** sau tăng trưởng hơn 14% trong Q1 2022 thì chỉ còn 0,4% trong Q2 và giảm đến hơn 12% trong Q3. Điều này diễn ra trong bối cảnh cạnh tranh trong ngành vẫn gay gắt khi các đối thủ lớn Vinamilk, TH tiếp tục tung nhiều sản phẩm mới, bên cạnh các thương hiệu từ Nhật, Hàn Quốc và các nước ASEAN, đặc biệt là ở kênh hiện đại (siêu thị, cửa hàng tiện lợi, v.v.). Bên cạnh đó, giống như nhiều doanh nghiệp hàng tiêu dùng khác, QNS cũng đứng trước bài toán cân đối giữa tăng giá bán để duy trì lợi nhuận trong bối cảnh chi phí đầu vào tăng mạnh (đậu nành, đường, bao bì, v.v.) và tăng chi phí bán hàng để hỗ trợ sức mua và niềm tin của người tiêu dùng đang bị ảnh hưởng liên hoàn bởi dịch bệnh trong 2021 và lạm phát cao trong 2022. **Tuy nhiên, biên lợi nhuận mảng này đã có dấu hiệu phục hồi trong Q3.**

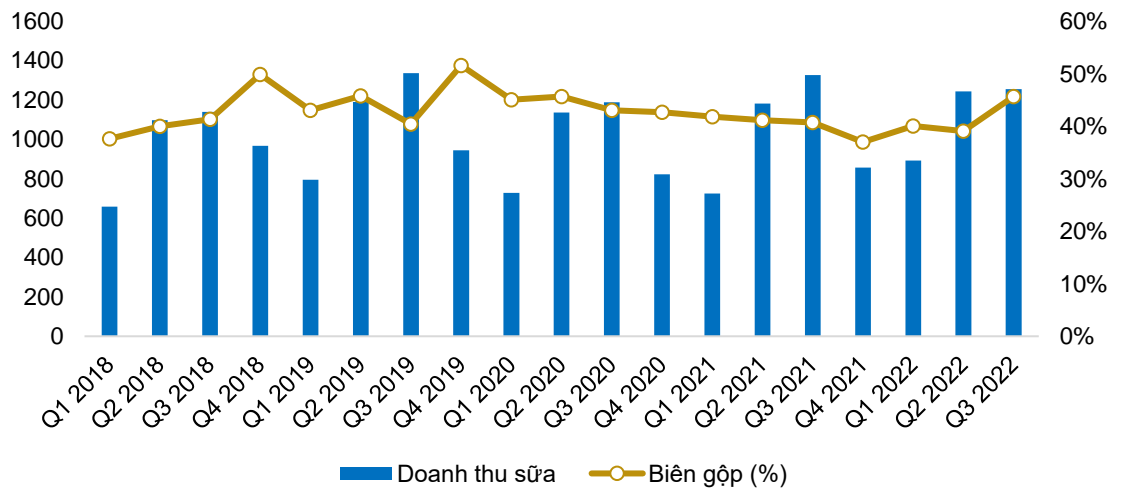
	9T 2022	9T 2021	y/y (%)	Diễn giải
Doanh thu	6.311	5.564	13,4%	
- Đường	1.449	1.239	16,9%	- Tổng sản lượng tiêu thụ đạt 94.000 tấn, tăng 12% yoy. Giá bán bình quân ước tăng khoảng 5% yoy.
- Sữa đậu nành	3.390	3.234	4,8%	- Tổng sản lượng tiêu thụ đạt 207 triệu lít, giảm nhẹ 3 triệu lít so với năm ngoái. - Sản phẩm sữa chua Viyo mới chưa đóng góp nhiều, hiện chỉ mới chiếm 1,6% doanh thu.
- Khác	1.472	1.091	34,9%	- Chủ yếu nhờ mảng Bia hồi phục sau dịch và Điện sinh khối đi theo sản lượng mía tăng.
Lợi nhuận HĐKD	945	935	1,1%	
Lợi nhuận ròng	858	869	-1,3%	
Biên gộp	29,7%	31,3%		
- Đường	16,6%	20,9%		- Biên gộp giảm do chi phí thu mua mía vụ 21/22 tăng 11% yoy. BVSC ước giá bình quân về tới nhà máy vụ 21/22 là 1,05 triệu/tấn.
- Sữa đậu nành	41,8%	41,1%		- Biên gộp cải thiện nhẹ nhờ cơ cấu sản phẩm, tăng giá bán 5%, phần nào là giá đường giảm trong cuối Q2 – đầu Q3 và giá đậu nành giảm.
- Khác	14,7%	14,1%		- Cải thiện chủ yếu nhờ mảng Điện sinh khối.
Biên HĐKD	15,0%	16,8%		
Biên ròng	13,6%	15,6%		
SG&A/Doanh thu	14,7%	14,3%		- Tăng để hỗ trợ tăng trưởng cho mảng Sữa đậu nành.
% KH năm:				
- Doanh thu	78,9%			
- Lợi nhuận	85,1%			

Hiệu quả kinh doanh mảng Đường



Biên gộp mảng đường thường tăng dần về Q4 do: (i) cuối vụ nguồn cung đường còn ít thường giá tốt hơn và (ii) khấu hao nhà máy An Khê luôn được hạch toán hết vào Q1 hằng năm, trùng với thời gian của vụ ép (từ cuối tháng 12 đến tháng 5).

Hiệu quả kinh doanh mảng Sữa đậu nành



Mùa cao điểm của sữa đậu nành thường vào Q2 và Q3 hằng năm trong khi biên gộp khá ổn định trừ giai đoạn từ 2020 trở đi do giá đậu nành tăng cao. BVSC kỳ vọng với việc tăng giá bán, thay đổi cơ cấu sản phẩm và giá đậu nành giảm trở lại sẽ giúp biên gộp mảng sữa hồi phục trong năm 2023.

Dự báo 2022 – 2023

Điều chỉnh giảm dự báo 2022, với doanh thu 8.730 tỷ (+14,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế 1.259 tỷ (+0,4% yoy) chủ yếu do giảm dự báo tăng trưởng mảng Sữa đậu nành. EPS 2022 là 4.176 đồng/cp và P/E dự phóng 10,5x.

Dự báo lợi nhuận 2023 tăng 11%. BVSC dự báo doanh thu đạt 9.283 tỷ (+10,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 1.394 tỷ đồng (+10,7% yoy) nhờ: (i) kỳ vọng sản lượng mía/đường tăng trong khi giá bán vẫn ở mức cao giúp phần nào bù trừ giá mía đầu vào tăng; và (ii) sữa đậu nành tăng trưởng ở mức vừa phải về doanh thu và áp lực chi phí đầu vào cũng giảm bớt so với 2022. EPS 2023 là 4.624 đồng/cp và P/E dự phóng 8,8x.

	2022F	y/y (%)	2023F	y/y (%)	Diễn giải
Doanh thu	8.370	14,1%	9.283	10,9%	
- Đường	2.230	40,8%	2.784	24,8%	- 2022: (i) sản lượng RS đạt 116k tấn (+16% yoy); (ii) sản lượng RE đạt 25.000 tấn; (iii) giá bán bình quân 17.750 đồng/kg. - 2023: (i) sản lượng RS đạt 147k tấn (+27% yoy) thấp hơn so với ước tính gần nhất của ban lãnh đạo ~160k tấn; (ii) sản lượng RE đi ngang so với 2022; (iii) giá bán bình quân bằng 2022 và giảm so với mức cao hiện nay do lo ngại tình trạng cung vượt cầu trong vụ 22/23. - BVSC thận trọng trong dự báo sản lượng do QNS có lịch sử hoàn thành thấp hơn kế hoạch trong vài vụ mía gần đây, do nhiều nguyên do: thời tiết, cạnh tranh mua mía, v.v.
- Sữa đậu nành	4.295	5,0%	4.535	5,6%	- 2022: sản lượng đi ngang trong khi giá bán bình quân tăng 5%. Điều này phù hợp với kỳ vọng của BLĐ công ty khi cho rằng dư địa tăng sản lượng trong Q4 2022 không còn nhiều và cả năm chỉ ngang bằng năm trước. - 2023: sản lượng tăng nhẹ 3,5% và giá bán bình quân tăng 2%.
- Khác	1.845	11,1%	1.965	6,5%	- Tăng chủ yếu theo sản lượng mía.
LN HĐKD	1.427	2,5%	1.600	12,1%	
Lợi nhuận ròng	1.259	0,4%	1.394	10,7%	
Biên gộp	28,3%		28,0%		
- Đường	20,7%		18,4%		- Biên gộp 2023 giảm do dự báo giá bán bình quân đi ngang trong khi giá mía đầu vào tiếp tục tăng thêm 100 – 150k/kg do: (i) đảm bảo lợi nhuận cho nông dân; (ii) chi phí vận chuyển tăng do xăng dầu.
- Sữa đậu nành	40,4%		41,9%		- 2022: giá đậu nành bình quân tăng 15%. - 2023: giá đậu nành đi ngang ở mức hiện tại, qua đó bình quân cả năm giảm khoảng 10%. Với kỳ vọng cung - cầu đậu nành thế giới cải thiện hơn trong vụ 22/23, BVSC cho rằng rủi ro giá đậu tiếp tục tăng là không lớn.
- Khác	13,7%		15,9%		- Mảng Điện sinh khối hoạt động hiệu quả hơn nhờ sản lượng mía và tỷ giá tăng.
Biên HĐKD	17,1%		17,2%		
Biên ròng	15,0%		15,0%		

Định giá 2023 quay về vùng hấp dẫn

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với QNS với giá mục tiêu **48.600 đồng/cp**, tương ứng với P/E 10,5x cho năm 2023 và tiềm năng tăng giá 20%. Các điểm nhấn chính: (i) tăng trưởng 2023 vừa phải ở mức 11% trong khi vẫn có suất cổ tức 7,4%; (ii) thuộc ngành nghề thiết yếu ít chịu tác động mạnh bởi yếu tố vĩ mô; và (iii) P/E dự phóng của QNS đã về vùng hấp dẫn trong lịch sử 2 năm trở lại đây – quanh mức 9 lần.

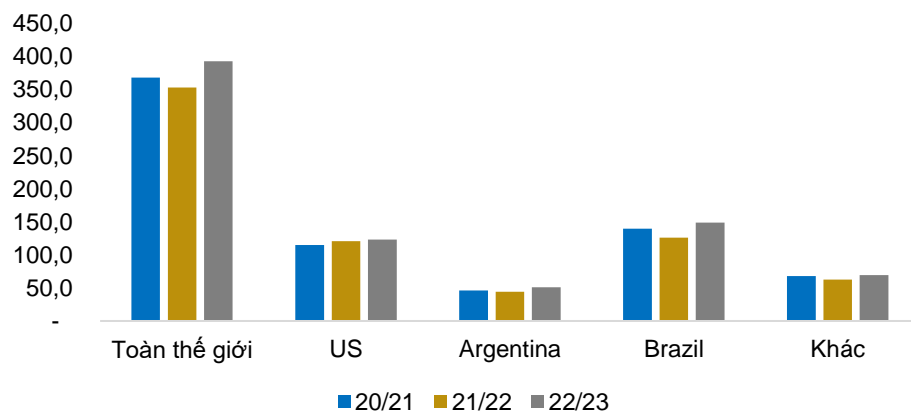


Nguồn: Bloomberg

Phụ lục 1 – Triển vọng giá đậu nành

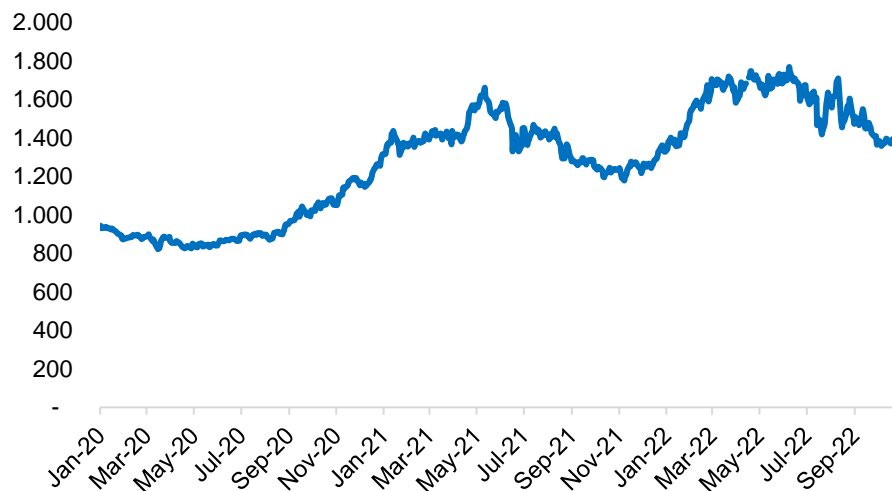
Theo USDA, sản lượng đậu nành vụ 2022/2023 có thể đạt mức cao kỷ lục, trong đó các nước có sản lượng lớn như Mỹ, Argentina và Brazil đều tăng diện tích thu hoạch. Tuy nhiên, về phía cầu, khả năng Trung Quốc mở cửa trở lại và nhu cầu sử dụng nhiên liệu sinh học cao (do giá dầu cao) kỳ vọng sẽ giúp cho giá đậu nành không giảm sâu. Do đó, BVSC kỳ vọng giá đậu nành tiếp tục đi ngang ở mức hiện tại.

Dự báo sản lượng đậu nành
Đvt: triệu tấn



Nguồn: USDA

Giá đậu nành từ 2020 đến nay

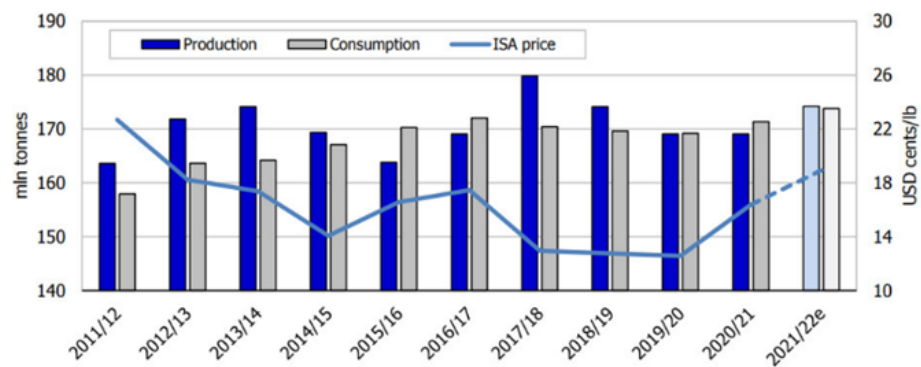


Nguồn: Bloomberg

Phụ lục 2 – Triển vọng giá đường

Trong quá khứ, giá đường thể hiện mối quan hệ rất chặt chẽ với cán cân cung – cầu, bên cạnh các yếu tố khác như giá dầu, tỷ giá đồng Real của Brazil. Điều này đã thể hiện rất rõ trong đà hồi phục giá đường thế giới trong 2 vụ 2020/2021 và 2021/2022 khi cung – cầu thâm hụt và giá dầu duy trì đà tăng. Tuy nhiên, sản lượng đường của Brazil khả năng sẽ hồi phục trong vụ 2022/2023 và cung – cầu thế giới chuyển sang trạng thái thặng dư (theo Green Pool). Khi đó, giá đường có thể sẽ chịu áp lực giảm.

Cung – cầu đường trên thế giới

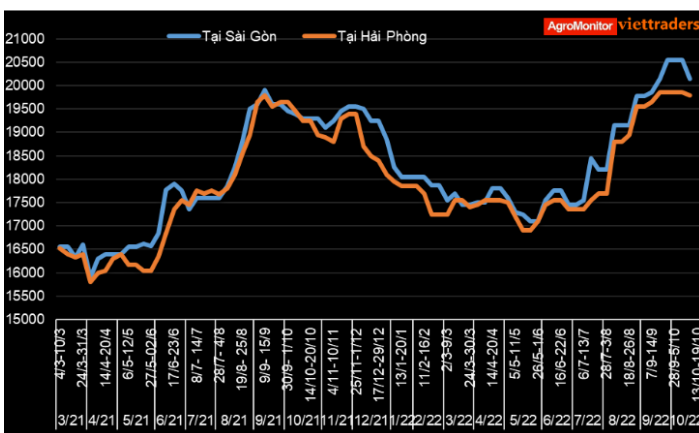


Nguồn: ISO Sugar

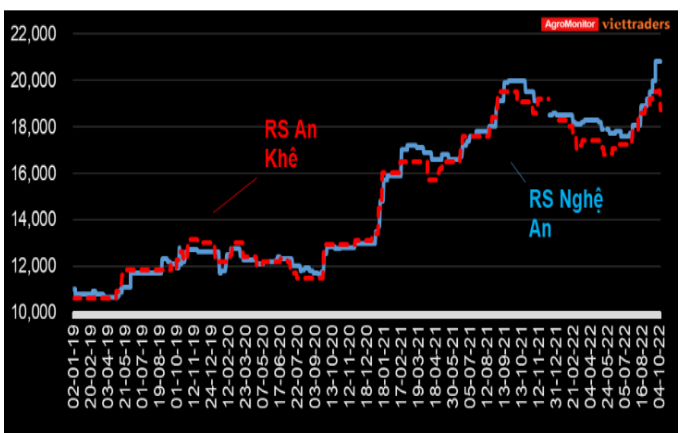
Giá đường tại Việt Nam cũng có tính liên thông rất cao so với quốc tế, tuy nhiên thời gian nửa đầu 2022 có mức giảm mạnh hơn do áp lực của đường nhập khẩu và đường tiểu ngạch.

Kể từ khi Bộ Công Thương áp thuế phòng vệ 47,64% đối với đường mía từ Thái Lan vào giữa 2021, khối lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan đã giảm mạnh và có xu hướng chuyển dịch qua các nước khác như Lào, Cambodia và Indonesia. Từ tháng 8/2022, Việt Nam tiếp tục đánh thuế phòng vệ với đường từ các nước ASEAN khác có xuất xứ từ Thái Lan. Điều này cộng với việc tăng cường kiểm soát đường lậu, giá đường Việt Nam đã có mức phục hồi rất khả quan.

Giá đường nhập khẩu tại Việt Nam



Giá đường RS nội địa tại nhà máy



Nguồn: Agromonitor

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	6.490	7.335	8.370	9.283
Giá vốn	(4.438)	(5.073)	(6.001)	(6.680)
Lợi nhuận gộp	2.051	2.262	2.369	2.604
Doanh thu tài chính	142	143	190	225
Chi phí tài chính	(72)	(66)	(86)	(87)
Lợi nhuận sau thuế	1.053	1.254	1.259	1.394

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền & khoản tương đương tiền	422	179	1.496	1.762
Các khoản phải thu ngắn hạn	264	386	440	488
Hàng tồn kho	844	816	965	1.075
Tài sản cố định hữu hình	3.807	4.285	3.731	3.186
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tổng tài sản	9.150	9.876	10.918	11.502
Nợ ngắn hạn	2.517	2.710	3.388	3.476
Nợ dài hạn	28	71	81	90
Vốn chủ sở hữu	6.605	7.095	7.449	7.936
Tổng nguồn vốn	9.150	9.876	10.918	11.502

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020	2021	2022F	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-15,5%	13,0%	14,1%	10,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-18,5%	19,0%	0,4%	10,7%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	31,6%	30,8%	28,3%	28,0%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16,2%	17,1%	15,0%	15,0%
ROA (%)	11,5%	12,7%	11,5%	12,1%
ROE (%)	15,9%	17,7%	16,9%	17,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản (%)	27,8%	28,2%	31,8%	31,0%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	38,5%	39,2%	46,6%	44,9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.494	4.159	4.176	4.624
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	21.915	23.539	24.713	26.330

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính
khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhhd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888