

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 07 tháng 08 năm 2018

QNS – KHẢ QUAN

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(Ngày 06/08/2018)

Sàn giao dịch	UPCOM
Thị giá (đồng)	39.700
KLGD TB 10 ngày	184.939
Vốn hoá (tỷ đồng)	11.674
Số lượng CPLH	292.574.609
Giá khuyến nghị	48.270

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trần Thị Thu Trang
nnphuong@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6425 ext 116

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

❖ **KQKD: Q2.2018, KQKD của QNS đã tăng trưởng mạnh trở lại sau Quý 1 sụt giảm với doanh thu thuần đạt 2.375 tỷ đồng (+13,5% yoy) và LNST đạt 374 tỷ đồng (+39,7% yoy).** Lũy kế 6 tháng đầu năm, doanh thu thuần của QNS đạt 3.973 tỷ đồng (+1,3% yoy, 53% kế hoạch) và LNST đạt 562 tỷ đồng (+14,8% yoy, 290% kế hoạch). Biên LNG trong Q2.2018 cải thiện khá tốt, đạt 27,6% so với mức 25% của cùng kỳ khiến biên gộp lũy kế nửa đầu năm tăng lên 26,8%.

❖ **Điểm nhấn đầu tư:**

- **Kế hoạch triển khai 2 – 4 dòng sản phẩm sữa đậu nành mới – Điểm sáng cho mảng sữa đậu nành.** Vào ngày 13/09/2018, QNS sẽ tung ra hai dòng sản phẩm mới và tiếp tục là 2 dòng nữa trong tháng 2/2019. Đây là một điểm nổi bật của QNS trong năm nay do việc thiếu khả năng phát triển sản phẩm được xem như là nhân tố kìm hãm sự tăng trưởng mảng sữa đậu nành của công ty trong giai đoạn vừa qua.

- **Mở rộng đầu tư mảng đường.** BLĐ công ty đã quyết định đầu tư một dây chuyền sản xuất đường RE, thiết lập một thương hiệu đường bán lẻ với tổng ngân sách tối đa là 1.440 tỷ đồng. Mục tiêu của QNS đến năm 2020 sản lượng đường sẽ chiếm 1/3 cả nước so với mức 11% như hiện nay. Dự kiến thời gian xây dựng sẽ khoảng 12 – 15 tháng và đến khoảng ngày 20/04/2019, dây chuyền này sẽ chạy thử, sau đó vào năm 2020 sẽ chính thức đi vào hoạt động.

- **Nhà máy điện sinh khối đi vào hoạt động.** Nhằm tận dụng bã mía trong quá trình sản xuất đường của nhà máy An Khê, QNS đầu tư một nhà máy điện sinh khối với công suất 95MW với tổng chi phí đầu tư 1.900 tỷ đồng với 2 cụm máy (1) cụm máy đồng phát 40 MW (2) cụm máy không đồng phát 55MW. Khoảng 20 – 25MW sẽ được sử dụng cho nhà máy đường, còn lại bán cho EVN với giá 5,8 cent/kWh. Hiện nay, nhà máy này chỉ mới đang trong quá trình chạy thử nên doanh thu và lợi nhuận đóng góp cho QNS chưa đáng kể. Tuy nhiên chúng tôi dự phóng mảng này sẽ đóng góp khoảng 7% vào LNTT và tăng lên trên 10% từ năm 2020 trở đi.

❖ **Dự phóng:** Cho năm 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu của QNS đạt 8.434 tỷ đồng (+10,5% yoy) và LNST đạt 1.292 tỷ đồng (+25,8% yoy). Theo đó, EPS 2018 ước đạt 4.074 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức P/E forward là 9,8. Sử dụng kết hợp các phương pháp định giá trên, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý một cổ phiếu QNS là **48.270 đồng/cp**, so sánh với mức giá 39.700 đồng/cổ phiếu ngày 06/08/2018, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu QNS.

Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	6.972	7.633	8.434	9.532	10.366
+/- yoy (%)	-10,44%	9,48%	10,50%	13,01%	8,75%
LNST	1.410	1.027	1.292	1.388	1.531
+/- yoy (%)	14,62%	-27,17%	25,87%	7,42%	10,25%
Nợ/TTS	22,72%	22,14%	23,65%	22,37%	19,76%
GPM	32,63%	26,15%	28,53%	28,74%	28,92%
NPM	20,22%	13,45%	15,32%	14,57%	14,77%
ROA	24,96%	15,65%	16,84%	15,49%	15,07%
ROE	43,25%	24,47%	26,34%	23,92%	22,45%
EPS	4.388	4.806	4.074	4.377	4.777

Nguồn: VCBS tổng hợp

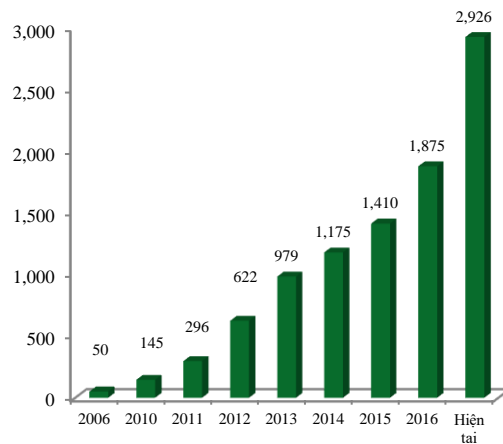
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử và quá trình tăng vốn điều lệ CTCP Đường Quảng Ngãi tiền thân là Công ty Đường Quảng Ngãi thuộc Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn với sản phẩm chính là Đường RS và cò, sau đó được cổ phần hóa và chính thức đi vào hoạt động từ ngày 01/01/2006 với số vốn điều lệ ban đầu gần 50 tỷ đồng. Trải qua nhiều lần tăng vốn để phục vụ hoạt động kinh doanh, vốn điều lệ hiện tại của công ty là 1.875,4 tỷ đồng. Cổ phiếu của công ty đã chính thức niêm yết trên sàn Upcom vào ngày 20/12/2016 với mã chứng khoán QNS và giá niêm yết 80.000 đồng/cổ phiếu. Hiện nay hoạt động của QNS bao gồm 4 mảng chính (1) Sữa đậu nành, (2) Đường, (3) Bia Dung Quất, (4) Các mảng khác gồm nước khoáng Thạch Bích và bánh kẹo thương hiệu Biscafun. Tuy nhiên kể từ năm 2018, QNS còn mở rộng thêm mảng điện sinh khối.

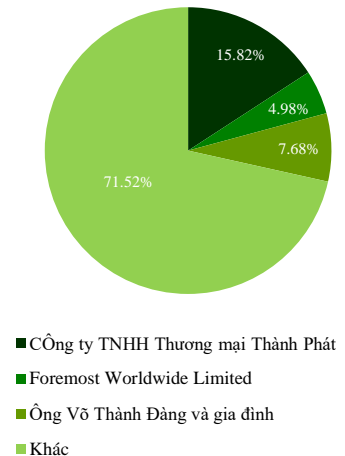
Cơ cấu cổ đông

Tính đến hiện tại, cổ đông lớn nhất của QNS là công ty con Công ty TNHH Thương mại Thành Phát với tỷ lệ sở hữu 15,82% (chủ tịch của công ty này là ông Nguyễn Hữu Tiến, hiện đang giữ chức vụ phó chủ tịch của QNS). Cổ đông tổ chức thứ hai là Foremost Worldwide Limited với tỷ lệ sở hữu 4,98%. Chủ tịch HĐQT Võ Thành Đăng và gia đình nắm giữ tổng cộng 7,68% cổ phần của QNS, phần còn lại thuộc sở hữu của các cổ đông nội bộ khác.

Quá trình tăng vốn của QNS



Cơ cấu cổ đông của QNS



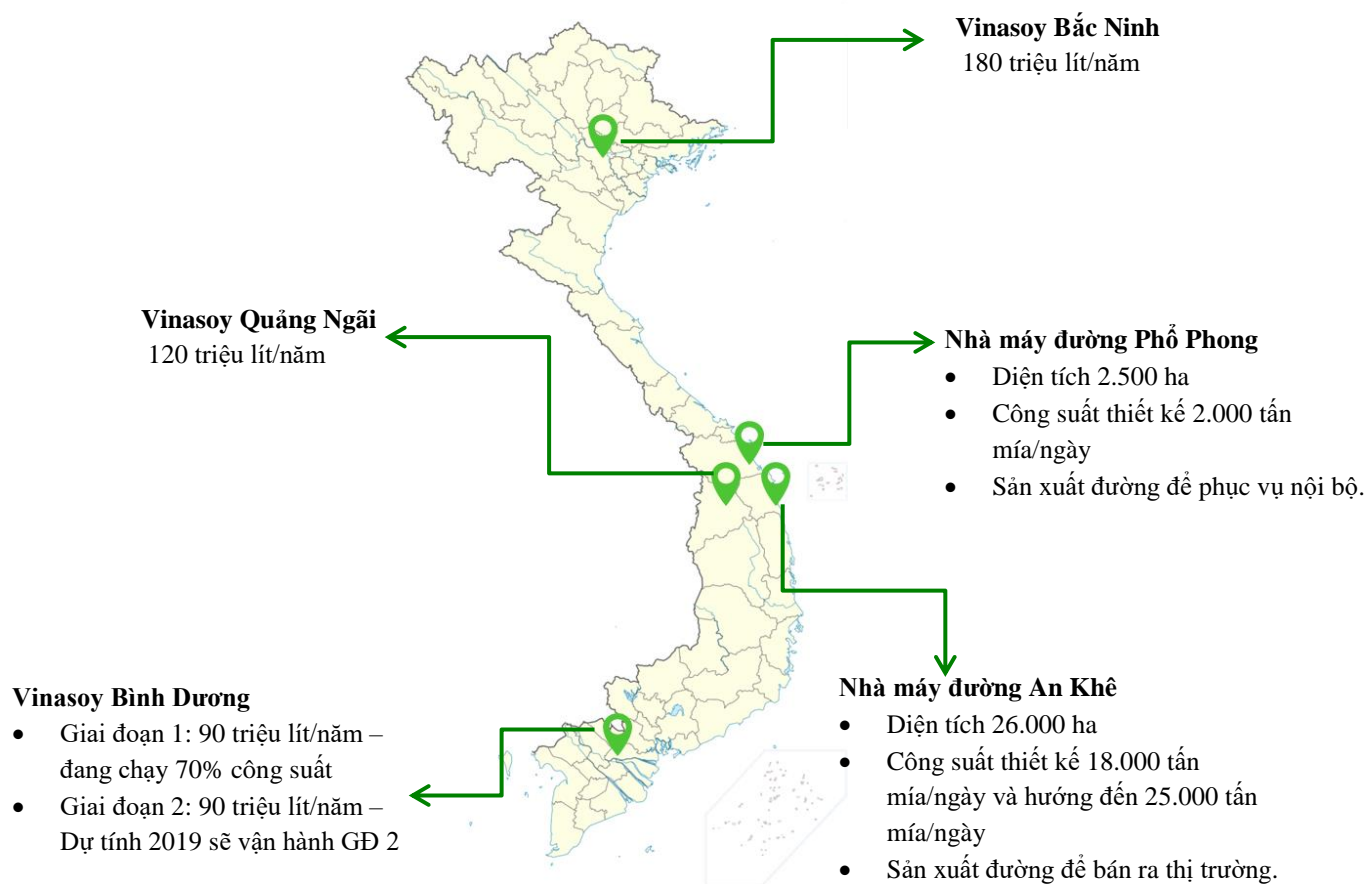
Nguồn: QNS, VCBS tổng hợp

ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG

Lĩnh vực hoạt động và các nhóm sản phẩm chính QNS là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thực phẩm đồ uống và mía đường với các nhóm sản phẩm chính là sữa đậu nành, đường RS, bia, nước khoáng và bánh kẹo.

Ngành	Sản phẩm	Thị phần	Tỷ trọng	Nguyên liệu đầu vào	Tổng công suất
Sữa đậu nành	<ul style="list-style-type: none"> Fami (1997) Fami Canxi (2013) Fami Kid (2014) Vinasoy (2005) Soymen (2015) 	83,3% (tính đến hết T5.2018) trong phân khúc sữa đậu nành có thương hiệu, theo Neilson.	Hơn 50%	<ul style="list-style-type: none"> Đậu nành chiếm khoảng 20 - 25%, trong đó 30% từ nội địa và 70% nhập khẩu. Bao bì chiếm 35% 	390 triệu lít Sau khi xong GD 2 nhà máy Bình Dương sẽ tăng lên 480 triệu lít

				được nhập khẩu từ Tetra Park.	
Đường	Đường RE	Khoảng 11-12%	23-29%	Mía	18.000 TMN
Bia	Bia Dung Quất	Nhỏ, không đáng kể	7-15%	Đại mạch, hoa bia, nước, men...	100 triệu lít/năm, đang chạy 70% công suất thiết kế
Điện sinh khối	Điện		Dự phóng: hơn 3%	Bã mía	95 MW/ngày
Khác	Bánh kẹo Biscafun, nước khoáng Thạch Bích	Nhỏ, không đáng kể	~ 5%		



Hệ thống phân phối

Hiện tại, công ty có 156 nhà phân phối trên hệ thống phân phối sản phẩm Vinasoy và có trên 152.000 điểm bán hàng trên cả nước, hiện diện ở trên 1.400 siêu thị. Kênh bán hàng chủ yếu là thông qua các hệ thống điểm bán lẻ, tạp hóa và siêu thị trên toàn quốc.

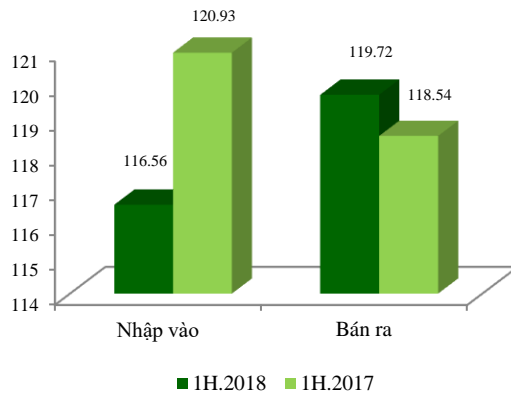
CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q2.2018

Q2.2018, KQKD của QNS đã tăng trưởng mạnh trở lại sau Quý 1 sụt giảm với doanh thu thuần

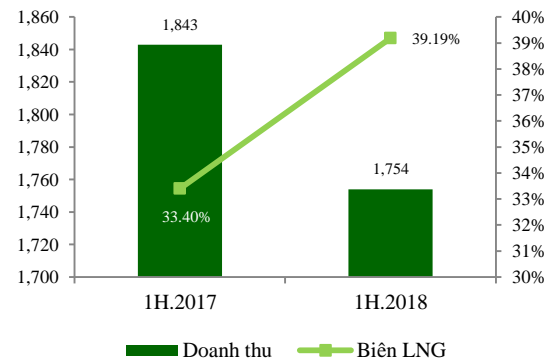
đạt 2.375 tỷ đồng (+13,5% yoy) và LNST đạt 374 tỷ đồng (+39,7% yoy). Lũy kế 6 tháng đầu năm, doanh thu thuần của QNS đạt 3.973 tỷ đồng (+1,3% yoy, 53% kế hoạch) và LNST đạt 562 tỷ đồng (+14,8% yoy, 290% kế hoạch). QNS có lịch sử đạt kế hoạch rất thấp nên việc vượt kế hoạch lợi nhuận khi chỉ mới kết thúc nửa đầu năm không đáng ngạc nhiên. Tuy vậy nhìn chung, KQKD trong Quý 2 đã có sự cải thiện đáng kể, đến từ:

- ❖ **Mảng sữa đậu nành:** 6 tháng đầu năm, do phải điều chỉnh chính sách giảm tồn kho cho toàn hệ thống phân phối ngoài thị trường nên sản lượng nhập vào giảm 4% yoy, tuy vậy sản lượng thực tế bán ra ngoài thị trường vẫn tăng trưởng 1% yoy. **Do đó, doanh thu 1H.2018 của mảng này giảm nhẹ 4,8% yoy, đạt 1.754 tỷ đồng.** Mặc dù sản lượng không tăng nhưng biên LNG của công ty tăng khá tốt lên 39,2% so với mức 33,4% của cùng kỳ nhờ kiểm soát chi phí hiệu quả (khấu hao của mảng này giảm mạnh 40%) và giúp LNTT tăng trưởng 15% yoy.

Sản lượng nhập vào và bán ra của QNS



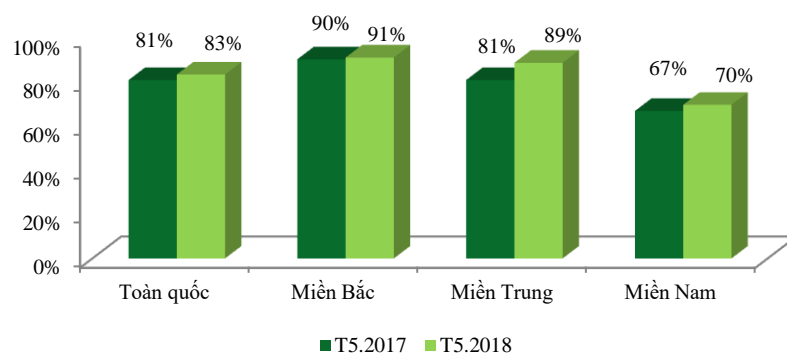
Doanh thu và biên LNG mảng sữa đậu nành



Nguồn: QNS, VCBS tổng hợp

Thị phần hiện nay của Vinasoy dẫn đầu ngành và đạt mức 83,3%, theo báo cáo của Nielsen (Tháng 5/2018). Miền Bắc và miền Trung vẫn là khu vực có tỷ lệ tiêu thụ sữa đậu nành nhiều nhất (khoảng 60% và 30%), đặc biệt thị phần tại khu vực miền Trung của Vinasoy có mức tăng trưởng mạnh từ 80,8% lên 88,6%. QNS cũng sở hữu hệ thống phân phối với khoảng 152.000 điểm bán hàng trên cả nước thông qua phần mềm quản lý bán hàng DMS, trong đó Vinasoy gần như bao phủ tuyệt đối tại khu vực miền Bắc và kênh siêu thị.

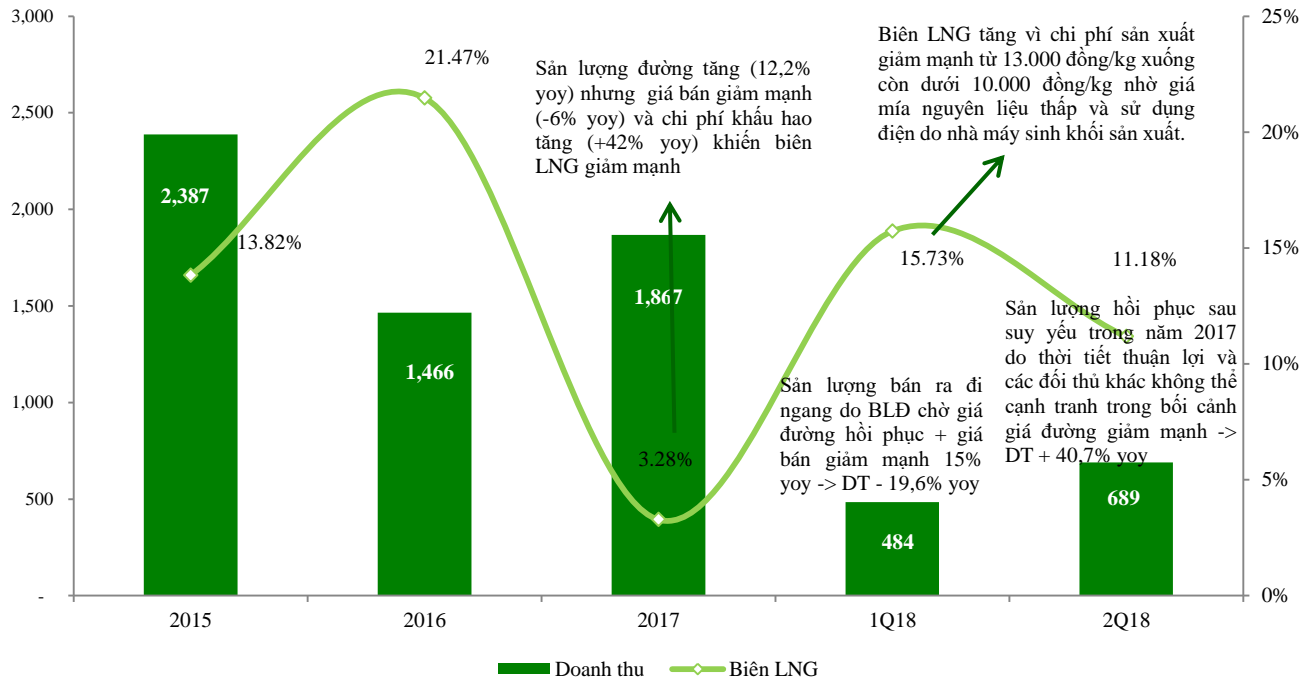
Thị phần của Vinasoy theo vùng miền



Nguồn: QNS, VCBS tổng hợp

❖ **Măng đường:**

Doanh thu và biên LNG măng đường của QNS (tỷ đồng)



Nguồn: QNS, VCBS Tổng hợp

- ❖ **Măng bia:** Măng bia được kinh doanh chủ yếu tại Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát. Trong nửa đầu năm 2018, măng này ghi nhận kết quả tăng trưởng khá với doanh thu đạt 599,5 tỷ đồng (+36% yoy). Sản phẩm bia Dung Quất của QNS được tiêu thụ chủ yếu ở Quảng Ngãi (90%) và công ty không có kế hoạch mở rộng sang các tỉnh thành khác trong bối cảnh các thương hiệu bia lớn như Sabeco, Habeco, Heineken...đang thống trị. Giai đoạn 2012 – 2017, măng này cũng ghi nhận mức tăng trưởng chậm với doanh thu đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm CAGR chỉ ở mức 2,4% và sản lượng cũng sụt giảm qua các năm do sự cạnh tranh từ các hãng bia lớn với những chiến dịch marketing, quảng cáo mạnh mẽ và sự dịch chuyển trong thị hiếu của người tiêu dùng sang các dòng sản phẩm cao cấp.
- ❖ **Măng điện sinh khối:** 2018 là năm đầu tiên ghi nhận doanh thu từ măng điện sinh khối, trong đó, doanh thu măng này đạt 130 tỷ đồng và LNTT đạt 30 tỷ đồng. Cần lưu ý dự án điện sinh khối chỉ đang trong giai đoạn chạy thử, chưa đi vào vận hành chính thức. Chúng tôi cho rằng bắt đầu từ năm 2019, dự án này sẽ hoạt động chính thức và mang lại doanh thu cho QNS. Vì yếu tố mùa vụ nên dự án điện sinh khối chỉ chạy trong 6 tháng, tuy nhiên BLĐ công ty chia sẻ, nếu hiệu suất tốt thì khả năng kết thúc vụ, nhà máy còn chạy được 2 tháng nữa.
- ❖ **Các măng khác** gồm bánh kẹo Biscafun và nước khoáng Thạch Bích ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ 6,8% do công ty cũng chưa có kế hoạch đẩy mạnh phát triển các măng kinh doanh này.

Biên LNG trong Q2.2018 cải thiện khá tốt, đạt 27,6% so với mức 25% của cùng kỳ khiến biên

gộp lũy kế nửa đầu năm tăng lên 26,8%. Biên LNG cải thiện phần lớn đến từ mảng đường và sữa đậu nành khi đã kiểm soát tốt chi phí đầu vào như chúng tôi đã phân tích ở trên.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

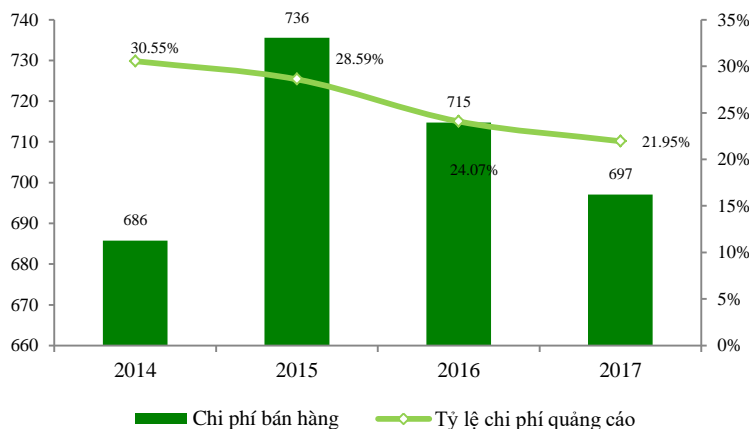
❖ Mảng Sữa đậu nành:

✓ QNS thay đổi chiến lược marketing:

- Tăng cường danh mục sản phẩm: Vào ngày 13/09/2018, QNS sẽ tung ra hai dòng sản phẩm mới và tiếp tục là 2 dòng nữa trong tháng 2/2019 với kỳ vọng sẽ mở rộng được thị trường và khách hàng tập trung. Đây là một điểm nổi bật của QNS trong năm nay do việc thiếu khả năng phát triển sản phẩm được xem như là nhân tố kìm hãm sự tăng trưởng mảng sữa đậu nành của công ty trong giai đoạn vừa qua.
- Xây dựng đội ngũ nhân sự Marketing, đứng đầu là chuyên gia từ Unilever.
- Đầu tư cho các chiến dịch marketing đại chúng thông qua nhiều chiến dịch gần gũi với Khách hàng như “Nhà là nơi”, MV Hòa Nhịp Triệu Trái Tim.

Chi phí quảng cáo luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng chi phí bán hàng (từ 25-30%). Tuy nhiên trong tương lai các khoản chi phí này sẽ giảm dần nếu như không có sự thay đổi trong chiến lược.

Tỷ lệ chi phí quảng cáo/chi phí bán hàng của QNS



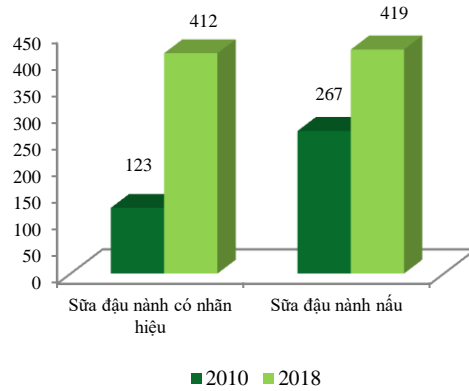
Nguồn: QNS, VCBS tổng hợp

✓ Dư địa tăng trưởng của ngành:

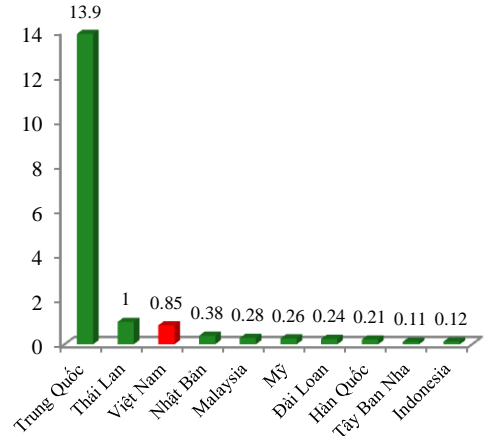
- **Triển vọng tăng trưởng ngành của thế giới khả quan.** Theo Tetra Compass, ngành hàng sữa đậu nành toàn thế giới tăng trưởng bình quân 8,8% từ năm 2012 đến 2018 và dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng trong những năm tiếp theo. Trong đó, sản lượng sữa đậu nành tại Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 11%/năm. Đặc biệt sữa đậu nành có nhãn hiệu tăng trưởng 3,3 lần sau 8 năm.
- **Tăng tỷ trọng sữa đậu nành có nhãn hiệu:** Sản lượng toàn thị trường Việt nam hiện tại khoảng 800 triệu lít, trong đó mới chỉ 45% là sữa đậu nành có nhãn hiệu. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng này sẽ gia tăng khi thị hiếu người tiêu dùng thay đổi.
- **Tỷ lệ tiêu thụ đầu người Việt Nam còn thấp.** Việt Nam nằm trong Top 3 nước tiêu thụ sữa đậu nành lớn nhất thế giới, sau Trung Quốc và Thái Lan và đứng thứ 7 mức độ tiêu thụ sữa đậu nành bình quân/người. So với Thái Lan, mức tiêu thụ bình quân đầu người chỉ bằng 60%. Ngành sữa đậu nành tại Thái Lan cũng tương đồng với thị trường

Việt Nam khi mà tốc độ tăng trưởng ngành ở mức 12%/năm. Bên cạnh đó, tỷ lệ sữa đậu nành có nhãn hiệu tại Thái Lan cũng ở mức 70%, khá cao so với mức 45% của Việt Nam. Điều này mang đến tiềm năng tăng trưởng lớn cho ngành hàng này.

Sản lượng sữa đậu nành 2010 - 2018 (Triệu lít)



Top 10 nước tiêu thụ sữa đậu nành lớn nhất 2018 (Tỉ lít)



Nguồn: Tetra Compass, QNS

- ❖ **Mở rộng đầu tư mảng đường.** Hiện sản phẩm đường chính của công ty là đường RS, được sử dụng trong sản xuất các loại thực phẩm với đối tượng khách hàng chính là các nhà sản xuất thực phẩm công nghiệp, đây là điểm yếu lớn nhất trong kinh doanh mảng đường của QNS do công ty không thể thiết lập được một thương hiệu riêng cho mình. Do đó, BLĐ công ty đã quyết định đầu tư một dây chuyền sản xuất đường RE, thiết lập một thương hiệu đường bán lẻ. Tổng ngân sách tối đa cho dự án này là 1.440 tỷ đồng.

Mục tiêu của QNS đến năm 2020 sản lượng đường sẽ chiếm 1/3 cả nước so với mức 11% như hiện nay. Với kế hoạch cung cấp khoảng 600.000 tấn đường cho cả nước đến năm 2020, nguồn cung để sản xuất đường RE sẽ đến từ 2 phía: (1) đường mía mua của nông dân phục vụ sản xuất khoảng 400.000 tấn đường RE, công suất 1.500 tấn/ngày, và (2) đường thô nhập từ Thái Lan phục vụ sản xuất khoảng 200.000 tấn đường RE với công suất 1.000 tấn ngày. Dự kiến thời gian xây dựng sẽ khoảng 12 – 15 tháng và đến khoảng ngày 20/04/2019, dây chuyền này sẽ chạy thử, sau đó vào năm 2020 sẽ chính thức đi vào hoạt động. Công ty đưa ra tầm nhìn đến năm 2020 như sau:

Mùa vụ	Diện tích trồng (ha)	Sản lượng mía (nghìn tấn)	Sản lượng đường (nghìn tấn)	Doanh thu ước tính (tỷ đồng)
2017/18	33.000	2.200	220	2.400
2018/19	36.000	2.600	250-300 (+100 từ đường thô)	3.600 – 4.100
2019/20	40.000	3.000	300 (+200 – 300 từ đường thô)	5.200 – 6.200

Nguồn: QNS, VCBS tổng hợp

QNS có thể tận dụng lợi thế từ ATIGA tốt hơn so với các doanh nghiệp khác. Vì kế hoạch của công ty sẽ nhập đường thô từ Thái Lan về luyện thành đường RE, do đó khi ATIGA có hiệu lực thì công ty sẽ được hưởng mức thuế nhập khẩu 0%.

→ **Đánh giá:** Kế hoạch công ty đặt ra cho mảng đường khá tham vọng và có sự chuẩn bị khá kỹ cho ATIGA cũng như biết nắm bắt cơ hội khi ATIGA có hiệu lực, tuy nhiên chúng tôi cho rằng để đạt được kế hoạch này là một chặng đường khó khăn cho QNS khi mà tính cạnh tranh của ngành đường của VN rất kém so với các nước khác, đặc biệt là Thái Lan khi (1) chi phí sản xuất lớn hơn Thái Lan 45%, ngành khá phân mảnh, số nhà máy công suất lớn chỉ đạt 8/38 nhà máy, (3) năng suất mía thấp hơn mức trung bình thế giới (65 tấn/ha so với 68 tấn/ha).

Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy những nỗ lực của công ty để cạnh tranh với đường Thái Lan như đầu tư vào vùng nguyên liệu để giảm chi phí sản xuất (từ 12.000 đồng/kg xuống 10.000 đồng/kg) và đẩy mạnh cơ giới hóa. Bên cạnh đó, Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA) sẽ được hoãn thêm 2 năm đến năm 2020. Mặc dù BLĐ chia sẻ rằng QNS không quá lo ngại ATIGA và trong tương lai có tận dụng lợi thế từ hiệp định này, chúng tôi cho rằng ATIGA được hoãn sẽ một phần giúp giá đường hồi phục sau khi giảm mạnh trong nửa đầu năm trước khi thông tin này được công bố chính thức.

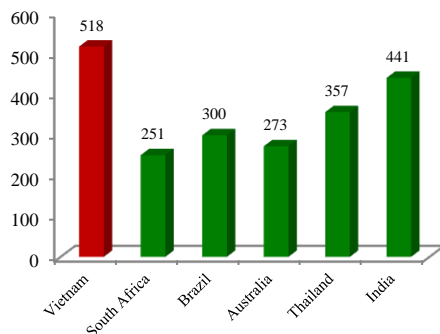
- ❖ **Nhà máy điện sinh khối đi vào hoạt động, bắt đầu ghi nhận phần lớn lợi nhuận kể từ năm 2019.** Nhằm tận dụng bã mía trong quá trình sản xuất đường của nhà máy An Khê, QNS đầu tư một nhà máy điện sinh khối với công suất 95MW với tổng chi phí đầu tư 1.900 tỷ đồng với 2 cụm máy (1) cụm máy đồng phát 40 MW (2) cụm máy không đồng phát 55MW. Khoảng 20 – 25MW sẽ được sử dụng cho nhà máy đường, còn lại bán cho EVN với giá 5,8 cent/kWh. Tuy vậy, BLĐ công ty chia sẻ đang kiến nghị lên EVN nâng giá cho điện không đồng phát lên mức 7,35 cent/kWh do hiệu suất cao hơn. Trong khi đó, giá điện sinh khối tại Thái Lan ở mức 13 cent/kWh. Mặc dù đây chỉ là kế hoạch tương lai nhưng vẫn là một điểm tích cực đối với dự án này của QNS. Hiện nay, nhà máy này chỉ mới đang trong quá trình chạy thử nên doanh thu và lợi nhuận đóng góp cho QNS chưa đáng kể. Tuy nhiên chúng tôi dự phóng mảng này sẽ đóng góp khoảng 7% vào LNTT và tăng lên trên 10% từ năm 2020 trở đi.
- ❖ **Một số điểm đáng chú ý trong cơ cấu tài sản của QNS vào Q2.2018:**
 - Hàng tồn kho tăng mạnh, tính đến hết Q2.2018, số dư tồn kho của QNS tăng mạnh từ 320 tỷ đồng lên 1.325 tỷ đồng, trong đó phần lớn là thành phẩm. Chúng tôi quan sát thấy số dư tồn kho của QNS thường cao nhất vào Quý 2, mà theo chúng tôi là do tháng 6 là thời điểm kết thúc vụ mùa đường ở Quảng Ngãi, do đó công ty sẽ tích trữ tồn kho.
 - Vay ngắn hạn tăng mạnh 68% yoy lên 2.358 tỷ đồng đẩy tỷ lệ nợ/VCSH từ 25,7% lên 33,6%.

RỦI RO

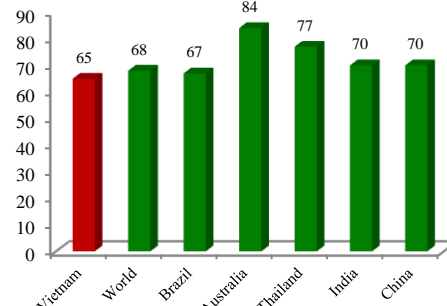
- ❖ **Thị trường sữa đậu nành đóng sự góp mặt của ngày càng nhiều thương hiệu mới khiến sự cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn.** Sữa đậu nành hiện không còn là thị trường ngách riêng với QNS khi nhiều thương hiệu lớn đã rục rịch tham gia thị trường. Năm 2015 thị trường chỉ có 4 nhà sản xuất chính là Đường Quảng Ngãi, Vinamilk, Tribeco và Tân Hiệp Phát, thì đến năm 2016, Nutifood đánh dấu sự có mặt tại phân khúc này với sản phẩm Nuti Canxi. Các thương hiệu nước ngoài khác cũng rục rịch mở rộng thị trường tại Việt Nam như Vitasoy, Homesoy hay Soy Secretz. Cạnh tranh gia tăng ảnh hưởng đến KQKD của QNS, rõ nhất thông qua tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng sữa đậu nành đã chững lại kể từ năm 2016 đến nay. Trong khi đó, danh mục sản phẩm của QNS tính đến nay vẫn chưa có sự đa dạng đủ để tự tin cạnh tranh với các thương hiệu khác. Chúng tôi kỳ vọng những sản phẩm sắp ra mắt của QNS nhận được phản hồi tích cực từ người tiêu dùng, từ đó nâng cao vị thế của QNS.

- ❖ **Bài toán cạnh tranh của ngành đường.** Hiện ngành đường đang phải đối mặt với những bài toán nan giải sau đây:
 - **Chi phí sản xuất đường cao và năng suất trồng mía thấp.** Theo OECD, chi phí sản xuất đường của Việt Nam là 518 USD/tấn, cao hơn đến 45% so với Thái Lan (357USD/tấn), trong khi đó, năng suất mía bình quân của Việt Nam chỉ đạt 65 tấn/ha, vẫn thấp hơn mức trung bình của thế giới là 68 tấn/ha và của Thái Lan là 77 tấn/ha. Tuy vậy theo BLĐ, năng suất hiện tại của QNS là 74 tấn/ha, cũng là mức khá cao so với mặt bằng chung của ngành đường.
 - **Đường nhập lậu đổ bộ vào thị trường Việt Nam cũng gây khó khăn rất lớn cho các doanh nghiệp nội địa.** Theo thống kê của VSSA, từ đầu năm đến nay, riêng đường nhập lậu từ Thái Lan đổ vào Việt Nam đã lên tới 500.000 tấn/năm, chiếm 1/3 sản lượng đường sản xuất trong nước. Lượng đường tồn kho Việt Nam 6 tháng đầu năm đã lên đến gần 700.000 tấn. Giá đường trong nước liên tục giảm, hiện ở mức 10.500 – 11.500 đồng/kg, trong khi giá đường Thái Lan nhập lậu bán tại miền Tây thấp hơn khoảng 500 đồng/kg, khiến cho tiêu thụ đường trong nước gặp rất nhiều khó khăn.
 - **Tăng tỷ lệ sử dụng đường lỏng.** Một lượng lớn đường lỏng được nhập từ Trung Quốc với thuế 0%, giá rẻ hơn đường trắng 2.000 – 3.000 đồng/kg. Trong khi đó các doanh nghiệp sản xuất, chế biến bánh kẹo trong nước cũng đang có xu hướng giảm hơn 30% lượng đường mía để chuyển sang sử dụng đường lỏng.

Chi phí sản xuất đường của một số quốc gia (USD/tấn)



Năng suất mía của một số quốc gia (tấn/ha)



Nguồn: OECD, Archer consulting

DỰ PHÓNG

Cho năm 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu của QNS đạt 8.434 tỷ đồng (+10,5% yoy) và LNST đạt 1.292 tỷ đồng (+25,8% yoy). trong đó:

- ❖ **Doanh thu mảng sữa đậu nành đạt 4.031 tỷ đồng (+3,5% yoy).** Mặc dù mảng sữa đậu nành ghi nhận sự sụt giảm nhẹ trong nửa đầu năm do phải điều chỉnh chính sách giảm tồn kho cho toàn hệ thống phân phối ngoài thị trường nhưng sản lượng bán ra vẫn tăng nhẹ 1%, và việc tung sản phẩm mới trong tháng 9 này kỳ vọng sẽ cải thiện sản lượng của QNS.
- ❖ **Doanh thu mảng đường đạt 2.344 tỷ đồng (+28% yoy),** trong đó, chúng tôi dự phóng sản lượng đường sản xuất đạt 210.900 tấn (+39,5% yoy) và giá đường giảm 10% yoy.
- ❖ **Doanh thu mảng bia tăng nhẹ 5% yoy, đạt 892 tỷ đồng.** Chúng tôi cho rằng mảng bia sẽ chi

duy trì mức tăng trưởng ổn định 5 – 7% vì QNS chưa có ý định mở rộng trong bối cảnh ngành đang chịu sự cạnh tranh mạnh từ các thương hiệu bia lớn như SAB, BHN...

❖ **Doanh thu các mảng khác ước đạt 1.037 tỷ đồng (+2% yoy).**

Biên LNG được dự phóng tăng từ 26,1% lên 28,5% vì biên gộp mảng đường kỳ vọng sẽ cải thiện tốt nhờ chi phí sản xuất đường giảm mạnh do khấu hao giảm và tiết kiệm chi phí điện do nhà máy điện sinh khối đi vào hoạt động.

Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng nhẹ từ 11% lên 11,3% do công ty đẩy mạnh marketing quảng bá sản phẩm mới.

Theo đó, EPS 2018 ước đạt 4.074 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức P/E forward là 9,8 khá hấp dẫn cho một doanh nghiệp dẫn đầu ngành sữa đậu nành.

ĐỊNH GIÁ

Nhằm xác định giá trị hợp lý của CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS), chúng tôi sử dụng tổng hợp các phương pháp bao gồm phương pháp so sánh EV/EBITDA và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với tỷ lệ 50:50.

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền: giá mục tiêu ước đạt 46.909 đồng/cổ phiếu

Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi tiến hành định giá QNS theo phương pháp FCFF với một số giả định chính:

- Lãi suất phi rủi ro ở mức 4,95% (lãi suất bình quân trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn của QNS được dự phóng ở mức 2,5%.
- WACC : 11,8%

Triệu đồng	2018	2019	2020	2021	2022
LNST	1.292.382	1.388.336	1.530.615	1.631.795	1.716.191
Lãi vay	90.953	109.856	116.926	113.883	103.451
Khấu hao	548.390	603.266	644.949	664.168	678.440
Thay đổi vốn lưu động	(105.546)	1.529	34.669	5.286	3.077
Capex	(843.447)	(953.198)	(1.036.565)	(1.075.002)	(1.103.547)
FCFF	982.732	1.149.788	1.290.594	1.340.131	1.397.613
NPV	938.276	977.122	982.083	913.223	853.571
Giá trị cuối cùng (g=2,5%)	9.444.787				
Tổng NPV	14.109.062				
Trừ nợ	1.549.255				
Cộng tiền và tương đương tiền	1.278.963				
Giá trị VCSH	13.838.770				
Giá cổ phiếu	46.909				

Định giá theo phương pháp so sánh Với phương pháp so sánh, chúng tôi lựa chọn một số doanh nghiệp trên thế giới có đặc thù kinh doanh so sánh **EV/EBITDA: giá** tương tự QNS để so sánh.

mục tiêu ước đạt 49.632

đồng/cp

Công ty	NPM	GPM	ROA	ROE	P/E	EV/EBITDA
QNS	13,5%	27,1%	14,7%	22,9%	9,63	7,79
Vitasoy International Holdings Ltd	9,1%	52,7%	11,3%	18,5%	49,95	24,01
Inner Mongolia Yili Industrial Group	8,9%	37,4%	12,9%	25,2%	24,96	12,07
MEIJI Holdings	4,9%	36,7%	6,6%	12,4%	20,68	8,04
Bright Dairy & Food	2,6%	32,5%	3,4%	8,4%	21,76	8,50
Megmilk Snow Brand	2,2%	24,1%	3,8%	8,5%	13,96	7,46
Lam Soon Thailand PCL	5,0%	15,4%	5,6%	11,5%	10,23	5,69
Trung vị					21,22	8,27

Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Kết quả định giá

Sử dụng kết hợp các phương pháp định giá trên, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý một cổ phiếu QNS là **48.270 đồng/cp**, so sánh với mức giá 39.700 đồng/cổ phiếu ngày 06/08/2018, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu QNS.

Phương pháp định giá	Giá (VND)	Tỷ trọng
FCFF	46.909	50%
EV/EBITDA	49.632	50%
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu	48.270	

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi
Phó phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Trần Thị Thu Trang
Chuyên viên Phân tích
tttrang_hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q.7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630