

Đường Quảng Ngãi (QNS)

Trung lập (từ Khả quan)

Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại	VND47.000
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND49.768/40.411
Giá mục tiêu	VND53.400
Giá mục tiêu trước đó	VND62.400
Consensus	-5,7%
Tiềm năng tăng giá	13,6%
Tỷ suất cổ tức	7,2%
Tổng tỷ suất sinh lời	20,8%

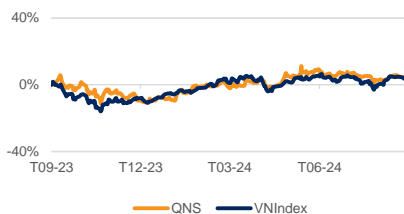
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Trung lập

Thị giá vốn (tr USD)	0,7
FTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,9
Sở hữu NN (tr USD)	0,25
Số CP lưu hành (tr)	368
Số CP sau pha loãng (tr)	368

	QNS	Ngành	VNI
P/E trượt	7,3x	12,8x	13,9x
P/B hiện tại	2,0x	2,6x	1,7x
ROA	19,1%	14,3%	2,1%
ROE	28,4%	22,8%	12,3%

*dữ liệu ngày 12/09/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
QNS	-0,2	-2,2	0,4
VNIIndex	-3,3	-3,2	-7,8

Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH MTV TM Thành Phát	15,1%
Võ Thành Đăng	8,4%
Khác	76,5%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ 1970, QNS là công ty dẫn đầu trong ngành sữa đậu nành có thương hiệu (chiếm 87% thị phần) với các thương hiệu quen thuộc với người tiêu dùng Việt Nam như Fami, Vinasoy. Công ty cũng là nhà sản xuất đường lớn thứ hai tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Định giá hợp lý trong bối cảnh giá đường giảm

- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với tiềm năng tăng giá 8,7%. Giá mục tiêu hạ xuống 21% khi giá cổ phiếu giảm 2% so với báo cáo trước đó.
- Điều chỉnh giảm giá mục tiêu do thay đổi giả định WACC và tỷ lệ LNST trong phương pháp SOTP. Chúng tôi tăng tỷ trọng mảng đường trên tổng LNST và giảm tỷ trọng mảng sữa đậu nành nhằm phù hợp với số liệu 7T24.
- P/E của QNS đang ở mức 7,2x – thấp hơn trung bình ngành. Tuy nhiên giá bán đường hạ nhiệt có thể gây áp lực lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu 7T24 ước tính đạt 6.500 tỷ đồng, tăng 2,4% svck – hoàn thành 62,1% dự phóng cả năm. Lợi nhuận trước thuế tăng 16,5% svck lên 1.550 tỷ đồng, hoàn thành 63,9% dự phóng cả năm.
- Doanh thu đường trong 7T24 tăng 3% svck chủ yếu nhờ giá bán trung bình tăng 10% svck trong khi sản lượng bán giảm 7,1% svck. Trong khi đó, mảng sữa đậu nành ghi nhận doanh thu đi ngang.

Luân điểm đầu tư

Mảng sữa đậu nành phục hồi chậm hơn dự kiến

Doanh thu sữa đậu nành cải thiện chậm hơn so với dự phóng của chúng tôi do nhu cầu tiêu thụ sữa trên thị trường chưa cho thấy dấu hiệu phục hồi. Trong 6T24, QNS đã cho ra mắt các sản phẩm mới “Fami Green Soy” và sữa hạt cao cấp “Veyo”. Chúng tôi cho rằng các sản phẩm mới sẽ cần thời gian để tiếp cận khách hàng do đó chưa có đóng góp đáng kể vào doanh thu 2024. Do vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng sữa tăng 3,3%/6,8% trong 2024-25.

Các biện pháp phòng vệ thu hẹp đã giảm giá đường nội địa so với thế giới

Trong 8T24, giá đường thế giới giảm 13,7% svck, trong khi giá đường trong nước vẫn tăng 12,8% svck. Giá đường trong nước đi ngang trong ba tháng qua nhưng giảm 4,3% sv tháng trước vào T8/2024. Chúng tôi cho rằng giá đường nội địa được hỗ trợ bởi việc kiểm soát chặt chẽ hoạt động buôn lậu đường và thuế chống bán phá giá. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng dự phóng giá đường trong nước sẽ đi theo xu hướng toàn cầu và giảm 7,5% svck trong nửa cuối 2024.

Mở rộng công suất nhà máy góp phần tăng sản lượng từ 2028

Chúng tôi dự phóng sản lượng đường tăng trưởng kép 5% trong 2025-29. QNS dự định tăng công suất nhà máy đường An Khê và nhà máy điện sinh khối với tổng mức đầu tư khoảng 2.000 tỷ đồng. Cả hai dự án dự kiến đi vào hoạt động trong T11/2027. Các dự án này phù hợp với định hướng phát triển vùng nguyên liệu mại của doanh nghiệp lên 3.000-4.000ha/năm, đạt diện tích 40.000ha đến năm 2029.

Thiếu động lực tăng giá trong ngắn hạn

QNS đang giao dịch ở mức P/E 7,2x – thấp hơn mức trung bình ngành là 12,8x. tuy nhiên chúng tôi nhận thấy diễn biến giá cổ phiếu QNS có xu hướng tương quan với xu hướng giá đường, trong khi giá đường đang có xu hướng điều chỉnh giảm. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng LN ròng QNS đi ngang trong 2024-25, do đó định giá đã ở mức hợp lý.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	21,4%	3,0%	4,4%	4,5%
Tăng trưởng EPS	70,2%	(6,4%)	1,6%	2,4%
Biên lợi nhuận gộp	33,5%	33,4%	33,4%	34,2%
Biên LN ròng	21,8%	20,5%	19,9%	19,5%
P/E (x)	7,7	8,2	8,1	7,9
Rolling P/B (x)	2,0	1,8	1,7	1,5
ROAE	27,3%	23,3%	21,6%	20,3%
Nợ ròng trên VCSH	24,7%	29,3%	29,9%	28,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp: Nhiều năm kinh nghiệm trong ngành thực phẩm đồ uống

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi được thành lập vào năm 1970 dưới sự quản lý của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn. Công ty cổ phần hóa trong năm 2005 và chính thức giao dịch trên sàn UPCOM vào T12/2016 QNS áp dụng mô hình kinh doanh theo chiều dọc từ việc kiểm soát nguồn nguyên liệu đầu vào là đậu nành và mía tại vùng trồng của công ty đến việc sản xuất đường để sản xuất sữa đậu nành và bánh kẹo. Công ty phát triển vùng nguyên liệu mía đường ở Gia Lai và Quảng Ngãi với diện tích ước tính chiếm 16% diện tích mía đường của Việt Nam. Ngoài sản xuất đường, QNS còn sản xuất sữa đậu nành (Vinasoy, Fami) và bánh kẹo (Biscafun) - sử dụng đường là nguyên liệu đầu vào. Do đó, các hoạt động sản xuất này sẽ tiêu thụ một phần sản lượng đầu ra từ mảng đường. Thêm vào đó, công ty còn sở hữu Nhà máy điện sinh khối An Khê, sử dụng bã mía sau quá trình sản xuất đường để sản xuất điện cho các nhà máy và kết nối với lưới điện quốc gia. Hiện nay, QNS đã củng cố vị thế mạnh mẽ trong thị trường sữa đậu nành có thương hiệu với thị phần 87%. Thêm vào đó, QNS cũng là công ty sản xuất đường lớn thứ hai cả nước.

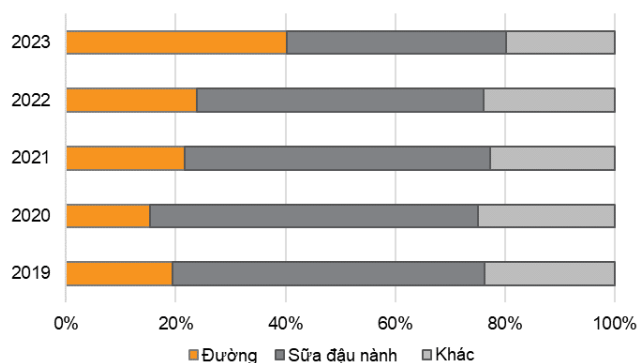
Hình 1: Chuỗi giá trị của QNS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

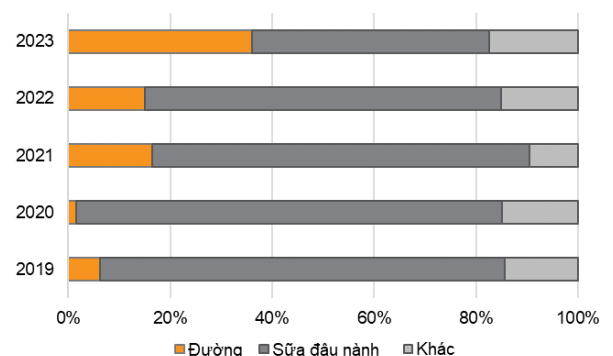
Mảng đường đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu năm 2023 với 40,3%, theo sau là mảng sữa đậu nành (39,9%) và mảng khác (19,8%). Tuy nhiên, mảng sữa đậu nành đóng góp nhiều nhất vào lợi nhuận gộp (46,6%) với biên LN gộp là 39,1%, cao hơn so với biên LN gộp của mảng đường là 29,9%.

Hình 2: Tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu theo các mảng (đv: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Tỷ trọng đóng góp vào LN gộp theo các mảng (đv: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận ròng mất đà tăng

Hình 4: Tổng quan KQKD Q2/24 và 6T24

Tỷ đồng	Q2/24	% svck	6T24	% svck	2024	6T24/2024	6T23/2023
Doanh thu	2.821	-10,5%	5.343	1,2%	10.467	51,0%	52,7%
Đường	1.060	-28,1%	2.184	-1,6%	4.086	53,5%	55,0%
Sữa đậu nành	1.185	2,1%	1.974	-0,2%	4.316	45,7%	49,4%
Khác	576	11,2%	1.185	9,3%	2.065	57,4%	54,7%
Lợi nhuận gộp	984	-1,3%	1.792	12,5%	3.483	51,4%	47,4%
Chi phí BH&QLDN	261	4,9%	530	1,4%	1.242	42,7%	43,6%
Lợi nhuận tài chính	104	-2,9%	72	-2,9%	89	80,8%	36,7%
Lợi nhuận trước thuế	765	-4,1%	1.344	16,5%	2.425	55,4%	47,1%
Lợi nhuận ròng	691	-2,9%	1.223	18,9%	2.117	57,8%	47,0%
Biên LN gộp	34,9%	3,3đ %	33,5%	3,4đ %	33,3%	0,3đ %	-3,3đ %
CPBH&QLDN/DT	9,3%	1,4đ %	9,9%	0,0đ %	11,9%	-1,9đ %	-2,1đ %
Biên LN ròng	24,5%	1,9đ %	22,9%	3,4đ %	20,2%	2,7đ %	-2,4đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu mảng đường giảm kéo theo doanh thu thuần giảm

DT Q2/24 giảm 10,5% svck, còn 2.821 tỷ đồng, trong đó:

- Mảng sữa đậu nành tăng 2,1% svck lên 1.185 tỷ đồng nhờ sản lượng sữa tăng 5,4% svck trong khi giá bán đi ngang. Tuy nhiên, doanh thu đã phục hồi so với các quý trước. So với Q1/24, DT mảng sữa đậu nành tăng mạnh 51,6% sv quý trước sau 3 quý giảm liên tiếp.
- Trong khi đó, DT mảng đường giảm 28,1% svck xuống 1.060 tỷ đồng do 1) sản lượng bán giảm 32,2% svck từ mức nền cao trong Q2/23 trong khi 2) giá bán đường tăng 12,8% svck trong Q2/24.

Do đó, LNTT Q2/24 mất đà tăng trưởng và giảm 4,1% svck, xuống còn 765 tỷ đồng. Trong 6T24, tổng DT và LNTT của QNS tăng 1,2% svck/ 16,5% svck, lần lượt hoàn thành 51,0%/55,4% dự phóng của chúng tôi.

Kế hoạch mở rộng nhà máy đường

QNS có kế hoạch mở rộng công suất tại Nhà máy Đường An Khê từ 18.000 tấn mía/ngày lên 25.000 tấn mía/ngày với tổng vốn đầu tư khoảng 1.200 tỷ đồng, trong đó, 71% là vốn vay. Chúng tôi kỳ vọng rằng khoản vay bổ sung này sẽ làm tăng tỷ lệ Nợ ròng/VCSH trong năm 2026 lên 0,33x từ mức 0,28x trong năm 2023. Dự án này dự kiến được đầu tư trong T11/2024, bắt đầu đi vào sản xuất thử trong T11/2026 và đi vào hoạt động vào T11/2027. Ngoài ra, công ty cũng đầu tư mở rộng Nhà máy điện sinh khối An Khê, nâng tổng công suất thiết kế lên 135 MW. Tổng vốn đầu tư cho dự án này gần 847 tỷ đồng. Dự án dự kiến sẽ triển khai từ T6/2024 và đi vào hoạt động vào khoảng T11/2027.

Hình 5: Các chỉ tiêu bảng cân đối kế toán Q2/24

Tỷ đồng	Q2/24	Q1/24	Q4/23	Q3/23	Q2/23
Tiền mặt	7.201	7.301	6.454	5.625	5.504
Số ngày phải thu	13	11	8	8	7
Số ngày tồn kho	91	74	64	77	81
Số ngày phải trả	20	22	24	17	14
Chi phí tài sản cố định	(37)	(28)	(94)	(55)	(48)
Khấu hao	107	248	35	29	88
Tài sản cố định	3.373	3.442	3.666	3.571	3.568
Nợ / vốn chủ sở hữu	0,4	0,4	0,3	0,2	0,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng giai đoạn 2024-25: Thiếu động lực tăng trưởng ngắn hạn

Thay đổi dự phóng 2024-25

Hình 6: Điều chỉnh dự phóng năm 2024-25

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	Cũ		Mới				Chú thích
		2024	2025	2024	% svck	2025	% svck	
Doanh thu thuần	10.023	10.467	10.683	10.325	3,0%	10.778	4,4%	
Đường	4.037	4.086	4.118	4.127	2,2%	4.247	2,9%	Chúng tôi nâng dự phóng giá bán đường lên 1,0%/3,1% trong 2024-25 do giá bán trong 6T24 tăng cao hơn dự phóng. Chúng tôi cho rằng giá đường trong nước có độ trễ so với giá đường thế giới trong 6T24, tuy nhiên giá sẽ có xu hướng điều chỉnh giảm theo xu hướng chung trong nửa cuối 2024.
Sữa đậu nành	4.002	4.316	4.447	4.132	3,3%	4.414	6,8%	Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng bán sữa đậu nành xuống 3,3% trong 2024 và giảm giá bán xuống 1,0%/1,0% trong 2024-25 so với dự phóng trước đó do nhu cầu tiêu thụ thấp hơn dự kiến trong nửa đầu năm.
Khác	1.982	2.065	2.117	2.065	4,2%	2.117	2,5%	
Lợi nhuận gộp	3.357	3.483	3.548	3.453	2,9%	3.596	4,1%	
Biên LN gộp	33,5%	33,3%	33,2%	33,4%	0,0đ %	33,4%	-0,1đ %	Chúng tôi điều chỉnh tăng biên lợi nhuận gộp mảng đường lên 2,6%/2,0% trong 2024-25 so với trước đó nhằm phù hợp với số liệu trong 6T24. Trong khi đó, chúng tôi hạ dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành xuống 1,8%/1,2% trong 2024-25 do chúng tôi cho rằng giá đường trong nước và tỷ giá tăng sẽ bù đắp cho mức giảm giá nguyên vật liệu đậu nành trong 6T24.
Chi phí BH và QLDN	1.198	1.242	1.321	1.226	2,3%	1.333	8,8%	
% chi phí BH và QLDN/DT	12,0%	11,9%	12,4%	11,9%	-0,1đ %	12,4%	0,5đ %	
EBIT	2.159	2.241	2.226	2.228	3,2%	2.263	1,6%	
Biên EBIT	21,5%	21,4%	20,8%	21,6%	0,0đ %	21,0%	-0,6đ %	
Chi phí tài chính	139	139	144	130	-6,0%	148	13,8%	
Chi phí lãi vay	136	137	143	129	-5,1%	147	13,8%	
Lợi nhuận ròng	2.189	2.117	2.120	2.109	-3,7%	2.140	1,4%	
Biên LN ròng	21,8%	20,2%	19,8%	20,4%	-1,4đ %	19,9%	-0,6đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Lợi nhuận đi ngang trong giai đoạn 2024-25

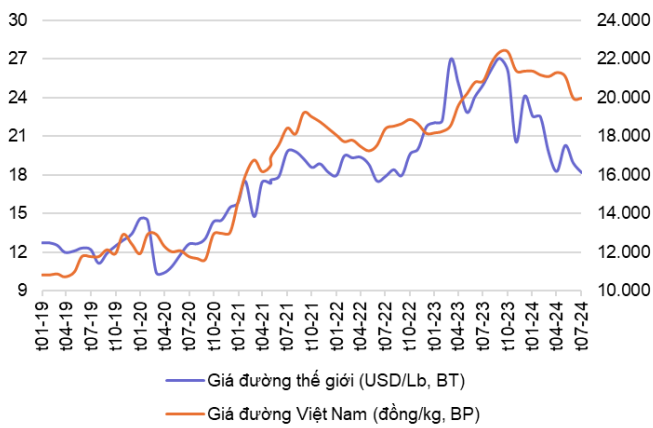
Giá đường trong nước có thể giảm vào nửa cuối 2024

Giá đường thế giới ghi nhận đà sụt giảm mạnh trong thời gian gần đây. Trong tháng 8/2024, giá đường thế giới giảm 3,9% sv tháng trước và giảm 27,4% svck. Trong 8T24, giá đường trung bình giảm 13,7% svck xuống còn 20,6 USD/pound (cân Anh). Sự sụt giảm này chủ yếu do nguồn cung gia tăng từ các quốc gia xuất khẩu lớn nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi và lo ngại về an ninh lương thực toàn cầu sau đại dịch Covid-19 đã hạ nhiệt. Chúng tôi kỳ vọng giá đường toàn cầu giảm 12,6% svck trong 2024 và tiếp tục giảm 6% trong 2025, do:

- Sản lượng đường tăng mạnh tại Brazil - quốc gia sản xuất đường lớn nhất thế giới: Theo Conab – một cơ quan nông nghiệp của Brazil - sản lượng đường tại Brazil tăng +23,2% svck, đạt 45,5 triệu tấn trong niên vụ 2023/24. Trong niên vụ 2024/25, sản lượng đường của Brazil có thể tăng thêm +1,3% svck, đạt mức kỷ lục 46,2 triệu tấn, do diện tích trồng mía của Brazil năm 2024/25 tăng +4,1% lên 8,7 triệu ha, mức cao nhất trong bảy năm qua.
- Sản lượng đường từ Ấn Độ - quốc gia xuất khẩu lớn thứ hai thế giới, dự kiến sẽ tăng 1,5% trong năm 2024/25 nhờ thời tiết thuận lợi.

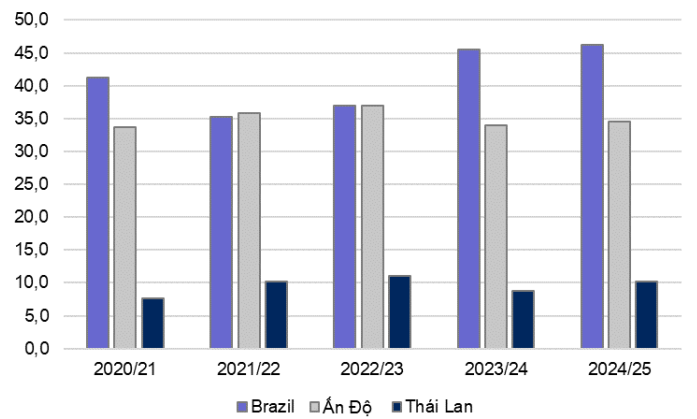
Trong khi đó, với sản lượng mía tăng trở lại, USDA dự báo sản lượng đường trong niên vụ 2024/25 đạt 10,2 triệu tấn, tăng 16% so với niên vụ 2023/24.

Hình 7: Giá đường trong nước duy trì ở mức cao trong 6T24 và bắt đầu giảm vào T7/24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 8: Dự báo sản lượng tại top 3 nước xuất khẩu đường lớn nhất

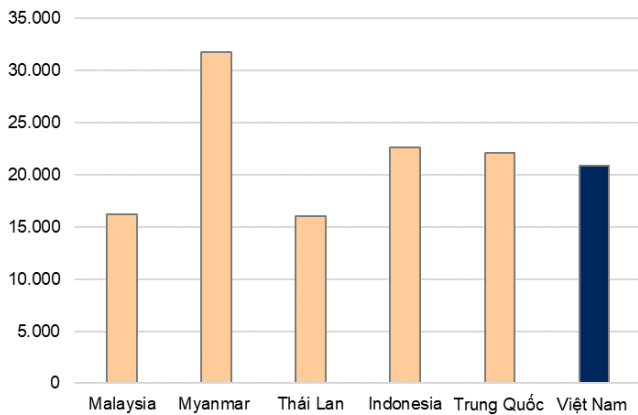


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USDA

Trong khi đó, giá đường trong nước vẫn tăng 12,8% svck, đạt 21.200 đồng/kg. Chúng tôi cho rằng giá đường duy trì ở mức cao trong 6T24 nhờ các biện pháp phòng vệ thương mại (như áp thuế chống bán phá giá đối với đường có nguồn gốc từ Thái Lan) tiếp tục được thực hiện và tăng cường hoạt động kiểm tra của cơ quan chức năng tại biên giới nhằm giảm sản lượng đường nhập lậu vào Việt Nam. Theo Agromonitor, sản lượng đường nhập khẩu chính ngạch vào Việt Nam trong 6T24 giảm 18,9% so với 6T23, trong khi sản lượng đường nhập lậu đã có dấu hiệu giảm trong những tháng gần đây.

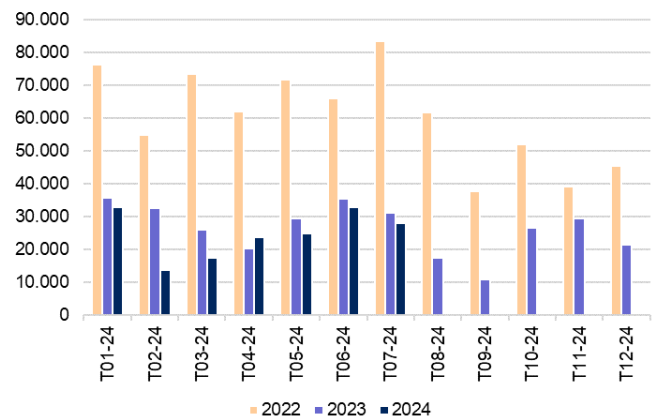
Chúng tôi quan sát giá đường trong nước hiện đang tương đương với giá đường trong khu vực lân cận và thấp hơn khoảng 2% sv giá đường nhập khẩu. Hiện tại, nguồn cung đường trong nước mới đáp ứng 46% nhu cầu tiêu thụ trong nước. Do đó, chúng tôi cho rằng các biện pháp phòng vệ sẽ tiếp tục được áp dụng nhằm kiểm soát sản lượng đường nhập khẩu vào Việt Nam và duy trì giá đường trong nước ổn định. Chúng tôi kỳ vọng giá đường trong nước ổn định ở mức khoảng 20.000 đồng/kg từ T8/2024 cho đến cuối năm. Đối với nửa cuối 2024, chúng tôi kỳ vọng giá đường trong nước giảm 7,5% svck.

Hình 9: Giá đường Việt Nam tương đương với các nước trong khu vực trong 6T24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Sản lượng đường nhập khẩu chính thức vào Việt Nam trong 6T24 thấp hơn 18,9% so với 6T23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, AGROMONITOR

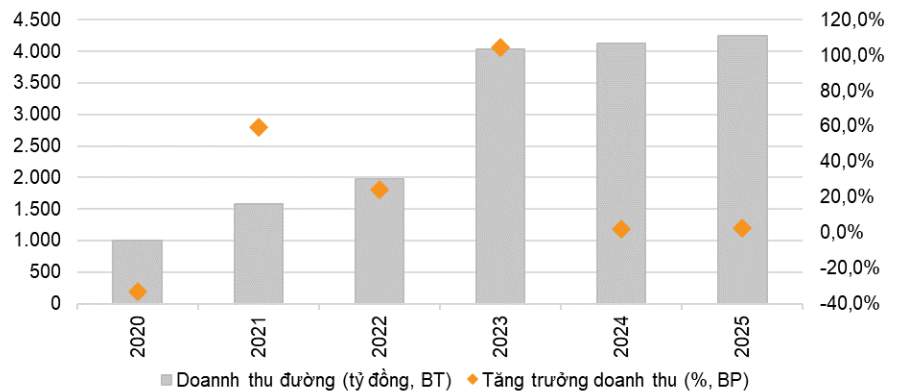
Mở rộng công suất nhà máy góp phần tăng sản lượng từ 2028

Chúng tôi dự phóng sản lượng đường tăng 3%/5% svck trong 2024-25 theo mức độ mở rộng diện tích trồng mía. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán đường giảm 1%/2% svck trong 2024-25 theo xu hướng chung trên thị trường. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng đường trong 2024-25 tăng 2,2%/2,9% svck.

Trong dài hạn, QNS dự định tăng công suất ép mía tại Nhà máy Đường An Khê từ 18.000 tấn/ngày lên 25.000 tấn/ngày và đầu tư mở rộng Nhà máy điện sinh khối An Khê, nâng tổng công suất thiết kế lên 135MW. Cả hai dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào T11/27. Chúng tôi cho rằng các dự án này phù hợp với kế hoạch của QNS về việc mở rộng diện tích trồng mía thêm 3.000 - 4.000 ha/năm, đưa tổng diện tích trồng mía lên 40.000 ha vào niên vụ 2028/29. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra dự phóng thận trọng hơn với giả định diện tích trồng mía tăng trưởng kép 5%/năm từ 2025 đến 2029, nâng tổng diện tích trồng mía lên 35.400ha trong năm 2029.

Trong giai đoạn 2025-29, chúng tôi kỳ vọng sản lượng đường tăng trưởng kép 5%/năm, theo kế hoạch mở rộng diện tích trồng mía của doanh nghiệp. Ngược lại, chúng tôi dự phóng giá bán đường giảm 1,5%/năm trong 2025-29 do tính chu kỳ của hàng hóa. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng giá bán đường có thể thay đổi theo một số yếu tố khách quan như điều kiện thời tiết, năng suất, cạnh tranh... mà chúng tôi chưa thể dự đoán và đưa vào model. Tổng kết lại, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng đường ghi nhận tăng trưởng kéo 3,4%/năm trong giai đoạn 2025-29.

Hình 11: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng đường tăng 2,2%/2,9% svck trong 2024-25.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu mảng sữa đậu nành phục hồi chậm

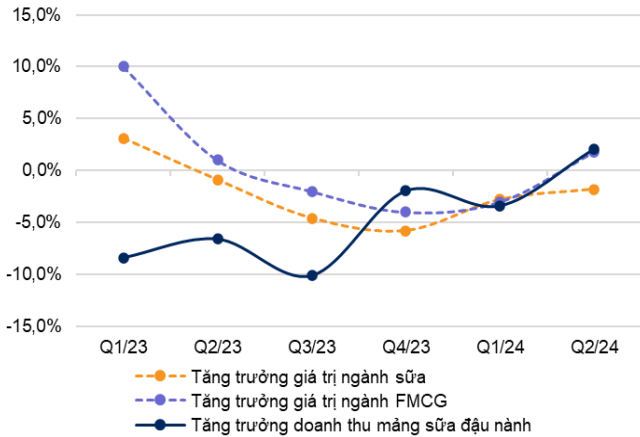
Trong 7T24, QNS ghi nhận DT sữa đậu nành giảm 0,4% svck, chủ yếu do giá bán trung bình giảm 3,2% svck, mặc dù khối lượng bán hàng tăng 2,9% svck. DT sữa đậu nành phục hồi chậm hơn so với kỳ vọng của chúng tôi, khi nhu cầu chung trên thị trường sữa chưa có cải thiện đáng kể. Theo AC Nielsen, giá trị ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) đã tăng 1,8% svck trong Q2/24, cao hơn so với mức đi ngang trong Q1/24 và mức tăng 1,1% svck năm 2023. Ngành sữa cũng có dấu hiệu phục hồi, giảm 1,8% svck trong Q2/24, so với mức giảm 2,8% trong Q1/24 và mức giảm 4% svck trong Q4/23.

Trong tháng 3/2024, QNS ra mắt sản phẩm sữa đậu nành "Fami Green Soy", và trong tháng 7/2024, công ty giới thiệu sản phẩm sữa hạt cao cấp "Veyo". Chúng tôi cho rằng những sản phẩm mới này sẽ cần thời gian để tiếp cận khách hàng và chưa có tác động đáng kể đến DT sữa đậu nành trong năm 2024. Vì vậy, chúng tôi dự phóng sản lượng sữa đậu nành tăng 3,3% svck trong năm

2024, phản ánh sự phục hồi chậm của nhu cầu tiêu dùng sữa trên thị trường, và tăng 4,7% trong năm 2025 nhờ sự đóng góp từ các sản phẩm mới ra mắt.

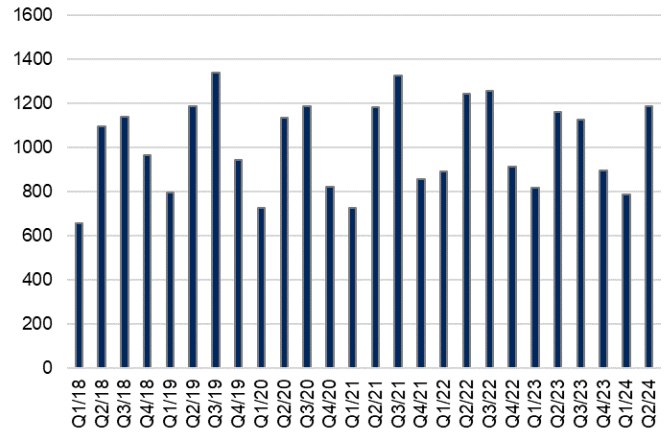
Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình gần như không đổi trong năm 2024 và tăng 2% svck vào năm 2025 do sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm. Do đó, chúng tôi dự phóng DT mảng sữa đậu nành tăng 3,3%/6,8% svck trong năm 2024/25.

Hình 12: Tăng trưởng giá trị ngành sữa và tăng trưởng DT mảng sữa đậu nành của QNS (đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NIELSEN

Hình 13: DT sữa đậu nành của QNS theo quý (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

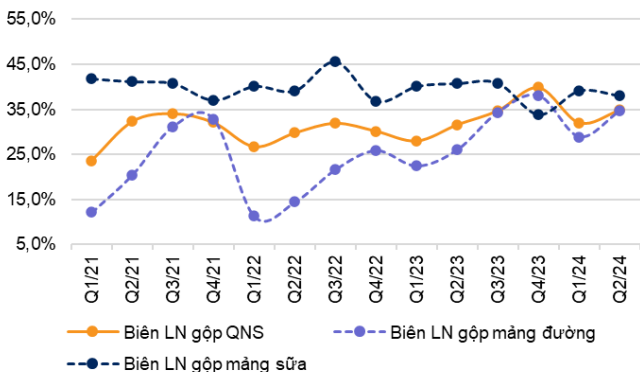
LN ròng giảm nhẹ trong 2024 nhưng vẫn cao hơn năm 2022

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2024 giảm nhẹ 3,6% svck do:

- Chúng tôi dự phóng biên LN gộp mảng đường giảm 2,3 điểm % svck do giá thu mua mía tăng 3,0% svck, trong khi giá bán đường có thể hạ nhiệt.
- Theo ban lãnh đạo, QNS đã hoàn tất việc chốt giá nguyên liệu đậu nành cho năm 2024, với giá đầu vào thấp hơn 8% sv năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá đường và tỷ giá tăng trong 6T24 sẽ bù cho phần giảm giá nguyên liệu đậu nành. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp mảng sữa đậu nành đi ngang ở mức 39,3% trong năm 2024.

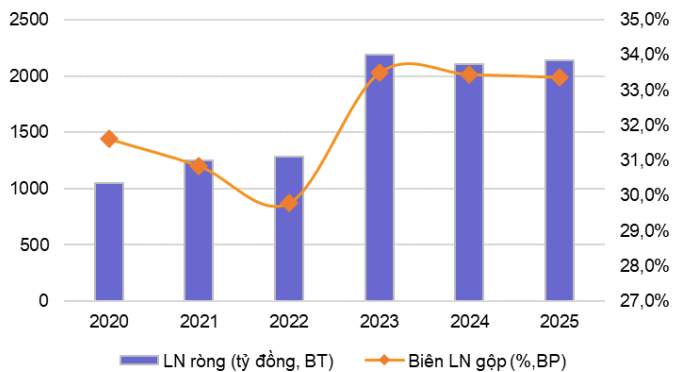
Đối với năm 2025, chúng tôi dự phóng LN ròng tăng 1,5% svck, đạt 2.141 tỷ đồng, vẫn cao hơn 71,5% so với mức của năm 2022.

Hình 14: Biên LN gộp của QNS theo mảng (đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Chúng tôi dự phóng tăng trưởng LN không thay đổi trong năm 2024-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP với giá mục tiêu thấp hơn 51.400đ/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa 2 phương pháp định giá DCF và SOTP với tỷ trọng bằng nhau. Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 21%, nguyên nhân chủ yếu do:

- Phương pháp DCF: Chúng tôi tăng giả định WACC từ 9,9% lên 10,9%. Chúng tôi tăng lãi suất phi rủi ro từ 2,7% lên 2,79% (dựa vào lợi suất trái phiếu 10 năm tại ngày 30/06/2024) và tăng beta từ 0,8x lên 1,0x theo sự điều chỉnh của thị trường, nhưng giảm phần bù rủi ro thị trường từ 9,0% còn 7,8%.
- Phương pháp SOTP: Chúng tôi thay đổi giả định tỷ trọng đóng góp vào LNST của mảng sữa đậu nành, mảng đường, và các mảng khác lần lượt là 40%/40%/20% từ mức 56,8%/27,3%/15,9% trong dự phóng trước đó. Chúng tôi điều chỉnh giả định phù hợp số liệu thực tế trong 7T24.

Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) giá đường nội địa cao hơn dự kiến, 2) nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành cao hơn dự kiến.

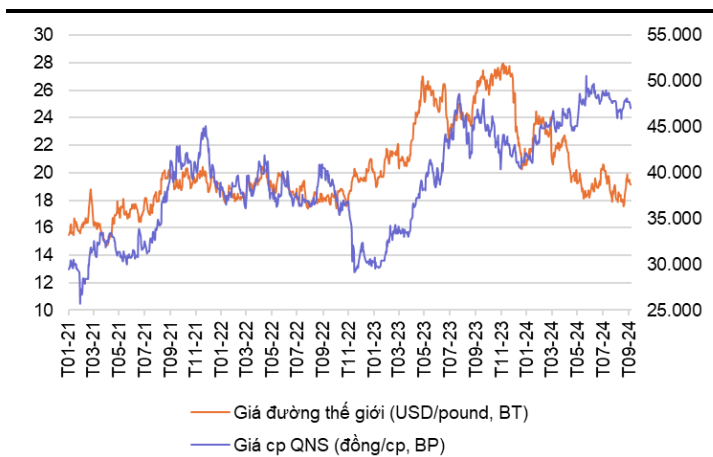
Rủi ro giảm giá bao gồm 1) nhu cầu tiêu thụ sữa thấp hơn dự kiến, 2) giá đường thấp hơn dự kiến và 3) giá đậu nành toàn cầu cao hơn dự kiến.

Hình 16: Tổng hợp định giá (đơn vị: VNĐ)

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	53.188	50%	26.594
Định giá thành phần (P/E)	49.675	50%	24.838
Giá mục tiêu (Làm tròn)			51.400

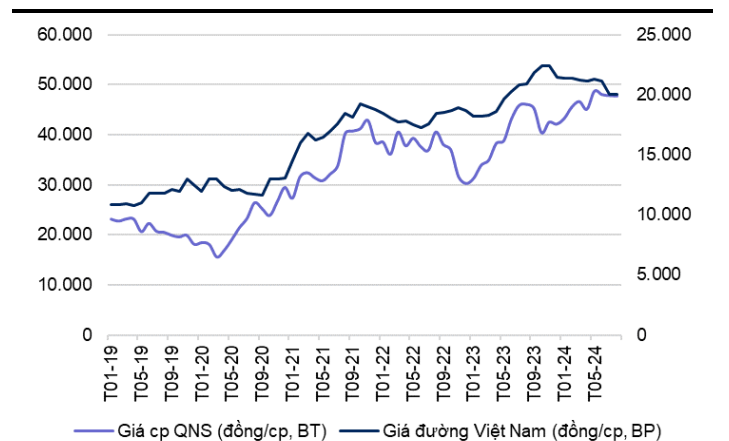
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Giá cổ phiếu QNS và giá đường thế giới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 18: Giá cổ phiếu QNS và giá đường trong nước



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 19: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo FCFF và giả định giá đường

Giá đường giảm		Giá hiện tại		Giá đường tăng		
16.920	17.280	17.640	18.000	18.360	18.720	19.080
-6,0%	-4,0%	-2,0%	0,0%	2,0%	4,0%	6,0%
48.795	50.463	52.174	53.188	54.918	56.678	58.482

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Chiết khấu dòng tiền FCFF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	8.914
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	6.597
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	15.511
Nợ ròng (tỷ đồng)	4.043
Giá trị vốn (tỷ đồng)	19.554
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	368
Giá trị vốn/CP (đồng)	53.188

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Giả định FCFF

WACC	10,9%
Chi phí nợ	7,0%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí vốn	11,5%
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Lợi nhuận thị trường kỳ vọng	10,6%
Beta	1,0
Nợ/vốn chủ	0,31x

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Định giá DCF – FCFF (đơn vị: tỷ đồng)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	2.228	2.263	2.292	2.170	2.298	2.263	2.148	2.179	2.042
Khấu hao	507	531	556	515	538	561	584	607	630
Đầu tư tài sản cố định	(941)	(969)	(997)	(363)	(374)	(385)	(397)	(409)	(421)
Thay đổi vốn lưu động	(126)	(151)	(221)	(206)	(263)	(250)	(251)	(297)	(277)
Dòng tiền tự do	1.668	1.674	1.630	2.116	2.198	2.188	2.084	2.080	1.974
Chi phí thuế	(307)	(311)	(316)	(305)	(322)	(319)	(305)	(309)	(293)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	1.361	1.363	1.314	1.811	1.876	1.869	1.779	1.770	1.681
Giá trị năm cuối mô hình									16.751
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.227	1.108	963	1.197	1.118	1.004	862	773	662
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình									6.597

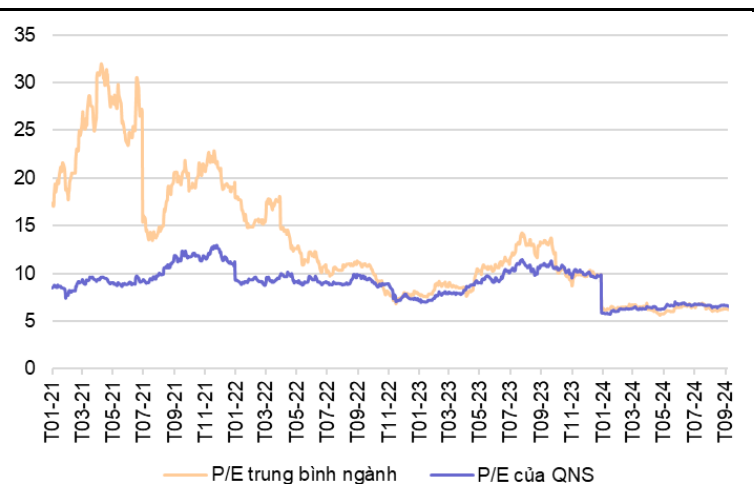
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TYS

Hình 23: Định giá SOTP dựa trên P/E mục tiêu

Mảng kinh doanh	P/E mục tiêu	Tỷ trọng đóng góp vào LNST	LNST (tỷ đồng)	Giá trị vốn
Sữa đậu nành	14x	40,3%	851	11.738
Đường	5x	43,5%	918	4.591
Khác	5x	18,3%	387	1.933
Tổng giá trị vốn				18.263
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				357
Giá mục tiêu (đồng/cp)				49.675

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: P/E của QNS so với trung bình các DN sản xuất đường từ T1/21 đến T9/24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: So sánh các DN cùng ngành (dữ liệu ngành 12/09/2024)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa Triệu USD	Doanh thu trượt 12T Triệu USD	svck %	LN ròng trượt 12T Triệu USD	svck %	D/E x	ROE %	P/E trượt 12T x	P/B x
Nhà sản xuất đường										
Công ty cổ phần Thành Thành Công - Biên Hòa	Việt Nam	377	387	17,4	32	43,2	142,9	6,3	15,8	15,8
Công ty cổ phần Mía đường Sơn La	Việt Nam	80	57	-17,7	21	0,6	4,0	38,5	3,7	3,7
Công ty cổ phần Đường Kon Tum	Việt Nam	9	11	-49,1	1	-19,1	102,1	14,3	6,9	6,9
Trung vị			57	(17,7)	21	0,6	102,1	14,3	6,9	6,9
Trung bình			152	(16,5)	18	8,3	83,0	19,7	8,8	8,8
Nhà sản xuất sữa										
Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam	Việt Nam	6.330	2.528	2,9	399	18,1	20,8	25,6	17,9	17,9
Công ty cổ phần Sữa Quốc tế	Việt Nam	665	79	9,3	39	14,1	25,3	38,0	17,1	17,1
Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội	Việt Nam	16	29	44,3	1	-12,2	17,8	10,9	11,4	11,4
Trung vị			79	9,3	39	14,1	20,8	25,6	17,1	17,1
Trung bình			878	18,9	146	6,7	21,3	24,8	15,4	15,4
Trung bình ngành sữa và đường			587,7	4,7	95,2	7,3	46,0	22,8	12,8	12,8
Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi	Việt Nam	702	421	21,4	92	69,7	28,1	28,4	6,6	6,6

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 26: Bảng phân tích độ nhạy

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
	10,6%	10,9%	11,2%	11,5%	11,8%	12,1%	12,4%	
0,1%	52.700	52.100	51.600	51.100	50.700	50.200	49.800	
0,4%	52.800	52.300	51.800	51.200	50.800	50.300	49.900	
0,7%	53.000	52.400	51.900	51.300	50.900	50.400	50.000	
1,0%	53.200	52.600	52.000	51.400	51.000	50.500	50.100	
1,3%	53.300	52.700	52.200	51.600	51.100	50.600	50.100	
1,6%	53.500	52.900	52.300	51.800	51.200	50.700	50.300	
1,9%	53.700	53.100	52.500	51.900	51.400	50.800	50.400	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Doanh thu thuần	7.681	6.490	7.335	8.255	10.023	10.325	10.778
Đường	1.486	994	1.583	1.972	4.037	4.127	4.247
Sữa đậu nành	4.366	3.875	4.091	4.305	4.002	4.132	4.414
Giá vốn hàng bán	(5.224)	(4.438)	(5.073)	(5.796)	(6.666)	(6.872)	(7.182)
Lợi nhuận gộp	2.456	2.051	2.262	2.459	3.357	3.453	3.596
Chi phí quản lý DN	(214)	(234)	(253)	(232)	(392)	(310)	(323)
Chi phí bán hàng	(785)	(654)	(694)	(868)	(806)	(916)	(1.010)
LN hoạt động	1.457	1.163	1.316	1.359	2.159	2.228	2.263
EBITDA thuần	1.936	1.634	1.789	1.848	2.604	2.734	2.794
Chi phí khấu hao	479	471	474	490	445	507	531
LN HD trước thuế & lãi vay	1.457	1.163	1.316	1.359	2.159	2.228	2.263
Thu nhập tài chính	104	114	114	159	311	182	193
Chi phí tài chính	(77)	(72)	(66)	(84)	(139)	(130)	(148)
Thu nhập ròng khác	26	33	47	39	91	94	98
Thu nhập từ các công ty LDLK	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1.543	1.266	1.439	1.505	2.452	2.416	2.451
Chi phí thuế	(251)	(213)	(186)	(219)	(262)	(307)	(311)
Lợi nhuận ròng	1.292	1.053	1.254	1.287	2.189	2.109	2.140

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	12-19A	12-20A	12-21A	12-22A	12-23A	12-24E	12-25F
Tiền & Tương đương tiền	215	422	179	203	289	491	749
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.660	2.639	3.923	4.296	6.165	6.814	7.006
Các khoản phải thu ngắn hạn	62	80	100	146	250	361	484
Hàng tồn kho	661	844	816	947	963	992	1041
Tài sản ngắn hạn khác	24	19	19	57	19	20	21
Tổng tài sản ngắn hạn	3.840	4.188	5.323	6.090	8.100	9.201	9.874
Tài sản cố định	4.134	3.791	4.274	3.906	3.650	4.085	4.522
Tổng tài sản đầu tư	0	0	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	225	227	220	230	240	413	647
Tổng tài sản	9.048	9.150	9.876	10.266	12.059	13.809	15.155
Nợ vay ngắn hạn	1.665	1.723	2.032	1.896	2.411	2.994	3.233
Phải trả người bán ngắn hạn	488	383	364	479	456	470	491
Phải trả ngắn hạn khác	254	276	200	268	298	307	321
Tổng nợ ngắn hạn	2.553	2.517	2.710	2.750	3.282	3.891	4.169
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	25	28	71	52	191	196	205
Vốn góp của chủ sở hữu	3.569	3.569	3.569	3.569	3.569	3.676	3.676
Lợi nhuận giữ lại	2.813	2.910	3.368	3.701	4.784	5.812	6.871
Vốn chủ sở hữu	6.470	6.605	7.095	7.465	8.587	9.722	10.781
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0
Tổng nợ và VCSH	9.048	9.150	9.876	10.266	12.059	13.809	15.155

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Lợi nhuận trước thuế	1.543	1.266	1.439	1.505	2.452	2.416	2.451
Khấu hao	479	471	474	490	445	507	531
Thuế đã nộp	(221)	(226)	(251)	(154)	(246)	(307)	(311)
Các khoản điều chỉnh khác	230	209	209	259	179	11	31
Thay đổi vốn lưu động	(128)	(368)	(172)	(379)	(222)	(126)	(151)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	1.645	1.108	1.476	1.385	2.408	2.302	2.332
Đầu tư TSCĐ	(646)	(199)	(114)	(102)	(220)	(941)	(969)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	1	5	19	0	0	0	0
Các khoản khác	(961)	21	(1.284)	(373)	(1.869)	(649)	(191)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	93	116	105	153	306	(173)	(234)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(1.512)	(56)	(1.274)	(322)	(1.782)	(1.764)	(1.394)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	124	0	0	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(62)	58	309	(136)	515	583	239
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	(397)	(904)	(754)	(904)	(1.055)	(919)	(919)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(336)	(845)	(445)	(1.041)	(539)	(336)	(680)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	418	215	422	179	203	289	491
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(203)	207	(243)	23	87	202	258
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	215	422	179	203	289	491	749

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
EPS (VND)	3.619	2.950	3.512	3.605	6.134	5.738	5.821
P/E	5,1	10,2	11,2	8,6	7,0	8,3	8,2
PEG 1 năm	1,2	0,6	0,6	3,3	0,1	N/a	5,8
P/S	0,9	1,7	1,9	1,3	1,5	1,7	1,6
P/B	1,0	1,6	2,0	1,5	1,8	1,8	1,6
Tỷ suất cổ tức	6,0%	8,4%	5,4%	8,2%	9,3%	5,3%	5,3%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	30,7%	85,8%	60,2%	70,3%	65,2%	43,6%	43,0%
Chỉ số tăng trưởng	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Tăng trưởng doanh thu	-4,3%	-15,5%	13,0%	12,5%	21,4%	3,0%	4,4%
Tăng trưởng LN gộp	3,1%	-16,5%	10,3%	8,7%	36,5%	2,9%	4,1%
Tăng trưởng LN ròng	4,4%	-18,5%	19,0%	2,6%	70,2%	-3,7%	1,4%
Tăng trưởng EPS	4,4%	-18,5%	19,0%	2,6%	70,2%	-6,5%	1,4%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Biên LN gộp	32,0%	31,6%	30,8%	29,8%	33,5%	33,4%	33,4%
Biên EBITDA	25,2%	25,2%	24,4%	22,4%	26,0%	26,5%	25,9%
Biên LN hoạt động	19,0%	17,9%	17,9%	16,5%	21,5%	21,6%	21,0%
Biên LN ròng	16,8%	16,2%	17,1%	15,6%	21,8%	20,4%	19,9%
ROAA	14,3%	11,5%	12,7%	12,5%	18,2%	15,3%	14,1%
ROAE	20,0%	15,9%	17,7%	17,2%	25,5%	21,7%	19,8%
Chỉ số đòn bẩy	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	18,9	16,4	20,0	16,3	15,8	17,2	15,4
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	2,7	6,1	10,0	10,0	7,3	2,6	2,5
Nợ vay/ Vốn	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ vay/ VCSH	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Nợ vay ròng/ VCSH	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2
Chỉ số thanh khoản	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Vòng quay tổng tài sản	0,9	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7
Vòng quay khoản phải thu	103,8	91,5	81,7	67,1	50,6	33,8	25,5
Số ngày phải thu	3,5	4,0	4,5	5,4	7,2	10,8	14,3
Vòng quay khoản phải trả	11,2	10,2	13,6	13,8	14,3	14,8	15,0
Số ngày phải trả	32,6	35,8	26,9	26,5	25,6	24,6	24,4
Vòng quay hàng tồn kho	8,4	5,9	6,1	6,6	7,0	7,0	7,1
Số ngày tồn kho	43,7	61,9	59,7	55,5	52,3	51,9	51,6
Hệ số thanh toán hiện hành	2,3	2,4	2,6	3,2	3,4	3,1	3,1
Hệ số thanh toán nhanh	1,8	1,8	2,1	2,4	2,8	2,6	2,5

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

KHUNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Xếp hạng ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: hien.hathu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>