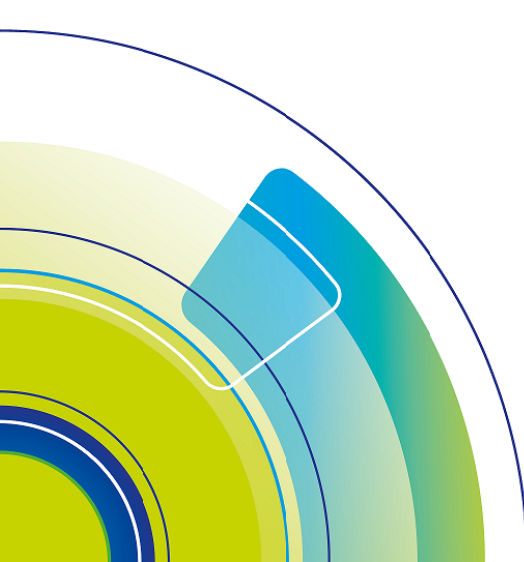




Cập nhật QNS – MUA

Ngày 14/02/2017



Lương Thị Kim Chi

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 327

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

MUA

Upcom: QNS

Hàng tiêu dùng

Giá mục tiêu (VND) **123.454**

Giá hiện tại (VND) **109.400**

Tỷ lệ tăng giá 12,9%

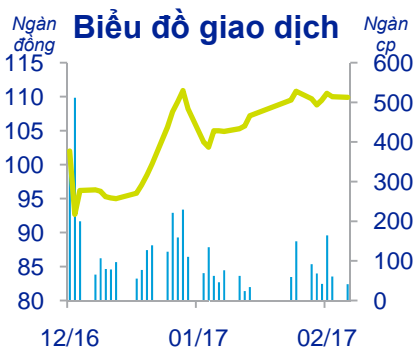
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 2,7%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **15,6%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

| | YTD | 1T | 3T | 12T |
|-----------|------|------|-----|-----|
| Tuyệt đối | 16,3 | 2,0 | n/a | n/a |
| Tương đối | 9,7 | -1,5 | n/a | n/a |

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

| | |
|-------------------------------------|-------|
| Vinacapital | 5,13% |
| Ô. Võ Thành Đăng (CEO kiêm CT HĐQT) | 4,59% |

Thông kê

| | |
|-----------------------------|----------------|
| Mã Bloomberg | QNS VN |
| Thấp/Cao 52 tuần (VND) | 86.100-124.900 |
| SL lưu hành (triệu cp) | 157,9 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 20.612 |
| Vốn hóa (triệu USD) | 907 |
| Room khối ngoại còn lại (%) | 42,8 |
| Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) | 100 |
| KLGD TB 3 tháng (cp) | n/a |
| VND/USD | 22.730 |
| Index: VNIndex / HNX | 705,9/86,4 |

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (QNS)

QNS công bố BCTC hợp nhất năm 2016 (chưa kiểm toán) với doanh thu thuần 6.971 tỷ đồng, giảm 10,5% n/n và đạt 98,5% dự báo của chúng tôi do kết quả kém hấp dẫn của các dòng sản phẩm chính gồm sữa đậu nành và đường. Doanh thu mảng đường (chưa trừ doanh thu nội bộ) giảm 22,8% n/n chỉ đạt 1.843 tỷ đồng do sản lượng mía vụ 2015-2016 giảm bởi thời tiết khô hạn, trong khi đó, doanh thu mảng sữa đậu nành cũng giảm nhẹ 2,7% n/n đạt 3.683 tỷ đồng. Tuy nhiên, kết quả LNTT vượt dự báo của chúng tôi khi tăng 14% n/n, đạt 1.552 tỷ đồng, mặc dù 9T2016 không khả quan. Điều này là do tỷ lệ GVHB/doanh thu được kiểm soát ở mức 66,9%, so với 70,5% trong năm 2015. Ngoài ra, khoản mục chi phí quản lý doanh nghiệp ghi nhận một khoản hoàn nhập trích quỹ phát triển khoa học công nghệ 90 tỷ đồng cũng góp phần vào kết quả này.

Trong năm 2017, với việc nhà máy Vinasoy tại Bình Dương mới đi vào hoạt động đưa tổng công suất thiết kế của sp sữa đậu nành tại QNS lên 390tr lít/năm từ mức 300tr lít/năm, chúng tôi hy vọng công ty có thể thúc đẩy mảng sữa đậu nành tăng trưởng hai chữ số trở lại. Tuy nhiên, do đã đạt thị phần lớn (84%) và cạnh tranh gia tăng, chúng tôi không kỳ vọng tốc độ tăng trưởng ngoạn mục của giai đoạn trước (25% năm 2015, 43% năm 2014) sẽ lặp lại. Khả năng mở rộng sang thị trường sữa đậu nành không thương hiệu sẽ là động lực tăng trưởng cho công ty, mặc dù đây có thể không phải là câu chuyện ngắn hạn.

Sản lượng mía vụ 2016-2017 được dự báo sẽ tốt hơn nhờ thời tiết đã mưa trở lại. Ban lãnh đạo QNS cho biết năng lực sản xuất mía năm 2017 của công ty được ước tính vào khoảng 1,7 triệu tấn, tương đương 170 ngàn tấn đường thô sẽ được sản xuất, tăng ~29% n/n theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2017 của mảng này đạt 2.258 tỷ đồng, tăng 22,6% n/n. Tuy nhiên, nguồn cung đường tăng có thể gây áp lực lên giá bán, khiến biên LN gộp của mảng này và toàn công ty có thể thu hẹp.

Doanh thu thuần và LNTT hợp nhất 2017 theo dự phóng của chúng tôi tương ứng là 8.076 tỷ đồng (+15,8% n/n) và 1.587 tỷ đồng (+2,3% n/n). EPS 2017 ước đạt 9k đ/cp. Sử dụng phương pháp định giá PE (với PE mục tiêu 17x cho mảng sữa đậu nành và 8x cho các mảng còn lại), chúng tôi định giá cổ phiếu này ở 123k đ/cp, tương đương với tổng tỷ suất lợi nhuận là 15,6%. Duy trì khuyến nghị **MUA**. Lưu ý công ty hiện đang nắm giữ 29,6 triệu cổ phiếu quỹ.

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017F |
|--------------------------|--------|-------|-------|--------|-------|
| DT thuần (tỷ đồng) | 5.544 | 6.249 | 7.785 | 6.971 | 8.076 |
| Tăng trưởng (%) | 14,7% | 12,7% | 24,6% | -10,5% | 15,8% |
| EBITDA (tỷ đồng) | 973 | 1.266 | 1.683 | 1.854 | 2.064 |
| Biên EBITDA (%) | 17,6% | 20,3% | 21,6% | 26,6% | 25,6% |
| LN ròng (tỷ đồng) | 583 | 774 | 1.230 | 1.408 | 1.440 |
| Tăng trưởng LN (%) | -17,7% | 32,9% | 58,9% | 14,5% | 2,3% |
| EPS (hiệu chỉnh, VND) | 3.178 | 4.224 | 7.937 | 8.923 | 9.031 |
| Tăng trưởng (%) | -21,6% | 32,9% | 87,9% | 12,4% | 1,2% |
| ROE (%) | 36,2% | 44,8% | 56,7% | 43,2% | 36,6% |
| ROA (%) | 16,6% | 19,5% | 27,0% | 24,9% | 24,4% |
| Nợ ròng /EBITDA (x) | 0,4 | 0,1 | -0,3 | 0,4 | 0,1 |
| EV/EBITDA (x) | 18,5 | 14,2 | 10,7 | 9,7 | 8,7 |
| EV/Sales (x) | 3,2 | 2,9 | 2,3 | 2,6 | 2,2 |
| PE (x) | 34,4 | 25,9 | 13,8 | 12,3 | 12,1 |
| PB (x) | 6,2 | 7,4 | 5,0 | 4,4 | 4,4 |
| Cổ tức (đồng) | 3.000 | 3.000 | 3.000 | 3.000 | 3.000 |
| Suất sinh lợi cổ tức (%) | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |

| MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ QNS | Giá hiện tại (đồng): | 109.400 | Giá mục tiêu (đồng): | 123.454 | Vốn hóa (tỷ đồng): | 20.612 |
|--|-----------------------------|----------------|-----------------------------|----------------|---------------------------|---------------|
| (đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017F | |
| Doanh thu thuần | 5.544 | 6.249 | 7.785 | 6.971 | 8.076 | |
| <i>Tăng trưởng (%)</i> | <i>14,7%</i> | <i>12,7%</i> | <i>24,6%</i> | <i>-10,5%</i> | <i>15,8%</i> | |
| GVHB trừ khấu hao | 3.801 | 4.099 | 5.140 | 4.344 | 5.010 | |
| Chi phí bán hàng | 650 | 686 | 736 | 728 | 843 | |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 122 | 205 | 229 | 54 | 167 | |
| Doanh thu tài chính | 11 | 14 | 18 | 16 | 16 | |
| Chi phí tài chính | 9 | 8 | 15 | 7 | 7 | |
| EBITDA | 973 | 1.266 | 1.683 | 1.854 | 2.064 | |
| <i>Tỷ suất EBITDA (%)</i> | <i>17,6%</i> | <i>20,3%</i> | <i>21,6%</i> | <i>26,6%</i> | <i>25,6%</i> | |
| Khấu hao | 218 | 325 | 347 | 319 | 458 | |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 755 | 941 | 1.336 | 1.535 | 1.606 | |
| <i>Biên LN HĐKD (%)</i> | <i>13,6%</i> | <i>15,1%</i> | <i>17,2%</i> | <i>22,0%</i> | <i>19,9%</i> | |
| Lợi nhuận/Lỗ khác | 17 | 24 | 20 | 31 | 31 | |
| Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK | - | - | - | - | - | |
| Chi phí lãi vay ròng | 2 | 24 | (6) | 13 | 49 | |
| <i>Lãi suất trung bình</i> | <i>1,3%</i> | <i>8,1%</i> | <i>3,4%</i> | <i>12,4%</i> | <i>10,7%</i> | |
| <i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i> | <i>403,1</i> | <i>40,0</i> | <i>-231,7</i> | <i>116,1</i> | <i>32,5</i> | |
| Thuế | 188 | 167 | 132 | 144 | 147 | |
| <i>Thuế suất thực tế (%)</i> | <i>25,0%</i> | <i>18,2%</i> | <i>9,8%</i> | <i>9,5%</i> | <i>9,4%</i> | |
| Lợi ích CĐTS | - | - | - | - | - | |
| Lợi nhuận ròng | 583 | 774 | 1.230 | 1.408 | 1.440 | |
| Tiền mặt đạt được | 800 | 1.099 | 1.577 | 1.727 | 1.899 | |
| Tổng số lượng cổ phiếu | 97.928.000 | 117.513.300 | 141.015.200 | 187.549.000 | 187.549.000 | |
| EPS (VND) (đã trừ cp quỹ) | 5.949 | 6.589 | 10.317 | 8.923 | 9.031 | |
| T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần) | 0,53 | 0,64 | 0,77 | 1,00 | 1,00 | |
| EPS hiệu chỉnh (VND) | 3.178 | 4.224 | 7.937 | 8.923 | 9.031 | |
| <i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i> | <i>-21,6%</i> | <i>32,9%</i> | <i>87,9%</i> | <i>12,4%</i> | <i>1,2%</i> | |

| CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017F |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Thay đổi vốn lưu động | -167 | -20 | 210 | -200 | 28 |
| Capex | 772 | 300 | 898 | 2.192 | 599 |
| Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Các khoản mục dòng tiền khác | -311 | 502 | 1.339 | -32 | 603 |
| Dòng tiền tự do | -116 | 1.321 | 1.807 | -296 | 1.875 |
| Phát hành cp | -205 | -834 | -834 | -731 | -834 |
| Cổ tức đã trả | 245 | 201 | 340 | 160 | 563 |
| Thay đổi nợ ròng | 566 | -286 | -633 | 1.187 | -478 |
| Nợ ròng cuối năm | 432 | 146 | -487 | 700 | 222 |
| Vốn CSH | 1.725 | 1.735 | 2.608 | 3.910 | 3.953 |
| Giá trị sổ sách/cp (VND) | 17.620 | 14.765 | 22.063 | 24.763 | 25.036 |
| Nợ ròng / VCSH (%) | 25,0% | 8,4% | -18,7% | 17,9% | 5,6% |
| Nợ ròng / EBITDA (x) | 0,4 | 0,1 | -0,3 | 0,4 | 0,1 |
| Tổng tài sản | 4.012 | 3.945 | 5.172 | 6.125 | 5.690 |

| CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017F |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| ROE (%) | 36,2% | 44,8% | 56,7% | 43,2% | 36,6% |
| ROA (%) | 16,6% | 19,5% | 27,0% | 24,9% | 24,4% |
| ROIC (%) | 33,2% | 39,3% | 61,3% | 42,2% | 33,7% |
| WACC (%) | 12,2% | 14,3% | 15,0% | 14,2% | 14,7% |
| EVA (%) | 21,0% | 24,9% | 46,3% | 27,9% | 19,0% |
| PER (x) | 34,4 | 25,9 | 13,8 | 12,3 | 12,1 |
| EV/EBITDA (x) | 18,5 | 14,2 | 10,7 | 9,7 | 8,7 |
| EV/FCF (x) | -154,9 | 13,6 | 9,9 | -60,7 | 9,6 |
| PBR (x) | 6,2 | 7,4 | 5,0 | 4,4 | 4,4 |
| PSR (x) | 3,1 | 2,8 | 2,2 | 2,5 | 2,1 |
| EV/sales (x) | 3,2 | 2,9 | 2,3 | 2,6 | 2,2 |
| PEG | 1,0 | 0,6 | 0,4 | 1,5 | 1,4 |
| Suất sinh lợi cổ tức (%) | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 8) 3823 4159
Fax: (+84 8) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Giám đốc Phân tích

Lê Nguyệt Ánh
(+84 8) 3823 4159(ext: 354)
anhln@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận – Phân tích Ngành

Nguyễn Phương Uyên
(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)
uyennp@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 8) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản
Trần Thị Hải Yến
(+84 8) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT–Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 8) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Trần Nhật Trung
(+84 8) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện
Nguyễn Trí Cường
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT– Bất động sản, Nhựa, ETF
Vũ Quang Hưng
(+84 8) 3823 4159 (ext: 323)
hungvq@acbs.com.vn

NVPT- Bất động sản
Cao Việt Hùng
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)
hungcv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế vĩ mô
Trần Vi Phúc
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)
phuctv@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung
(+84 8) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Đặng Mạnh Hùng
(+84 8) 3823 4798
hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Phan Hồng Diệp
(+84 8) 3823 4159(ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận GDKHĐC
Huỳnh Thị Mỹ Hạnh
(+84 8) 5404 6632
hanhhtm@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Đinh Thị Thanh Ngọc
(+84 8) 5404 6626
ngocdtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lê Thị An Nghĩa
(+84 8) 3823 4160 (ext: 311)
ngghialta@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) là âm.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2017). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.