

## Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

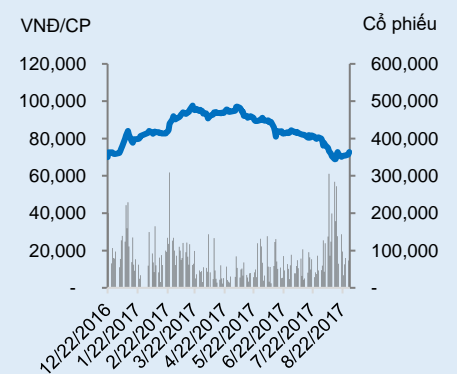
Tháng 8, 2017

Khuyến nghị	<b>OUTPERFORM</b>
Giá kỳ vọng (VND)	<b>91.100</b>
Giá thị trường (29/8/2017)	72.800
Lợi nhuận kỳ vọng	+25%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	68.900-97.660
Vốn hóa	17.750 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	243.813.054
KLGD bình quân 10 ngày	117.795
% sở hữu nước ngoài	7,34%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,1%
Beta	N/a

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
QNS	0,7%	-4,3%	-17,9%	-22,5%
Upcom-Index	1,1%	-1,6%	-6,1%	-5,6%

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú**

(84 8) 3914.6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

# CTCP Đường Quảng Ngãi

Mã giao dịch: QNS

Reuters: N/a

Bloomberg: QNS VN

## Cơ hội mua doanh nghiệp quy mô lớn nhất ngành Sữa đậu nành có thương hiệu

### Cập nhật kết quả kinh doanh 1H 2017

Doanh thu thuần đạt 3.928 tỷ đồng (18% yoy) trong khi lợi nhuận sau thuế đạt 489,5 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ. Các điểm đáng chú ý bao gồm:

- Mía đường:** Doanh thu Q2 tăng trưởng 55% yoy trở lại sau khi sụt giảm 3% trong Q1 do ảnh hưởng từ thời tiết mưa nhiều cuối 2016 và đầu 2017. **Tính chung 1H 2017 doanh thu đường tăng trưởng 14,7% yoy.** Giá bán bình quân 1H 2017 đạt 15-16.000 đồng/kg, cao hơn khoảng 13% so với giá bình quân năm 2016. Tuy nhiên, do mới đưa phần công suất mới của nhà máy đường An Khê vào hoạt động nên chi phí cố định tăng mạnh, **biên lợi nhuận gộp 1H 2017 chỉ đạt 9,4% - thấp hơn đáng kể so với mức 14% cùng kỳ năm trước.**
- Sữa đậu nành:** Giá bán 1H 2017 không đổi và **sản lượng chỉ tăng trưởng 4,7% yoy, kém hơn so với kỳ vọng tăng trưởng từ 10-15% hồi đầu năm.** Sản lượng tăng trưởng khoảng 9% trong Q1 nhưng giảm mạnh còn 2% trong Q2 do cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ trong miền Nam như Vinamilk và Nutifood. Chúng tôi nhận thấy bộ sản phẩm chưa đa dạng, hạn chế về số điểm bán hàng và tỷ trọng của kênh bán lẻ hiện đại thấp đang hạn chế việc mở rộng thị phần của QNS ở miền Nam. Bên cạnh đó, do chi phí cố định từ nhà máy Vinasoy Bình Dương tăng cùng với các chi phí khuyến mãi khác, **biên lợi nhuận gộp của mảng sữa đậu nành cũng giảm 3% so với cùng kỳ năm trước.**
- Điện sinh khối:** Quá trình lắp đặt máy móc có thể sẽ kéo dài hơn dự kiến và có lẽ tháng 10 nhà máy mới bắt đầu chính thức hoạt động.

### Dự báo lợi nhuận năm 2017 giảm 8,2% yoy

Chúng tôi dự báo tổng doanh thu thuần đạt 8.084 tỷ đồng (+16% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 1.292 tỷ đồng (-8,2% yoy) với các giả định chính như sau:

- Mía đường:** Giá đường đầu ra hiện tại giảm còn 13-14.000 đồng/kg, hạ nhiệt so với đầu năm sau khi thời tiết và nguồn cung cải thiện hơn. Chúng tôi thận trọng dự báo giá đường bình quân năm 2017 của QNS đạt 14.023 đồng/kg - tăng 2,5% yoy. Về sản lượng, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng 15,4% yoy chủ yếu là nhờ tăng diện tích mía thu mua trong khi năng suất bình quân dự báo có thể sẽ giảm 6% yoy. Như vậy, dự báo doanh thu đường có thể đạt 2.179 tỷ đồng trong năm nay, tăng trưởng 18% yoy.
- Sữa đậu nành:** Kỳ vọng sản lượng sẽ được cải thiện trong 2H 2017 và dự báo sản lượng cả năm tăng trưởng khoảng 8%, tương ứng với doanh thu 3.978 tỷ đồng – giá bán không đổi.

- **Điện sinh khối:** Với thời gian hoạt động chỉ khoảng 2-3 tháng trong năm nay, chúng tôi ước tính doanh thu bán ngoài cho EVN đạt 128 tỷ đồng trong khi lợi nhuận (bao gồm cả phần tiết kiệm chi phí điện năng nội bộ) đạt khoảng 15 tỷ đồng. Hiệu quả của nhà máy sẽ được cải thiện đáng kể hơn khi hoạt động đủ 5 tháng kể từ năm 2018 và ở giai đoạn ổn định có thể mang lại 200 tỷ đồng lợi nhuận hằng năm.

**Khuyến nghị đầu tư:** Giá cổ phiếu QNS đã giảm khá nhiều trong thời gian gần đây phản ánh: (i) kết quả kinh doanh 1H 2017 không đạt như kỳ vọng, đặc biệt là ở tăng trưởng sản phẩm sữa đậu nành; (ii) QNS có vẻ đã đi qua giai đoạn tăng trưởng cao và bước vào giai đoạn tăng trưởng vừa phải và ổn định hơn; (iii) lo ngại về việc mở cửa ngành Đường kể từ năm 2018. Ở giá hiện tại, QNS chỉ giao dịch ở mức P/E forward lần lượt là 13,7x và 12,9x cho năm 2017 và 2018. Trên cơ sở định giá tương quan, chúng tôi xem đây là mức rất hấp dẫn xét trên vị thế đầu ngành Sữa đậu nành có thương hiệu của QNS, mức P/E 17-18x mới là hợp lý (chiết khấu 20% so với P/E của VNM do dung lượng thị trường nhỏ và tăng trưởng thấp hơn). Bên cạnh đó, chúng tôi cũng xác định giá trị nội tại của QNS thông qua phương pháp chiết khấu dòng tiền là **91.100 đồng/cp** – do đó khuyến nghị **OUTPERFORM** với lợi nhuận kỳ vọng 25%. Đây là thời điểm tốt để mua QNS và nắm giữ dài hạn.

#### Một số chỉ số tài chính của QNS

Chỉ số tài chính		2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu	Tỷ đồng	7.785	6.971	8.084	8.856
LNST	Tỷ đồng	1.230	1.408	1.292	1.379
P/E	x		12,6	13,7	12,9
P/B	x		4,5	3,9	3,4

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Doanh thu	5.544	6.249	7.785	6.971
Giá vốn	(4.018)	(4.424)	(5.487)	(4.663)
Lợi nhuận gộp	1.525	1.825	2.298	2.308
Doanh thu tài chính	71	62	72	73
Chi phí tài chính	(71)	(80)	(63)	(77)
Lợi nhuận sau thuế	583	774	1.230	1.408

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	614	392	1.009	137
Các khoản phải thu ngắn hạn	241	264	702	394
Hàng tồn kho	440	542	354	522
Tài sản cố định hữu hình	1.777	1.532	1.663	1.849
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	271	2	0	0
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4.012</b>	<b>3.945</b>	<b>5.172</b>	<b>6.125</b>
Nợ ngắn hạn	1.828	2.012	2.220	1.970
Nợ dài hạn	458	198	345	245
Vốn chủ sở hữu	1.725	1.735	2.608	3.910
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>4.012</b>	<b>3.945</b>	<b>5.172</b>	<b>6.125</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	15%	13%	25%	-10%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-18%	33%	59%	14%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	28%	29%	30%	33%
Lợi nhuận thuần biên (%)	11%	12%	16%	20%
ROA (%)	15%	20%	24%	23%
ROE (%)	34%	45%	47%	36%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	57%	56%	50%	36%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	132%	127%	98%	57%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	5.949	6.589	8.723	7.509
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.620	14.765	18.492	20.846

## 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

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

### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**  
Phó Giám đốc khối  
luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**  
Ngân hàng, Bảo hiểm  
nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Chế Thị Mai Trang**  
Thép, Phân bón, Điện  
chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Phan Thùy Trang**  
Cao su tự nhiên, Mía đường  
phanthuytrang@baoviet.com.vn

**Nguyễn Tiến Dũng**  
Công nghệ thông tin  
nguyentientung@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**  
Phó Giám đốc khối  
ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**  
Bất động sản  
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**  
Vật liệu xây dựng  
lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**  
Ô tô & Phụ tùng, Dệt may  
truongsyphu@baoviet.com.vn

**Hà Thị Thu Hằng**  
Dược  
hathithuhang@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**  
Hạ tầng, Nước  
thaianhhao@baoviet.com.vn

**Phạm Đắc Hoàng Minh**  
Dệt may  
phamdachoangminh@baoviet.com.vn

### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Nguyễn Xuân Bình**  
Phó Giám đốc khối  
[nguyentuanbinh@baoviet.com.vn](mailto:nguyentuanbinh@baoviet.com.vn)

**Bạch Ngọc Thắng**  
Kinh tế trường  
[bachngocthang@baoviet.com.vn](mailto:bachngocthang@baoviet.com.vn)

**Trần Hải Yến**  
Chuyên viên vĩ mô  
[tranhaiyen@baoviet.com.vn](mailto:tranhaiyen@baoviet.com.vn)

**Trần Đức Anh**  
Chiến lược thị trường  
[tranducanh@baoviet.com.vn](mailto:tranducanh@baoviet.com.vn)

**Trần Xuân Bách**  
Phân tích kỹ thuật  
[tranxuanbach@baoviet.com.vn](mailto:tranxuanbach@baoviet.com.vn)



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

### Chi nhánh:

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