

MUA

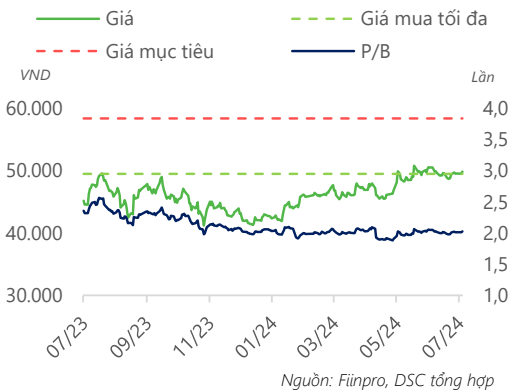
Giá mục tiêu 2025: **58.400 VND**
Upside: **17%**
Cập nhật: **7/11/2024**

TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: Giá đường trong nước duy trì ổn định, giá đậu nành thế giới ở mức thấp nhờ thặng dư cung trong năm 2024

Tiêu cực: Nhu cầu tiêu thụ mảng sữa đậu nành hồi phục chậm. Lợi nhuận thấp hơn 2023 khiến tỷ lệ cổ tức giảm mạnh so với cùng kỳ.

Rủi ro: Tỷ giá neo cao khiến doanh nghiệp không được hưởng lợi quá nhiều từ giá đậu nành thế giới giảm.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Đường
Giá hiện tại (VND)	49.871
Vốn hóa (Tỷ VND)	17.801
Số lượng CPLH (triệu cp)	356,9
EPS 4 quý gần nhất	6737,3
P/E	7,4
Cao nhất 1 năm	52.200
Thấp nhất 1 năm	40.086

QNS

Đường Quảng Ngãi

DSC

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu QNS dựa trên kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa bắt đầu có tín hiệu tích cực và giá đường trong nước dự báo đi ngang trong năm 2024.

Động lực tăng trưởng của QNS trong trung và dài hạn đến từ (1) xu hướng tiêu thụ các sản phẩm tốt cho sức khỏe, (2) sản xuất đường trong nước mới chỉ đáp ứng ~50% nhu cầu tiêu thụ và (3) dự án nhà máy ethanol là nguồn doanh thu mới tiềm năng trong tương lai.

Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh của QNS năm 2024 sẽ giảm so với kỳ lục 2023, tuy nhiên vẫn ở mức cao so với trung bình 5 năm của doanh nghiệp.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kỳ vọng doanh thu mảng sữa không còn "đi lùi"

Sức tiêu thụ còn yếu trong bối cảnh nền kinh tế chưa hồi phục hoàn toàn đã khiến cho mảng sữa đậu nành của QNS gặp khó khăn. Tuy vậy, QNS vẫn duy trì khá tốt thị phần, trong đó thị phần sữa đậu nành 2023 hồi phục lên mức 88,6%, sữa uống liền đạt 16,1%. Biên lợi nhuận gộp Q1.24 cũng đã cải thiện so với quý liền trước nhờ giá đậu nành nguyên liệu giảm.

Trong T7.24 dự kiến QNS sẽ tung ra 2 dòng sản phẩm sữa hạt mới để đáp ứng xu hướng tiêu dùng các sản phẩm từ hạt tốt cho sức khỏe. Chúng tôi ước tính, sản lượng tiêu thụ sữa và doanh thu mảng sữa đậu nành của QNS có thể hồi phục nhẹ 2-3% so với năm 2023.

Mở rộng vùng nguyên liệu mía, tiến tới tăng công suất và sản lượng đường

QNS đang đầu tư mở rộng diện tích vùng nguyên liệu mía lên ~3.000 ha mỗi năm, dự kiến đạt 40.000 ha vào niên vụ 2027/2028. Chúng tôi ước tính sau khi mở rộng, sản lượng mía hàng năm của QNS có thể đạt 2,4-2,5 triệu tấn.

DSC cho rằng, năm 2024 giá đường trong nước sẽ chỉ giảm nhẹ/đi ngang do một số nhà máy ngưng sản xuất khiến nguồn cung giảm nhẹ, tỷ giá ở mức cao khiến giá đường nhập khẩu qua cả đường chính ngạch và tiểu ngạch đều cao, từ đó giảm bớt nguồn đường nhập khẩu cũng như sức cạnh tranh với đường nội địa.

TỔNG QUAN

QNS là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực sản xuất đường với nhà máy ép mía An Khê có công suất 18.000 TMN/năm. Đây cũng là doanh nghiệp đầu ngành sữa đậu nành, sở hữu 3 nhà máy công suất 390 triệu lít/năm, thành công xây dựng thương hiệu Fami nổi tiếng.

QNS đã tận dụng bã mía làm nguyên liệu đầu vào cho nhà máy điện sinh khối An Khê có công suất 95MW. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng đa dạng hóa doanh thu khi mở rộng sang các sản phẩm F&B khác như bánh kẹo, bia và nước khoáng

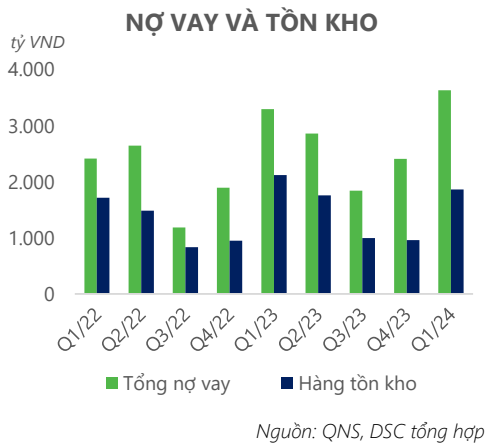
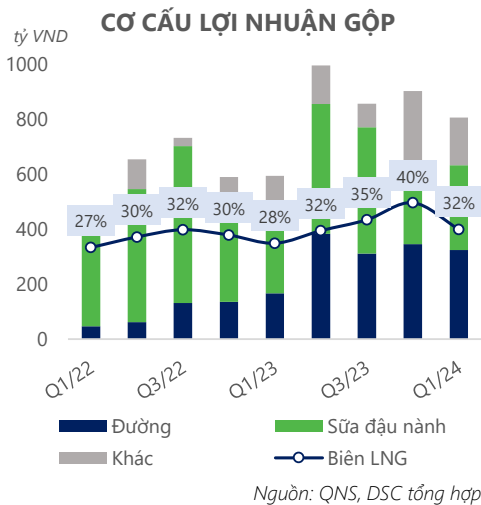
KẾT QUẢ KINH DOANH

Quý đầu năm "ngọt" hơn cùng kỳ

Q1.24, doanh thu thuần của QNS đạt 2.542 tỷ (+18% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 579 tỷ (+62% YoY).

Lợi nhuận của QNS tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ do: (1) giá đường Q1.24 cao hơn so với cùng kỳ, (2) giá thành sản xuất giảm nhờ tăng năng suất vùng nguyên liệu mía và dây chuyền sản xuất đường đi vào hoạt động ổn định. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy giá bán đường trong nước đã giảm nhẹ, khiến cho BLN gộp của QNS giảm 8% so với quý trước.

Sau một năm lãi kỷ lục, QNS đặt mục tiêu tổng doanh thu 2024 đạt 9.000 tỷ, LNTT đạt 1.500 tỷ, giảm đáng kể so với kết quả thực hiện năm 2023. Q1.24, doanh nghiệp đã hoàn thành 28% kế hoạch doanh thu và 39% kế hoạch lợi nhuận năm.



Tương quan giữa nợ vay và hàng tồn kho

Trong Q1.24, nợ vay của QNS tăng tới hơn 50% so với đầu năm, ghi nhận 3.632 tỷ trong đó toàn bộ là nợ vay ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng, doanh nghiệp sử dụng một phần lượng vốn vay này để mua đường thô nguyên liệu về xử lý thành đường thành phẩm.

Trong 3 năm trở lại đây, nợ vay ngắn hạn của QNS đều tăng vào đầu năm sau đó giảm dần cho đến quý cuối năm. Đáng chú ý là hàng tồn kho cũng có diễn biến tương tự. Vì vậy, chúng tôi dự báo nợ vay và hàng tồn kho của QNS cũng sẽ giảm trong nửa cuối năm 2024.

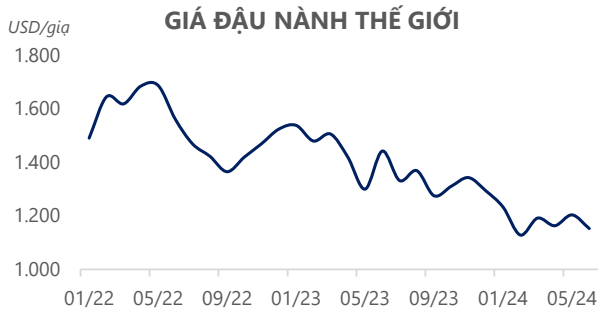
LUẬN ĐIỂM 1:

Biên lợi nhuận mảng sữa cải thiện nhẹ

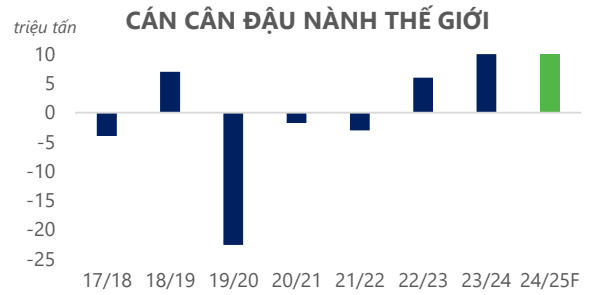
QNS

Đường Quảng Ngãi

DSC



Nguồn: Investing, DSC tổng hợp

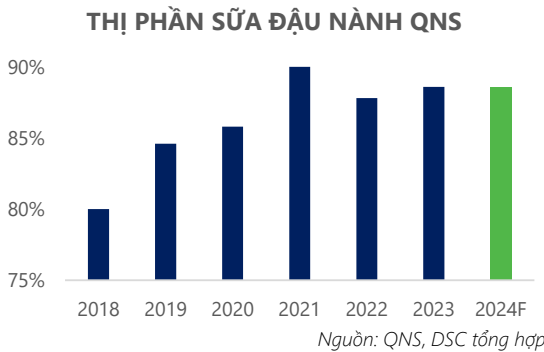


Nguồn: IGC, DSC tổng hợp

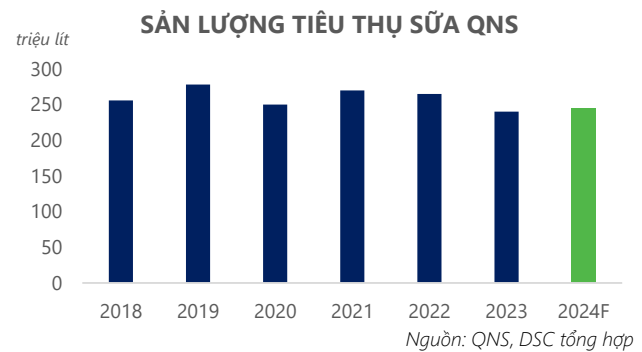
Giá đậu nành nguyên liệu thế giới giảm mạnh

Đậu nành nguyên liệu của nhà máy sữa Vinasoy có hơn 70% là nhập khẩu, vì vậy chi phí nguyên liệu đầu vào phụ thuộc phần lớn vào giá đậu nành thế giới. Giá đậu nành thế giới đã giảm ~10% kể từ đầu năm xuống quanh mốc 1.160 USD/giạ. Chúng tôi kỳ vọng năm 2024 giá đậu nành thế giới sẽ không tăng cao trở lại nhờ nguồn cung đậu nành được dự báo sẽ tiếp tục đà hồi phục nhờ yếu tố thời tiết thuận lợi. Cán cân cung cầu đậu nành theo đó cũng duy trì thặng dư cung trong niên vụ 2024/2025 sắp tới.

Biên lợi nhuận gộp Q1.24 đã cải thiện so với quý liền trước nhờ giá đậu nành nguyên liệu giảm. Tuy nhiên, trong bối cảnh tỷ giá đồng USD đang ở mức cao, đậu nành nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu đậu nành nguyên liệu (~70%), QNS có thể sẽ không được hưởng lợi quá nhiều từ giá giảm. Biên lợi nhuận gộp mảng sữa đầu dự báo sẽ chỉ cải thiện nhẹ ~1% trong năm 2024



Nguồn: QNS, DSC tổng hợp



Nguồn: QNS, DSC tổng hợp

Duy trì vị trí số 1 về thị phần, kỳ vọng sức mua dần trở lại

Sức tiêu thụ yếu trong bối cảnh nền kinh tế chưa hồi phục đã khiến cho mảng sữa đậu nành của QNS gặp khó khăn và tăng trưởng âm trong 5 quý liền tiếp. Theo Nielsen IQ, thời gian qua tâm lý thắt chặt tiêu dùng đã khiến sức mua suy giảm, tăng trưởng ngành hàng FMCG và ngành sữa Q1.24 theo đó giảm lần lượt 2,9% và 2,8% so với cùng kỳ.

Tuy vậy, QNS vẫn duy trì khá tốt thị phần, trong đó thị phần sữa đậu nành 2023 hồi phục lên mức 88,6%, sữa uống liền đạt 16,1%. DSC cho rằng, mặt bằng lãi suất thấp đang thẩm thấu dần vào nền kinh tế, đồng thời đề xuất kéo dài thời gian giảm thuế VAT đến hết năm 2024 nhiều khả năng sẽ được Quốc hội chấp thuận sẽ giúp sức mua hồi phục chậm rãi trong thời gian tới. Bên cạnh đó, trong T7.24 dự kiến QNS sẽ tung ra 2 dòng sản phẩm sữa hạt mới để đáp ứng xu hướng tiêu dùng các sản phẩm từ hạt tốt cho sức khỏe. Chúng tôi ước tính, sản lượng tiêu thụ sữa và doanh thu mảng sữa đậu nành của QNS có thể hồi phục nhẹ 2-3% so với năm 2023.

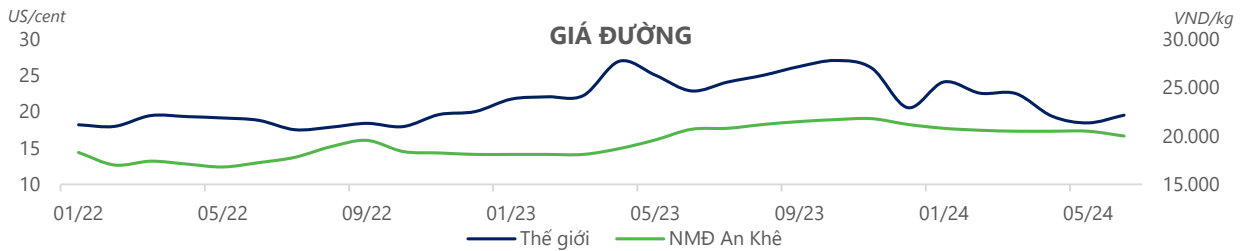
LUẬN ĐIỂM 2:

Dự địa phát triển mảng đường vẫn còn

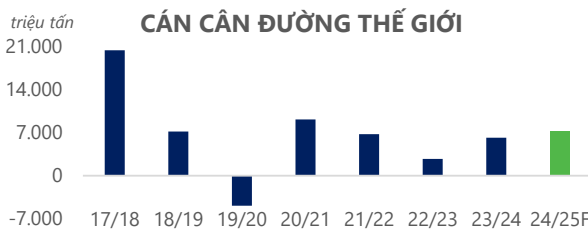
QNS

Đường Quảng Ngãi

DSC



Nguồn: Agromonitor, DSC tổng hợp



Nguồn: USDA, DSC tổng hợp

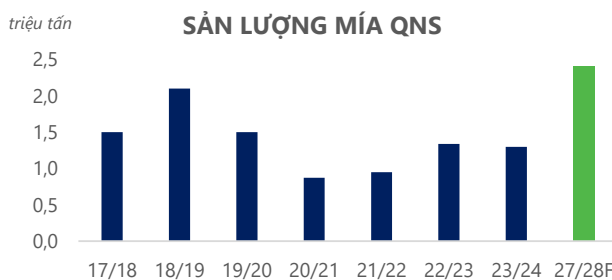


Nguồn: USDA, DSC tổng hợp

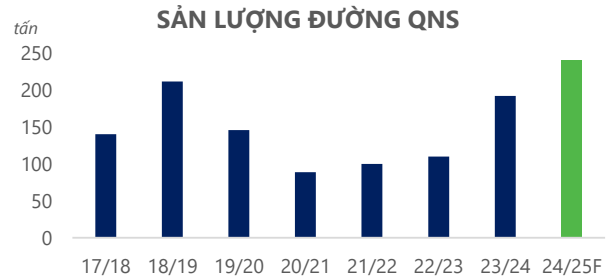
Giá đường trong nước duy trì tương đối ổn định so với thế giới

Giá đường thế giới đã hạ nhiệt kể từ đầu năm 2024, giảm ~32% so với mức đỉnh. Niên vụ 2024/2025, dự báo sản lượng đường của hầu hết các nước xuất khẩu đường lớn đều có xu hướng tích cực, trong đó có Ấn Độ (+4,5% YoY), Thái Lan (+16,4% YoY), khiến giá đường khó tăng cao trở lại.

Giá đường trong nước cũng đã giảm nhưng mức độ giảm không quá mạnh. DSC cho rằng, giá đường trong nước sẽ chỉ giảm nhẹ/đi ngang do một số nhà máy ngưng sản xuất khiến nguồn cung giảm nhẹ, tỷ giá ở mức cao khiến giá đường nhập khẩu qua cả đường chính ngạch và tiểu ngạch đều cao, từ đó giảm bớt nguồn đường nhập khẩu cũng như sức cạnh tranh với đường nội địa. Biên LNG mảng đường của QNS dự kiến sẽ duy trì ở mức 29-31% trong năm 2024.



Nguồn: QNS, DSC tổng hợp



Nguồn: QNS, DSC tổng hợp

Kỷ lụ 2023 là bàn đạp để đưa mảng đường trở lại

Hoạt động sản xuất đường đã khởi sắc trở lại kể từ khi Chính phủ ban hành các chính sách hỗ trợ ngành đường, theo đó QNS đẩy mạnh đầu tư mở rộng diện tích vùng nguyên liệu mía lên ~3.000 ha mỗi năm, dự kiến đạt 40.000 ha vào niên vụ 2027/2028. Ước tính sau khi mở rộng, sản lượng mía hàng năm của QNS có thể đạt tới 2,4-2,5 triệu tấn. Cùng với đó, QNS đang trong quá trình nghiên cứu để xây dựng dự án sản xuất Ethanol từ mật rỉ - phụ phẩm từ quá trình sản xuất đường. Dự kiến nhà máy Ethanol có tổng vốn đầu tư là 1.500-2.000 tỷ, công suất 60 triệu lít/năm, mục tiêu đến năm 2026 sẽ đi vào hoạt động. Dự án này sẽ giúp QNS hoàn thiện chuỗi giá trị Mía - Đường - Điện sinh khối - Ethanol và mang lại nguồn doanh thu mới cho doanh nghiệp trong tương lai.

QNS

Đường Quảng Ngãi

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự báo năm 2024, kết quả kinh doanh của QNS sẽ giảm so với cùng kỳ do (1) mức nền KQKD 2023 cao đột biến, (2) giá đường trong nước giảm nhẹ, (3) nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành phục hồi chậm rãi và tỷ giá neo cao nên doanh nghiệp không được hưởng lợi quá nhiều từ giá đậu nành thế giới giảm.

Ước tính, doanh thu của QNS năm 2024 đạt 9.997 tỷ (-0,2% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 1.949 tỷ (-11% YoY).

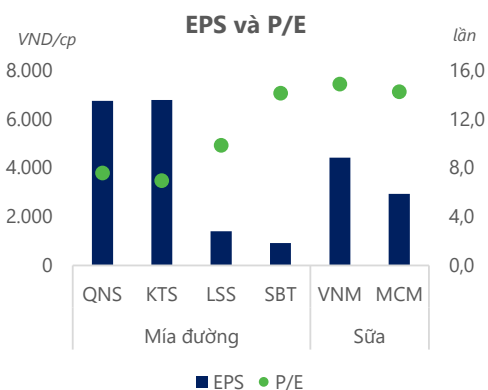
Định giá

Hiện tại, P/E của cổ phiếu QNS đang ở ngưỡng 7,6 lần, không chỉ thấp hơn mức trung bình 5 năm của cổ phiếu, mà cũng đồng thời thấp hơn mức trung bình của cả ngành đường và ngành sữa. Chúng tôi cho rằng, định giá của QNS đang ở mức hấp dẫn để đầu tư với nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn

Sử dụng phương pháp định giá P/E, với mức EPS forward là 4.901 VND/cp, mức giá hợp lý cho cổ phiếu QNS năm 2024 là 58.450 VND/cổ phiếu, upside 17% so với giá đóng cửa ngày 09/07/2024 là 49.000 VND/cổ phiếu.

Thống kê BCPT gần nhất của các CTCK, bình quân giá mục tiêu 12 tháng của QNS là 58.400 VND/cổ phiếu, upside 17% so với giá đóng cửa ngày 09/07/2024.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	8.255	10.021	9.997
% DTT (YoY)	13%	21%	-0,2%
Lợi nhuận gộp	2.459	3.351	3.229
Lợi nhuận sau thuế	1.287	2.183	1.949
% LNST (YoY)	3%	70%	-11%



Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1.949
EPS (VND/cp)	4.901
P/E dự phóng (lần)	11,9x
Giá mục tiêu	58.400
Upside	17,00%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Lê Trần Khánh Linh,

Chuyên viên Phân tích
linh.ltk@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn