

QNS – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 13/04/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	42.800
KLGD TB 10 ngày	294.768
Vốn hoá (tỷ đồng)	15.348,42
Số lượng CPLH (triệu cp)	356.9

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Phương Thảo
ppthao@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>

QNS: Mía được mùa, được giá, tăng trưởng đột phá

KQKD: KQKD 3 tháng đầu 2023 ghi nhận tích cực ở tất cả các mảng kinh doanh. DTT 3T.2023 đạt 2.208 tỷ đồng, tăng 18,3% yoy và đạt 26,3% KH 2023. LNNTT 3 tháng đạt 358 tỷ đồng, tăng 72,2% svck và đạt 29.8% kế hoạch cả năm 2023. Kết quả tích cực này chỉ yếu đến từ mảng đường khi sản lượng tiêu thụ ghi nhận vượt trội 40.000 tấn, +94% yoy và LNNTT riêng mảng này tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 358 tỷ, tăng 287% so với cùng kì.

Triển vọng:

- (1) Mảng đường: Lợi nhuận sẽ đạt kỉ lục trong 2023 nhờ sản lượng cao, chi phí sản xuất thấp và thị trường đầu ra thuận lợi.
- (2) Mảng sữa: Thâm nhập thị trường mới tạo dư địa tăng trưởng dài hạn dù lợi nhuận 2023 chưa thực sự đột phá

Rủi ro:

- (1) Vấn nạn đường nhập khẩu khiến sản lượng tiêu thụ không đạt như kì vọng
- (2) Nhu cầu sữa đậu nành thấp hơn dự kiến và sản phẩm mới chưa có kết quả tốt

Khuyến nghị đầu tư:

Chúng tôi dự báo 2023 sẽ là một năm tăng trưởng mạnh mẽ của QNS nhờ mảng đường kỉ lục về sản lượng cũng như lợi nhuận. Triển vọng của QNS trong 2023 gắn liền với bối cảnh thuận lợi chung của ngành đường Việt Nam sau những biến chuyển về chính sách sau thuế chống bán phá giá và giá đường thế giới liên tục phá kỉ lục. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng DTT và LNNTT của QNS năm 2023 lần lượt đạt **9.552 tỷ (+16% yoy)** và **1.839 tỷ (+43% yoy)**; EPS 2023F dự kiến đạt 5.153 đồng/cổ phiếu. Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và so sánh tương đối P/E, chúng tôi nâng mức giá mục tiêu 1 năm cho cổ phiếu QNS lên **52.400 đồng/CP, khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá 22%**.

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	6,490	7,335	8,259	9,552	11,036
+/- yoy (%)	-15.5%	13.0%	12.6%	15.7%	15.5%
LNNTT (tỷ đồng)	1,053	1,254	1,285	1,839	1,801
+/- yoy (%)	-18.5%	19.0%	2.5%	43.2%	-2.1%
TS LN gộp (%)	31.6%	30.8%	29.8%	35.6%	32.2%
TS LN ròng (%)	16.2%	17.1%	15.6%	19.3%	16.3%
ROA (%)	11.5%	12.7%	12.5%	16.8%	16.1%
ROE (%)	15.9%	17.7%	17.2%	23.4%	20.9%
EPS (đồng)	3,463	4,117	4,219	5,153	5,046

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD 3T.2023

Theo cập nhật mới nhất từ doanh nghiệp, KQKD 3 tháng đầu 2023 ghi nhận vô cùng tích cực ở tất cả các mảng kinh doanh. DTT 3T.2023 đạt 2.208 tỷ đồng, tăng 18,3% yoy và đạt 26,3% KH 2023. LNTT 3 tháng đạt 358 tỷ đồng, tăng 72,2% svck và đạt 29,8% kế hoạch cả năm 2023. Cụ thể:

- (1) Mảng đường: Sản lượng tiêu thụ đạt 40.000 tấn, +94% yoy. Doanh thu thuần đạt 702 tỷ đồng (+100% yoy) và LNTT đạt khoảng 148 tỷ đồng (tăng 287% svck)
- (2) Mảng sữa: Sản lượng sữa tiêu thụ 3T.2023 đạt 48,5 triệu lít (giảm 9% yoy) và Doanh thu sữa đạt 814 tỷ đồng, tương ứng giảm 8% svck. LNTT mảng sữa đạt khoảng 118 tỷ đồng, duy trì tương đương so với cùng kì năm 2022.
- (3) Mảng F&B và khác: DTT và LNTT lần lượt đạt hơn 600 tỷ và 92 tỷ, tăng trưởng tương ứng hơn 30% và 200% lần svck.

Kết quả kinh doanh này khớp với kì vọng của chúng tôi về doanh thu nhưng vượt rất nhiều về ước tính LNTT. Qua trao đổi với doanh nghiệp, nguyên nhân của việc chủ yếu đến từ:

- (1) Sản lượng mía đạt kỉ lục trong niên vụ 22-23, thể hiện sự vượt trội ở cả năng suất mía vượt trội so với năm trước (~69.5 tấn/ha so với cùng kỳ 63.5 tấn/ha) và chữ lượng đường/tấn mía cao hơn. Điều này giúp QNS hạ giá thành sản xuất đối với đường xuống mức rất thấp dù chi phí thu mua mía vẫn tiếp tục xu hướng tăng (+ khoảng 11% svck)
- (2) Công ty làm tốt khâu phân phối và tiêu thụ sản phẩm, tiết kiệm chi phí SG&A giúp LNTT tăng trưởng tích cực yoy.

TRIỂN VỌNG VÀ ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Mảng đường: Tăng trưởng mạnh nhờ sản lượng cao và chi phí sản xuất thấp

Sản lượng đường niên vụ 22-23 tăng trưởng gần 40% yoy

Kết thúc vụ mía 22-23, QNS công bố thu hoạch được 1,6 triệu tấn mía, xác nhận mức kỉ lục của công ty kể từ năm 2019. Tổng lượng đường sản xuất được khoảng 205.000 tấn, cao nhất trong 5 năm trở lại đây trong đó:

- **175.000 - 180.000 tấn** là đường mía sản xuất trong nước, gồm 160.000 tấn RS và 25.000 tấn RE.
- **25.000 tấn** đường RE sản xuất từ nguồn nhập khẩu, tương ứng với hạn ngạch đường nhập khẩu mà QNS đấu thầu.

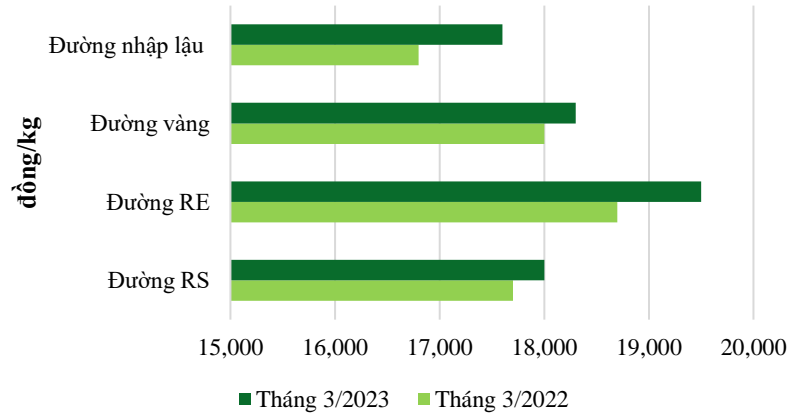
Mức sản lượng kỉ lục này xuất phát từ (1) Diện tích mía canh tác tăng 10% svck (~23 nghìn ha vs 21 nghìn năm 2022), (2) Năng suất mía và chữ lượng tốt hơn kì vọng.

Về triển vọng đầu ra, sản lượng đường bán ra trong 3T.2023 của QNS cũng tăng trưởng rất tích cực, đạt 40.000 tấn (+94% yoy), chủ yếu đến từ việc mở rộng tập khách hàng công nghiệp là các công ty sản xuất sữa và nước ngọt. Trước đây, công ty chủ yếu bán sản phẩm đầu ra là đường RS, tuy nhiên từ năm 2021 việc bắt đầu sản xuất đường RE giúp QNS tiếp cận được khách hàng là các đơn vị F&B lớn hơn với giá bán đầu ra tốt hơn so với đường RS.

Trong **Báo cáo ngành đường** gần nhất, chúng tôi đưa quan điểm về thuế chống bán phá giá mới áp dụng từ T8/2022 sẽ tạo dư địa cho các doanh nghiệp đường trong nước mở rộng thị trường đầu ra. Hiện nay nhu cầu đường ở Việt Nam mỗi năm dao động quanh 2.3 – 2.4 triệu tấn, trong đó, sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được 700-800 ngàn tấn (~30% nhu cầu) còn lại phải thông qua nhập khẩu.

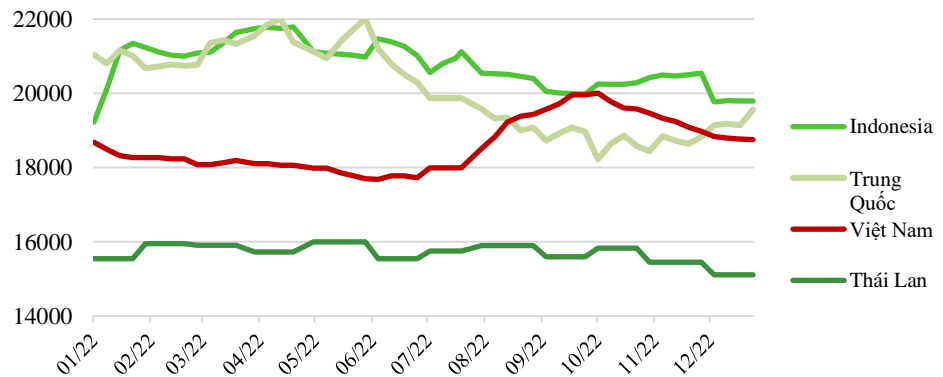
Việc đánh thuế toàn diện đường có nguồn gốc Thái Lan cho 5 nước ASEAN khiến giá đường nội địa có lợi thế hơn so với đường nhập khẩu chính ngạch (thấp hơn khoảng 1000 – 2000 VND/kg). Dù việc quản lý đường nhập lậu vẫn còn là vấn đề nan giải, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội cho các doanh nghiệp đường trong nước với năng lực sản xuất tốt gia tăng thị phần tiêu thụ tại Việt Nam.

So sánh giá đường nội địa Việt Nam



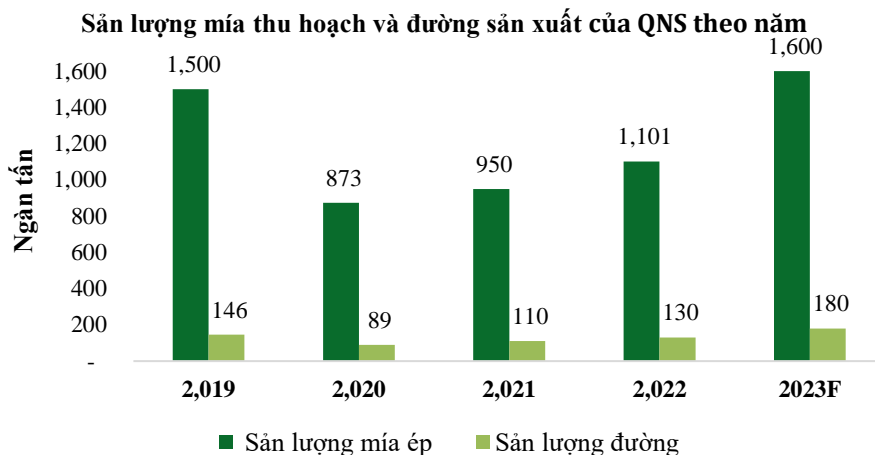
Nguồn: VCBS tổng hợp

Giá đường trắng nội địa Việt Nam so với các nước trong khu vực



Nguồn: Agromonitor, VSSA, VCBS tổng hợp

Cho năm 2023, chúng tôi dự báo QNS sẽ tiêu thụ khoảng 155.000 tấn RS cho khách hàng bên ngoài và khoảng 25.000 tấn RE, phần còn lại được sử dụng để làm đầu vào sản xuất cho các mảng kinh doanh khác (sữa đậu nành và F&B)

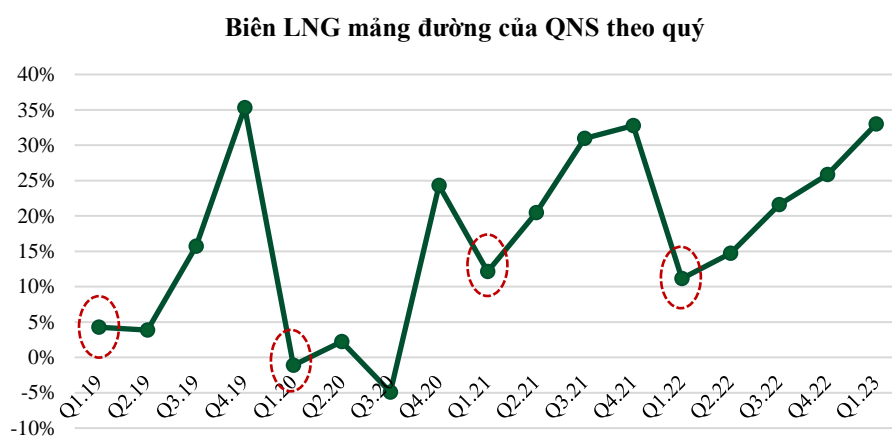


Nguồn: QNS

Biên LNG mảng đường sẽ đạt mức kỷ lục nhờ lợi thế theo quy mô và giá bán thuận lợi

Bên cạnh sản lượng bán ra tăng mạnh, biên LNG mảng đường trong Q1.2023 của QNS ghi nhận mức tốt vượt kỳ vọng, theo ước tính của chúng tôi đạt khoảng 33% so với mức 11.1% của cùng kỳ năm 2022. Nguyên nhân của việc này đến từ (1) Lợi thế sản xuất theo quy mô giúp QNS hạ giá thành sản xuất xuống mức rất thấp (~ 11.000 – 12.000 đồng/kg so với khoảng 13.500 đồng năm 2022) (2) Giá đường thành phẩm trên thị trường duy trì ở mức cao từ cuối 2022 đến T3.2023 (khoảng 18.000 đồng/kg với đường RS và 19.500 đồng/kg với đường RE, tăng 3-5% svck). Hai yếu tố trên giúp QNS thu được biên lợi nhuận mảng đường đạt đỉnh trong vòng 5 năm gần nhất.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng lưu ý rằng *Quý 1 thường là quý thấp điểm của lợi nhuận mảng đường* do doanh nghiệp có lịch sử ghi nhận chi phí khấu hao sản xuất đường vào thời gian này hàng năm. Trong các quý tiếp theo, giả định giá đường duy trì ở mức hiện tại hoặc giảm nhẹ (tham khảo Báo cáo ngành đường gần nhất), biên lợi nhuận gộp mảng đường của QNS sẽ còn tiếp tục tăng cao hơn nữa.



Nguồn: QNS

Chúng tôi cho rằng 2023 sẽ là một năm đột phá đối với mảng đường của QNS nhờ sản lượng đường lớn và thị trường đầu ra thuận lợi. Chúng tôi đặt dự phóng giá đường bình quân của QNS năm 2023

đạt 17.630 đồng/kg (tăng 3% yoy) và DTT mảng đường đạt 3.173 tỷ đồng (+61% yoy). Lợi nhuận gộp kì vọng đạt 1.055 tỷ đồng (+ 181% svck năm 2022)

Dự phóng DTT và biên LNG mảng đường

	2021	2022	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.583	1.972	3.173
% yoy		24.6%	60.9%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	97.000	115.000	180.000
% yoy		19%	57%
Giá bán bình quân (đồng/kg)	16.320	17.148	17.630
% yoy		5%	3%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	371	376	1.055
Tỷ suất LNG (%)	23.4%	19.1%	33.3%
% yoy		1.3%	181%

Nguồn: VCBS ước tính

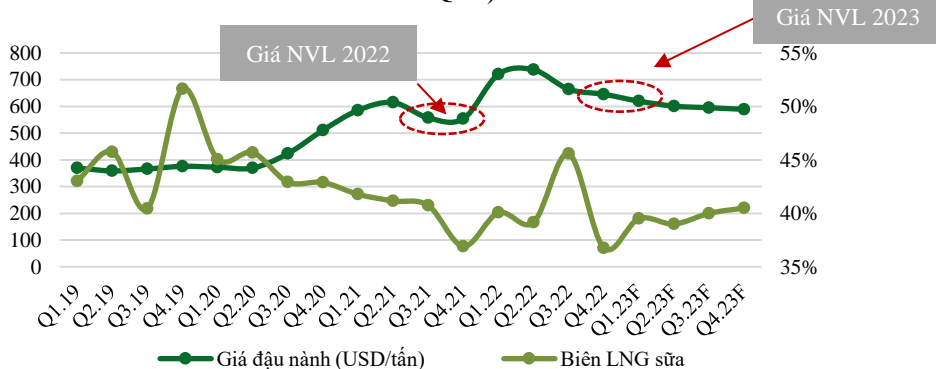
Mảng sữa đậu nành: Lợi nhuận chưa có sự đột phá do nhu cầu yếu

Chúng tôi dự báo doanh thu sữa đậu nành của QNS năm 2023 sẽ đi ngang so với năm 2022 do (1) Sản lượng sữa tiêu thụ đạt 250 triệu lít, giảm 5% yoy do nhu cầu tiêu thụ yếu (2) Giá bán bình quân tăng 5% do tác động của lạm phát (theo thông báo từ công ty về việc tăng giá tất cả các dòng sản phẩm 5% do chi phí đầu vào tăng từ ngày 06/03)

Về biên LNG:

Cuối năm 2022, QNS cho biết đã nhập trước 50% đậu nành dùng cho sản xuất 2023 với giá cao, tuy nhiên mức giá này cũng đã hạ nhiệt đáng kể so với vùng đỉnh Q2.22 và chỉ cao hơn khoảng 10% so svck. Bên cạnh đó, giá sản phẩm đầu ra cũng đã tăng đáng kể (khoảng 12% yoy) nên lợi nhuận gộp mảng sữa về cơ bản vẫn mở rộng. Theo dự báo của USDA, xu hướng giảm giá của các loại hàng hóa sẽ tiếp tục trong năm 2023 và 2024, nên biên lợi nhuận của QNS cho mảng này dự kiến có thể tăng nhẹ để bù đắp cho sự sụt giảm từ phía cầu.

Tương quan biến động giá đậu nành và biên LNG mảng sữa của QNS



Nguồn: QNS

Chi phí bán hàng và QLDN:

Năm 2022, QNS đã cho ra mắt sản phẩm mới là sữa chua uống thực vật Veyo lần đầu tiên trên thị trường. Theo BLĐ, năm nay công ty sẽ tiếp tục cho ra mắt dòng sản phẩm sữa dinh dưỡng đậu nành mới, hướng đến đối tượng khách hàng cao cấp với giá bán cao hơn. Chúng tôi cho rằng đây là chiến lược dài hạn của QNS trong việc khai phá thị trường ngoài sữa đậu nành, do đó trong thời gian tới, chúng tôi dự phóng chi phí SG&A của mảng này sẽ tăng mạnh hơn, phục vụ cho nhu cầu marketing sản phẩm mới.

	2021	2022	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.090	4.304	4.263
% yoy		5.2%	-1%
Sản lượng (triệu lít)	270	265	250
% yoy		-2%	-6%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.646	1.752	1.833
Tỷ suất LNG (%)	40.2%	40.7%	43%
% yoy		6.4%	4.6%

Nguồn: VCBS ước tính

DỰ PHÓNG KQKD

Dự phóng KQKD

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng DTT và LNST của QNS năm 2023 như sau:

- **Doanh thu thuần** cả năm 2023 đạt khoảng 9.552 tỷ đồng, tăng trưởng 16% yoy, trong đó đóng góp lớn nhất đến từ mảng sữa đậu nành với 4.263 tỷ đồng (-1% yoy và chiếm 45% DTT), mảng đường 3.173 tỷ đồng (chiếm 33% DTT, +61% yoy), các mảng khác đóng góp khoảng 705 tỷ (chiếm ~22%)
- **Biên lợi nhuận gộp** 2023 của QNS kì vọng đạt mức 35.6%, cao hơn mức trung bình cả năm 2022 5.8% nhờ biên LNG mảng đường đạt mức kỉ lục (GPM 2023 ~33.3% so với cùng kì 2022 là 19.1%) Chi phí SG&A dự kiến tăng nhẹ svck do định hướng của công ty trong việc ra mắt các dòng sản phẩm để thâm nhập thị trường mới.
- Chúng tôi dự báo LNST của QNS tăng trưởng 43% svck, đạt 1.839 tỷ đồng cho cả năm 2023. Dự báo này vượt nhiều so với kế hoạch LNST của công ty, tuy nhiên chúng tôi cho rằng kế hoạch này là một mức rất thận trọng trong bối cảnh kinh tế vĩ mô nhiều biến động nhưng nhiều điểm sáng cho ngành đường.

	2021	2022	2022F	2024F
Tổng doanh thu	7.335	8.259	9.552	11.036
% yoy		12.6%	15.7%	15.5%
Đường	1.583	1.972	3.173	3.993
% yoy		24.6%	60.9%	25.8%
Sữa	4.090	4.304	4.263	4.611
% yoy		5.2%	-0.9%	8.1%
F&B	1.053	1.582	1.740	2.001
% yoy		50.2%	10%	15%

Nguồn: tính	Khác	483	400	375	431	VCBS ước
	% yoy		-17.2%	-6.3%	15%	
	Lợi nhuận gộp	2.262	2.460	3.401	3.556	
	Tỷ suất LNG	30.8%	29.8%	35.6%	32.2%	
	LNST	1.254	1.285	1.839	1.801	
	Tỷ suất LNST	17.1%	15.6%	43.2%	-2.1%	

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với một số giả định chính như sau:

Lãi suất phi rủi ro (Rf)	5,0%
Phần bù rủi ro thị trường	11%
Beta	0,8
Chi phí VCSH	13,8%
Chi phí nợ	4%
Thuế TNDN	14,5%
WACC	11,8%

Tỷ đồng	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBIT	1.586	2.072	2.032	2.058	2.222	2.432
Trừ: EBIT * Thuế	(230)	(301)	(295)	(299)	(322)	(353)
Cộng: Khấu hao	490	590	640	675	710	745
Trừ: Đầu tư TSCĐ	(102)	(1000)	(500)	(350)	(350)	(350)
Cộng: (Tăng)/Giảm VLD	(191)	103	(176)	(47)	(20)	(38)
Dòng tiền FCFF	1.553	1.464	1.701	2.036	2.239	2.435
Giá trị hiện tại của dòng tiền FCFF		1.352	1.404	1.503	1.479	1.438
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	7.176					
Giá trị hiện tại của dòng tiền tới hạn	13.428					
Giá trị VCSH	18.988					
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	356.9					
Giá mục tiêu DCF	53.200					

Phương pháp so sánh định giá so sánh

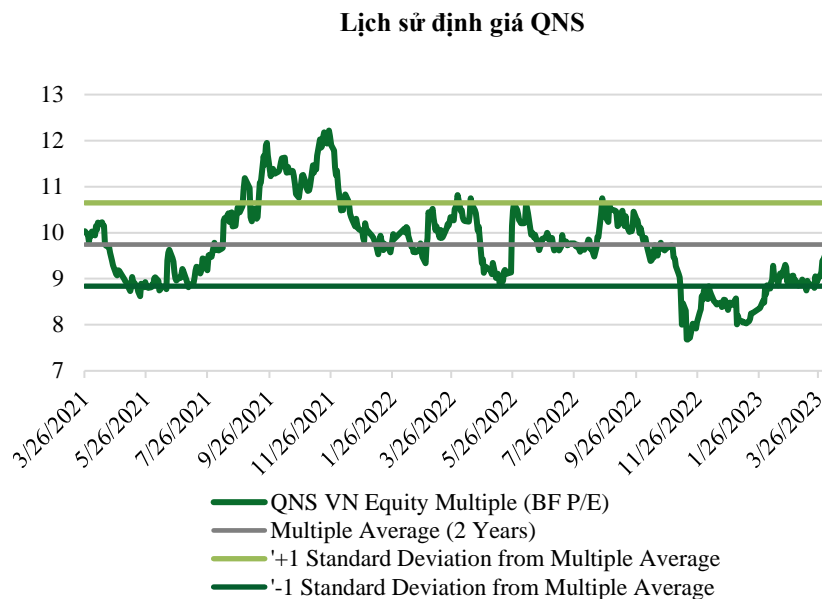
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E trên cơ sở các công ty cùng ngành tiêu dung, F&B và đường tại Việt Nam. Giá trị hợp lý của QNS là **51.500 đồng/ CP** (Tương đương **P/E = 10** và **P/E fwd = 8.4**)

Tên	Mã CK	Vốn hóa (Triệu USD)	Current P/E	Forward P/E
Quang Ngai Sugar JSC	QNS VN	644	11.7	10.1
Thanh Thanh Cong - Bien Hoa JS	SBT VN	442	14.8	14.03
Son La Sugar JSC	SLS VN	68	5.01	5.5
Vietnam Dairy Product JSC	VNM VN	6,750	18.3	15.9
Saigon Beer Alcohol Beverage C	SAB VN	4,844	21.8	20.5
International Dairy Products J	IDP VN	587	17	N/A
Masan Consumer Corp	MCH VN	2,031	8.7	8.86

Trung bình điều hòa			11.1	10.5
---------------------	--	--	-------------	-------------

Nguồn: Bloomberg

Lịch sử định giá QNS



Nguồn: Bloomberg

Giá mục tiêu

Tổng hợp, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý cho QNS là **52.400 đồng**, tiềm năng tăng giá + **22%**

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	51.500	50%
Chiết khấu dòng tiền	53.200	50%
Giá hợp lý	52.400	

Rủi ro

- (1) Vấn nạn đường nhập khẩu khiến sản lượng tiêu thụ không đạt như kì vọng
- (2) Nhu cầu sửa đàu nành thấp hơn dự kiến và sản phẩm mới chưa có kết quả tốt

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

MUA với giá mục tiêu đạt **52.400 đồng/CP**

Chúng tôi dự báo 2023 sẽ là một năm tăng trưởng mạnh mẽ của QNS nhờ mảng đường kỉ lục về sản lượng cũng như lợi nhuận. Triển vọng của QNS trong 2023 gắn liền với bối cảnh thuận lợi chung của ngành đường Việt Nam sau những biến chuyển về chính sách sau thuế chống bán phá giá và giá đường thế giới liên tục phá kỉ lục. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng DTT và LNST của QNS năm 2023 lần lượt đạt 9.552 tỷ (+16% yoy) và 1.839 tỷ (+43% yoy); EPS 2023F dự kiến đạt 5.153 đồng/cổ phiếu. Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và so sánh tương đối P/E, chúng tôi nâng mức giá mục tiêu 1 năm cho cổ phiếu QNS lên **52.400 đồng/CP, khuyến nghị MUA**

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

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng nhóm PT Ngành - DN

ldquang@vcbs.com.vn

Phạm Phương Thảo

Chuyên viên phân tích

ppthao@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>