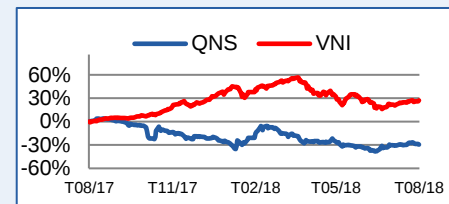


CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS) [MUA +26,9%]

Cập nhật

Ngành:	F&B / NN		2017	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	22/08/2018	Tăng trưởng DT	9,6%	6,7%	3,5%	41,7%
Giá hiện tại:	40.100VND	Tăng trưởng EPS	-28,8%	17,4%	7,1%	4,6%
Giá mục tiêu:	49.400VND	Biên LN gộp	26,5%	28,5%	29,7%	22,4%
Giá mục tiêu trước đây:	50.000VND	Biên LN ròng	13,3%	14,6%	15,2%	11,2%
TL tăng:	+23,1%	EV/EBITDA	7,2x	5,9x	5,6x	5,2x
Lợi suất cổ tức:	+3,7%	Giá CP/Dòng tiền HD	6,2x	6,2x	5,5x	5,0x
Tổng mức sinh lời:	+26,9%	P/E	9,8x	8,3x	7,8x	7,4x



GT vốn hóa:	438,3tr USD		QNS	VNI
Room KN:	194,0tr USD	P/E (trượt)	9,1x	17,6x
GTGD/ngày (30n):	0,4tr USD	P/B (hiện tại)	1,3x	2,7x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	7,4%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	246,2tr	ROE	23,1%	15,2%
Pha loãng	246,2tr	ROA	14,2%	2,4%
PEG 3 năm	1,1			

Tổng quan về công ty:

CTCP Đường Quảng Ngãi là nhà sản xuất sữa đậu nành hàng đầu và là một trong những nhà sản xuất đường lớn nhất Việt Nam. Ngoài ra, công ty còn hoạt động trong các lĩnh vực khác như bia, nước khoáng, bánh kẹo và điện sinh khối.

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên Cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Việc triển khai sản phẩm mới sẽ quyết định tương lai mảng sữa đậu nành

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA dành cho CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS) với giá mục tiêu gần như không đổi. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu này đang bị định giá thấp tại mức PER 2018 là 8 lần khi 76% LNST được đóng góp bởi mảng sữa đậu nành có thị phần lớn nhất.
- Tuy nhiên, việc phân bổ vốn kém hiệu quả cho mảng đường đang ảnh hưởng đến việc tạo ra giá trị cho cổ đông. Chúng tôi dự báo ROIC (thu nhập trên vốn đầu tư) sẽ giảm dần từ mức đỉnh 36% năm 2015 xuống 19% năm 2020.
- LNST 6 tháng đầu năm 2018 tăng 15% dù doanh thu đi ngang, nhờ đóng góp của mảng điện sinh khối, sản lượng và khả năng sinh lời mảng đường được cải thiện, và biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành tăng.
- Chúng tôi dự báo LNST 2018 sẽ tăng trưởng 17% vì lợi nhuận mảng đường nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm so với mức thấp cùng kỳ năm ngoái, khi bị ảnh hưởng bởi giá bán thấp trong khi chi phí sản xuất cao.
- Các sản phẩm mới được tung ra thị trường trong tháng 9 sẽ là yếu tố quyết định cho tăng trưởng dài hạn của mảng sữa đậu nành. Chúng tôi giữ thái độ thận trọng và dự báo EPS của QNS sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 6% giai đoạn 2018-2020
- Yếu tố hỗ trợ lợi nhuận: Các sản phẩm sữa đậu nành mới sẽ được tung ra trong Quý 3 có triển vọng tích cực, các biện pháp bảo hộ được ban hành có thể hỗ trợ giá đường trong nước.

Doanh số bán sữa đậu nành sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2018, được hỗ trợ bởi sự phục hồi của tiêu thụ hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) và sản phẩm mới vào cuối quý 3. Như đã đề cập trong báo cáo cập nhật VNM và GTN, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ sữa nói chung sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm sau KQKD chung kém tích cực trong 6 tháng 2018. Với diễn biến này và kế hoạch triển khai sản phẩm mới của QNS vào cuối quý 3, chúng tôi dự báo doanh thu sữa đậu nành sẽ tăng 8% YoY trong 6 tháng cuối năm 2018 so với mức giảm 5% YoY trong 6 tháng đầu năm 2018, với giả định sản phẩm mới sẽ đóng góp 3% cho doanh thu cả 2018.

Biên LN gộp mảng sữa đậu nành cải thiện nhờ chi phí đường và khấu hao giảm. Nhờ giá đường đầu vào và khấu hao giảm, chúng tôi dự phóng biên LN gộp mảng sữa đậu nành sẽ tăng 2,6 điểm % trong năm 2018 lên 42,2% và 1,3 điểm % lên 43,5% năm 2019. Tuy nhiên, biên LN từ HĐKD 2018 nhiều khả năng sẽ bị ảnh hưởng bởi hoạt động Quảng cáo & Khuyến mãi (A&P) mạnh hơn trong nửa cuối năm 2018, nhằm hỗ trợ cho việc triển khai sản phẩm mới. Do đó, chúng tôi chỉ dự phóng mức tăng 23 điểm cơ bản cho biên LN từ HĐKD của sữa đậu nành năm 2018.

Mảng đường bắt đầu đóng góp lợi nhuận nhờ tăng trưởng sản lượng và chi phí sản xuất cải thiện. Chúng tôi dự báo sản lượng bán đường của QNS tăng mạnh 61% YoY trong năm 2018 khi tình hình giá bán thấp đã giúp loại bỏ các đối thủ cạnh tranh nhỏ, giúp QNS có thể mua thêm lượng lớn mía đầu vào. Do đó, dù giá bán trung bình giảm 26%, chúng tôi kỳ vọng LN từ HĐKD sẽ tăng lên 165 tỷ đồng, tương ứng với 12% tổng LN từ HĐKD năm 2018, từ mức chỉ 10 tỷ đồng trong năm 2017.

Đóng góp mảng điện sinh khối gia tăng củng cố cho lợi nhuận năm 2018 và 2019. QNS đã phân loại lại nhà máy điện sinh khối từ công trình XD CB dở dang sang tài sản cố định trong quý 2/2018, do đó đẩy nhanh tiến độ đóng góp cho KQKD sang năm 2018 thay vì 2019 theo kế hoạch trước đây. Theo dự phóng của chúng tôi, mảng này sẽ đóng góp 2% LNST dự phóng 2018, sau đó sẽ tăng lên 8% cho năm 2019 khi nhà máy này sẽ có năm hoạt động đầy đủ đầu tiên.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	7.644	8.157	8.443
Giá vốn hàng bán	-5.621	-5.832	-5.933
Lợi nhuận gộp	2.023	2.325	2.509
Chi phí bán hàng	-711	-782	-797
Chi phí quản lý DN	-166	-204	-211
LN thuần HĐKD	1.146	1.339	1.502
Doanh thu tài chính	38	56	66
Chi phí tài chính	-78	-91	-108
Trong đó, chi phí lãi vay	-77	-91	-108
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	26	26	26
LNTT	1.131	1.330	1.486
Thuế TNDN	-114	-135	-207
LNST trước CĐTS	1.018	1.195	1.279
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	1.018	1.195	1.279
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	1.018	1.195	1.279
EBITDA	1.560	1.907	2.024
EPS cơ bản báo cáo, VND	4.091	4.803	5.142
EPS pha loãng, VND	4.091	4.803	5.142

TỶ LỆ	2017	2018F	2019F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	9,6%	6,7%	3,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	-24,5%	16,9%	12,1%
Tăng trưởng LNTT	-26,7%	17,6%	11,7%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-28,8%	17,4%	7,1%

Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	26,5%	28,5%	29,7%
Biên LN từ HĐ %	15,0%	16,4%	17,8%
Biên EBITDA	20,4%	23,4%	24,0%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	13,3%	14,6%	15,2%
ROE %	24,2%	24,4%	22,3%
ROA %	15,5%	15,8%	14,7%

Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	27	23	27
Số ngày phải thu	1	1	1
Số ngày phải trả	33	32	30
TG luân chuyển tiền	-5	-8	-2

Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	0,8	0,8	0,8
CS thanh toán nhanh	0,7	0,6	0,6
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,3	0,3
Nợ/Tài sản	22,1%	23,8%	23,6%
Nợ/Vốn sử dụng	25,7%	26,8%	26,2%
Nợ/Vốn CSH	6,0%	10,4%	11,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	15,0	14,7	13,9

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
Tiền và tương đương	628	735	815
Đầu tư TC ngắn hạn	651	651	651
Các khoản phải thu	22	23	24
Hàng tồn kho	313	431	439
TS ngắn hạn khác	294	294	294
Tổng TS ngắn hạn	1.907	2.134	2.222
TS dài hạn (gộp)	8.024	9.513	11.082
- Khấu hao lũy kế	-3.172	-3.739	-4.262
TS dài hạn (ròng)	4.852	5.774	6.820
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
TS dài hạn khác	240	240	240
Tổng TS dài hạn	5.092	6.014	7.060
Tổng Tài sản	6.999	8.148	9.283

Phải trả ngắn hạn	538	479	488
Nợ ngắn hạn	1.404	1.793	2.042
Nợ ngắn hạn khác	403	403	403
Tổng nợ ngắn hạn	2.345	2.675	2.933
Nợ dài hạn	145	145	145
Nợ dài hạn khác	27	27	27
Tổng nợ	2.517	2.847	3.105

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	2.438	2.926	2.926
Thặng dư vốn CP	288	288	288
Lợi nhuận giữ lại	2.206	2.537	3.414
Vốn khác	-451	-451	-451
Lợi ích CĐTS	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.482	5.301	6.177
Tổng cộng nguồn vốn	6.999	8.148	9.283

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
Tiền đầu năm	137	628	735
Lợi nhuận sau thuế	1.018	1.195	1.279
Khấu hao	414	567	523
Thay đổi vốn lưu động	-13	-178	0
Điều chỉnh khác	166	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.584	1.584	1.802
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-867	-1.489	-1.569
Đầu tư	-96	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-963	-1.489	-1.569
Cổ tức đã trả	-320	-376	-403
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-68	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	226	388	250
Tiền từ các hoạt động TC khác	33	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-130	13	-153
Tổng lưu chuyển tiền tệ	492	107	80
Tiền cuối năm	628	735	815

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Anh Đào, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. 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.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163
- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130
- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp, ext 143
- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp ext 140
- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.