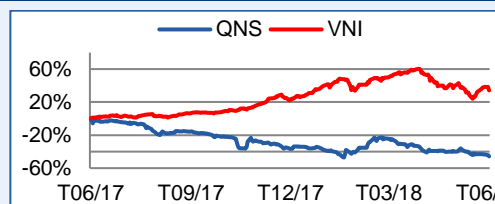




## CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS) [MUA +32%]

Cập nhật

<b>Ngành:</b>	<b>F&amp;B/Nông nghiệp</b>		<b>2017</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>14/06/2018</b>	Tăng trưởng DT	9,6%	4,3%	5,1%	41,3%
<b>Giá hiện tại:</b>	<b>39.000 VND</b>	Tăng trưởng EPS	-28,8%	4,4%	9,0%	7,3%
<b>Giá mục tiêu:</b>	<b>50.000 VND</b>	Biên LN gộp	26,5%	26,9%	28,0%	21,3%
<b>Giá mục tiêu trước đây:</b>	<b>61.500 VND</b>	Biên LN ròng	13,3%	13,3%	13,8%	10,5%
<b>TL tăng:</b>	<b>+28,2%</b>	EV/EBITDA	6,5x	6,2x	5,3x	4,9x
<b>Lợi suất cổ tức:</b>	<b>+3,8%</b>	Giá CP/Dòng tiền HĐ	6,1x	7,4x	5,7x	5,1x
<b>Tổng mức sinh lời:</b>	<b>+32,0%</b>	P/E	9,5x	9,1x	8,4x	7,8x



<b>GT vốn hóa:</b>	<b>423 triệu USD</b>		<b>QNS</b>	<b>VNI</b>
<b>Room KN:</b>	<b>197 triệu USD</b>	P/E (trượt)	9,6x	19,4x
<b>GTGD/ngày (30n):</b>	<b>0,4 triệu USD</b>	P/B (hiện tại)	1,3x	2,8x
<b>Cổ phần Nhà nước:</b>	<b>0,0%</b>	Nợ ròng/CSH	11,3%	N/A
<b>SL cổ phiếu lưu hành</b>	<b>246,2 triệu</b>	ROE	21,5%	14,6%
<b>Pha loãng</b>	<b>246,2 triệu</b>	ROA	13,6%	2,3%
<b>PEG 3 năm</b>	<b>1,0</b>			

### 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

## Phân bổ vốn thiếu hiệu quả kìm hãm việc tạo ra giá trị cho cổ đông

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS) vì chúng tôi cho rằng cổ phiếu có định giá thấp với P/E 2018 là 9 lần, sau khi giá cổ phiếu giảm 43% trong 12 tháng qua.
- Tuy nhiên, chúng tôi nâng tỷ lệ chiết khấu cho định giá tổng của từng phần từ 20% lên 30% do công ty tiếp tục phân bổ vốn thiếu hiệu quả với các khoản đầu tư mới vào mảng đường.
- Theo dự phóng của chúng tôi, tỷ lệ sinh lời trên vốn đầu tư (ROIC) của QNS sẽ giảm từ mức đỉnh 36% năm 2015 còn 19% năm 2020.
- LNST quý 1/2018 giảm 15% so với cùng kỳ (YoY) chủ yếu do các mảng khác ngoài sữa đậu nành. Trong khi đó, doanh số sữa đậu nành của QNS cũng kém (-11% YoY), nhưng lợi nhuận được hỗ trợ từ biên LN gộp cải thiện.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sẽ tăng tốc trong các quý tới khi lượng tiêu thụ sữa của Việt Nam phục hồi, trong khi sản lượng đường sẽ tăng trở lại khi các đại lý gia tăng mua hàng.
- Yếu tố hỗ trợ: (1) Triển khai sản phẩm mới trong quý 3/2018 để mở rộng danh mục sữa đậu nành và (2) Khả năng trì hoãn cam kết AFTA có thể hỗ trợ giá đường trong nước.

**Doanh thu từ sữa đậu nành trong Quý 2-Quý 4 dự kiến sẽ tăng tốc nhờ tiêu thụ sữa nói chung tăng và công ty sẽ tung ra một số sản phẩm mới vào cuối Quý 3.** Nielsen cho biết trong Quý 1/2018, tiêu thụ sữa tại Việt Nam giảm 6% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi tổng mức bán lẻ thực tế đạt tăng trưởng 8,6%. Các doanh nghiệp sữa cho rằng nguyên nhân là mùa đông kéo dài tại miền Bắc, thị trường lớn nhất của QNS. Chúng tôi cho rằng tiêu thụ sữa sẽ tăng trở lại trong các quý tới dù giá xăng và thịt heo tăng sẽ có tác động đến thị trường hàng tiêu dùng nhanh. Đối với QNS, kế hoạch tung ra các sản phẩm mới từ tháng 09/2018 dự kiến sẽ thúc đẩy doanh thu từ sữa đậu nành trong Quý 4/2018.

**QNS dự kiến đầu tư vào dây chuyền đường tinh luyện mới, qua đó tiếp tục giảm tỷ lệ thu nhập trên vốn đầu tư (ROIC).** Ban lãnh đạo đã cam kết sẽ mở rộng hoạt động sản xuất đường, qua đó đã thông qua khoản đầu tư 63 triệu USD cho dây chuyền đường tinh luyện với công suất 1.000 tấn/ngày. Nếu tính cả khoản đầu tư nói trên thì tính từ năm 2014, công ty đã chi 230 triệu USD vào mảng đường và điện sinh khối, tương đương lợi nhuận của gần 6 năm. Chúng tôi hiểu mục đích của ban lãnh đạo trong việc xây dựng thương hiệu đường bán lẻ trong bối cảnh triển vọng dài hạn đường bán buôn kém khả quan. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thay vì mở rộng, cần phải giảm quy mô mảng kinh doanh vốn có biên lợi nhuận thấp và nhiều biến động này, do cạnh tranh về chi phí kém so với đường nhập khẩu.

**Chính phủ có thể sẽ ban hành một số biện pháp bảo hộ, qua đó hỗ trợ giá đường trong nước trong trung hạn.** Các doanh nghiệp sản xuất đường cho biết (1) việc bãi bỏ hạn ngạch nhập khẩu đường dự kiến sẽ được thực hiện năm 2018 nhưng có thể sẽ bị trì hoãn sang hết năm 2020; (2) thuế ngoài hạn ngạch sẽ được giữ nguyên hoặc giảm ít hơn so với dự kiến; và (3) Chính phủ tăng cường bài trừ đường nhập lậu, đặc biệt từ Thái Lan. Nếu các biện pháp bảo hộ nói trên được thực hiện, giá đường trong nước nhiều khả năng sẽ tiếp tục cao hơn giá thế giới đến hết năm 2020. Ngoài ra, các doanh nghiệp kinh doanh đường sẽ có xu hướng tích trữ nhiều hơn sau khi đã hạn chế mua vào từ đầu năm đến nay.

KQLN (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.644</b>	<b>7.974</b>	<b>8.383</b>
Giá vốn hàng bán	-5.621	-5.829	-6.034
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.023</b>	<b>2.145</b>	<b>2.350</b>
Chi phí bán hàng	-711	-764	-775
Chi phí quản lý DN	-166	-173	-182
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>1.146</b>	<b>1.207</b>	<b>1.392</b>
Doanh thu tài chính	38	58	56
Chi phí tài chính	-78	-90	-106
Trong đó, chi phí lãi vay	-77	-90	-106
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	26	26	26
<b>LNTT</b>	<b>1.131</b>	<b>1.201</b>	<b>1.368</b>
Thuế TNDN	-114	-139	-210
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>1.018</b>	<b>1.062</b>	<b>1.158</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.018</b>	<b>1.062</b>	<b>1.158</b>
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>1.018</b>	<b>1.062</b>	<b>1.158</b>
EBITDA	1.560	1.625	1.915
EPS cơ bản báo cáo, VND	4.091	4.270	4.655
EPS pha loãng, VND	4.091	4.270	4.655

TỶ LỆ	2017	2018F	2019F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	9,6%	4,3%	5,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	-24,5%	5,4%	15,3%
Tăng trưởng LNTT	-26,7%	6,2%	13,9%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-28,8%	4,4%	9,0%

<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên LN gộp %	26,5%	26,9%	28,0%
Biên LN từ HĐ %	15,0%	15,1%	16,6%
Biên EBITDA	20,4%	20,4%	22,8%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	13,3%	13,3%	13,8%
ROE %	24,2%	21,9%	20,7%
ROA %	15,5%	14,1%	13,5%

<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>			
Số ngày tồn kho	27,0	23,3	26,5
Số ngày phải thu	1,0	1,0	1,0
Số ngày phải trả	32,9	31,8	29,5
TG luân chuyển tiền	-4,8	-7,5	-1,9

<b>Thanh khoản</b>			
CS thanh toán hiện hành	0,8	0,7	0,6
CS thanh toán nhanh	0,7	0,5	0,5
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,2
Nợ/Tài sản	22,1%	23,8%	23,6%
Nợ/Vốn sử dụng	25,7%	26,8%	26,3%
Nợ/Vốn CSH	6,0%	15,2%	17,4%
Khả năng thanh toán lãi vay	15,0	13,3	13,1

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
Tiền và tương đương	628	470	446
Đầu tư TC ngắn hạn	651	651	651
Các khoản phải thu	22	23	24
Hàng tồn kho	313	431	446
TS ngắn hạn khác	294	294	294
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>1.907</b>	<b>1.868</b>	<b>1.860</b>
TS dài hạn (gộp)	8.024	9.513	11.082
- Khấu hao lũy kế	-3.172	-3.589	-4.112
TS dài hạn (ròng)	4.852	5.923	6.970
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
TS dài hạn khác	240	240	240
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>5.092</b>	<b>6.163</b>	<b>7.210</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>6.999</b>	<b>8.031</b>	<b>9.070</b>

Phải trả ngắn hạn	538	479	496
Nợ ngắn hạn	1.404	1.767	1.995
Nợ ngắn hạn khác	403	403	403
Tổng nợ ngắn hạn	2.345	2.649	2.895
Nợ dài hạn	145	145	145
Nợ dài hạn khác	27	27	27
<b>Tổng nợ</b>	<b>2.517</b>	<b>2.822</b>	<b>3.067</b>

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	288	288	288
Thặng dư vốn CP	2.438	2.926	2.926
Lợi nhuận giữ lại	2.206	2.446	3.240
Vốn khác	-451	-451	-451
Lợi ích CĐTS	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.482</b>	<b>5.210</b>	<b>6.003</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>6.999</b>	<b>8.031</b>	<b>9.070</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>137</b>	<b>628</b>	<b>470</b>
Lợi nhuận sau thuế	1.018	1.062	1.158
Khấu hao	414	418	523
Thay đổi vốn lưu động	-13	-178	1
Điều chỉnh khác	166	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.584</b>	<b>1.302</b>	<b>1.681</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-867	-1.489	-1.569
Đầu tư	-96	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-963</b>	<b>-1.489</b>	<b>-1.569</b>
Cổ tức đã trả	-320	-334	-364
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-68	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	226	363	229
Tiền từ các hoạt động TC khác	33	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-130</b>	<b>29</b>	<b>-136</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>492</b>	<b>-158</b>	<b>-24</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>628</b>	<b>470</b>	<b>446</b>

## 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://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

#### 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

#### 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

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@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](mailto: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

#### Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

##### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

#### Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

#### 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

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto: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.