Sacombank-SBS
CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

Ngành: Thực phẩm

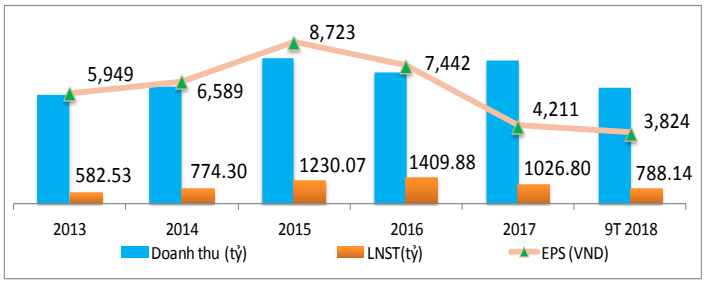
Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi
(UpCOM: QNS)

11/2018

NEUTRAL

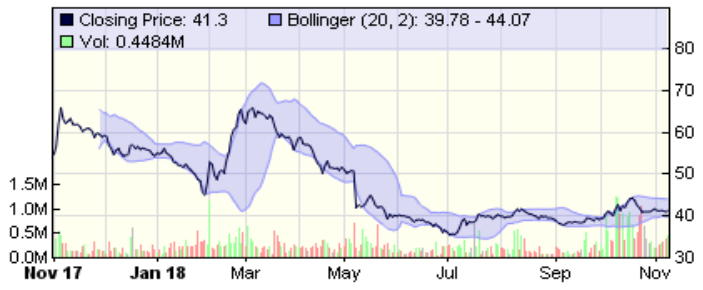
Tổng quan về Doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi - **QNS**, tiền thân là Công ty Đường Quảng Ngãi, được cổ phần hóa vào năm 2005. Công ty chuyên chế biến đường, mật, thực phẩm, đồ uống; sản xuất và kinh doanh nước khoáng và kinh doanh thương mại, dịch vụ tổng hợp và hoạt động xuất nhập khẩu. Công ty là doanh nghiệp dẫn đầu trong phân khúc sữa đậu nành với thương hiệu nổi tiếng Vinasoy, có thị phần là 84.5%.



Thống kê giá cổ phiếu	
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	66,400
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	34,000
KLCP khớp lệnh TB 10 phiên	293,810
Thông tin Cổ phiếu	
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	11,995.56
KLCP lưu hành	292.57 triệu
P/B	2.39
EPS	3,833
P/E	10.7
Tỉ suất lợi nhuận	
Tỉ suất LN ròng	29.01%
ROA	14.63%
ROE	23.54%
Chỉ số tài chính	
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.36
Tổng nợ/ Vốn CSH	0.56

Biểu đồ kỹ thuật 09/11/2017 – 09/11/2018



QNS – Doanh thu đến từ sản xuất sữa đậu nành

Luận điểm đầu tư

70% lợi nhuận của công ty đến từ mảng kinh doanh sữa đậu nành. Với thương hiệu Fami nổi tiếng, Vinasoy chiếm 84.5% thị phần sữa đậu nành tại VN. Vì chiếm thị phần lớn nên bài toán tăng trưởng lợi nhuận trở nên khó khăn với QNS. Mặc dù có chiến lược đẩy mạnh xuất khẩu sang Trung Quốc, nhưng để xuất khẩu thành công và có chỗ đứng trên thị trường Trung Quốc, doanh nghiệp sẽ còn phải trải qua nhiều thách thức. SBS đánh giá QNS ở mức ***Trung lập*** (chi tiết xem phần Khuyến nghị)

Điểm nhấn doanh nghiệp

Vinasoy chiếm 84.5% thị trường sữa đậu nành toàn quốc và tiếp tục giữ vững thị phần.

- Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành tăng khoảng 3% trong 9T đầu năm 2018 trong khi các hãng cạnh tranh như Vinamilk và Nutifood có sản lượng tiêu thu sữa đậu nành đi ngang hoặc giảm.
- Sản phẩm mới "Fami Go-mè đen nếp cẩm" hàm lượng calo và dinh dưỡng cao thay cho bữa sáng, ước tính sẽ thu về khoảng 400 tỷ doanh thu trong năm 2019 (theo BLĐ QNS).
- Có kế hoạch xuất khẩu sang TQ từ năm trước nhưng chưa có thành quả

Hoạt động kinh doanh ngành đường cải thiện

- Lợi nhuận gộp tăng từ 4.89% lên 11.53% do giá mía giảm và hiệu quả sản xuất tăng.
- Tuy vậy thị trường đường vẫn đang trong giai đoạn khó khăn do nguồn cung vượt cầu.

Nhà máy điện sinh khối đi vào hoạt động đầy đủ vào năm 2019

- Nhà máy sẽ tận dụng được nguyên liệu sẵn có (bã mía) để sản xuất điện; nguồn điện được dùng để cung cấp lại cho nhà máy sản xuất đường giúp tăng hiệu quả và giảm thiểu chi phí sản xuất.
- Ước tính khi đi vào hoạt động ổn định nhà máy sẽ mang lại nguồn thu khoảng 300 tỷ đồng/năm cho QNS.

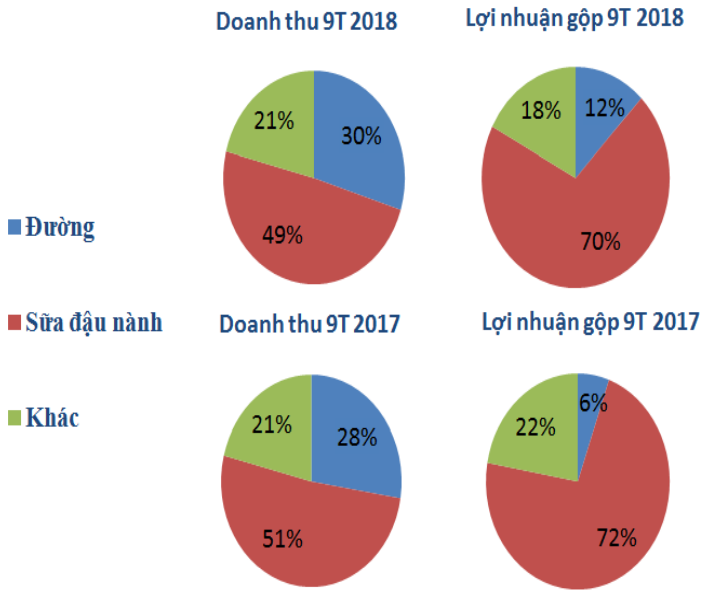
Rủi ro đầu tư

- Áp lực cạnh tranh trong nước với các hãng sữa như Vinamilk, Nutifood. Các đối thủ cạnh tranh đưa ra nhiều dòng sản phẩm đa dạng để cạnh tranh với các dòng sữa đậu nành Vinasoy.
- Chiến lược mở rộng thị phần sang Trung Quốc có thể gặp nhiều khó khăn. Hiện tại công ty chưa tiết lộ phương án cụ thể. Tuy vậy, để thành công, dự kiến công ty sẽ phải bỏ ra nhiều chi phí để phục vụ cho marketing và phân phối sản phẩm.
- Lợi nhuận của công ty phụ thuộc nhiều vào giá nguyên liệu đầu vào như đậu nành và mía. Công ty chưa chủ động được nguồn nguyên liệu.

Phân tích doanh nghiệp

CƠ HỘI	THÁCH THỨC
- Giá đường đang trong xu hướng phục hồi do một số nhà máy lớn có xu hướng chuyển từ mía đường sang sản xuất ethanol, có thể giúp tăng tỷ suất lợi nhuận ngành mía đường trong thời gian tới. - Sản phẩm mới FamiGo mang lại nhiều sự lựa chọn hơn cho khách hàng, nắm bắt được tâm lý người tiêu dùng muốn chuẩn bị bữa sáng nhanh, đủ dinh dưỡng. Sản phẩm mới có thể giúp công ty tăng doanh thu.	- Ngành đường đang trong giai đoạn khó khăn - Việc mở rộng thị trường tiêu thụ sữa đậu nành là khó khăn khi Vinasoy đã chiếm hầu hết thị phần trong nước.
ĐIỂM MẠNH	**ĐIỂM YẾU**
- Thương hiệu Fami nổi tiếng, quen thuộc với người dân Việt Nam, vì vậy các sản phẩm sữa đậu nành Fami sẽ được người tiêu dùng trong nước đón nhận dễ dàng hơn các sản phẩm cạnh tranh khác. - Nhà máy điện sinh khối (giải pháp khai thác triệt để tiềm năng của cây mía) năm 2019 sẽ đi vào hoạt động đầy đủ, dự phóng sẽ đóng góp 8% LNST cho doanh nghiệp.	- BLĐ thiếu năng động trong kinh doanh, định hướng phát triển trên các sản phẩm truyền thống chưa rõ ràng khiến việc mở rộng quy mô sản xuất khó đạt được. - Các sản phẩm thiếu sự đa dạng, ít lựa chọn cho người tiêu dùng. - Phân bổ vốn kém hiệu quả cho ngành đường

Doanh thu 9T đầu năm 2018



Lợi nhuận gộp 9T đầu năm 2018 (1,650 tỷ) tăng 18.67% so với cùng kỳ.

- ✓ Sự gia tăng lợi nhuận phần lớn đến từ việc tỷ suất lợi nhuận của ngành mía đường tăng cao hơn so với cùng kỳ (từ 4.89% lên 11.53%).
- ✓ Doanh thu từ sữa đậu nành giảm nhưng lợi nhuận gộp từ sữa đậu nành tăng 15.5% so với cùng kỳ, nguyên nhân do giá đậu nành giảm làm giảm chi phí đầu vào.

Định giá doanh nghiệp

(1) **PP Chiết khấu dòng tiền (FCFF):** Do thị phần trong nước của mảng sữa đậu nành ổn định, doanh thu từ mảng sữa ổn định. Khi công ty phát triển sản phẩm mới dự phóng doanh số sẽ tăng 3%. Nhà máy sinh khối đi vào hoạt động đầy đủ, dự phóng sẽ đóng góp 300 tỷ đồng DT (8% LNST)

Các giả định: (1) DT năm 2018 đạt 8,000 tỷ đồng, LNST đạt 1,120 tỷ đồng; tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2019-2022: 9%; tốc độ tăng trưởng bền vững sau năm 2022 (g): 2% (2) Chi phí VCSH (r_e): 24.5%; Chi phí nợ (r_d): 5%; WACC: 17.5%

(2) **PP So sánh PE :** SBS ước tính PE 2019 dự phóng hợp lý của QNS là 10. EPS 2019: 4,180 đ

PP định giá	Kết quả	Tỉ trọng	Giá mục tiêu
FCFF	40.3	60%	**40.9**
PE	41.8	40%	

Khuyến nghị - Trung lập

SBS nhận định:

QNS đã tạo được thương hiệu và chỗ đứng vững chắc với các sản phẩm được thị trường đón nhận. Tuy nhiên do dư địa để tăng trưởng thêm thị phần từ sản phẩm chủ chốt là sữa đậu nành không còn nhiều dẫn tới khả năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sẽ khó khăn. Hiện tại giá tham chiếu QNS ngày 09/11 là 41,400đ gần tương đương với mức định giá của SBS. Vì vậy chúng tôi đánh giá QNS ở mức Trung lập (Neutral)

Khuyến nghị: TRUNG LẬP

KHUYẾN CÁO

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng nhưng các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Chuyên viên phân tích

Hoàng Đức Việt
viet.hd@sbsc.com.vn

Đinh Thị Hương Lý
ly.dth@sbsc.com.vn

Người chịu trách nhiệm

Dương Hoàng Linh
linh.dh@sbsc.com.vn

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam

Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957

www.sbsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, 88 Lý Thường Kiệt, Quận Hoàn Kiếm Hà Nội Việt Nam

Tel: +84 (4) 3942 8076 Fax: +84 (8) 3942 8075