

NGÀNH SỮA

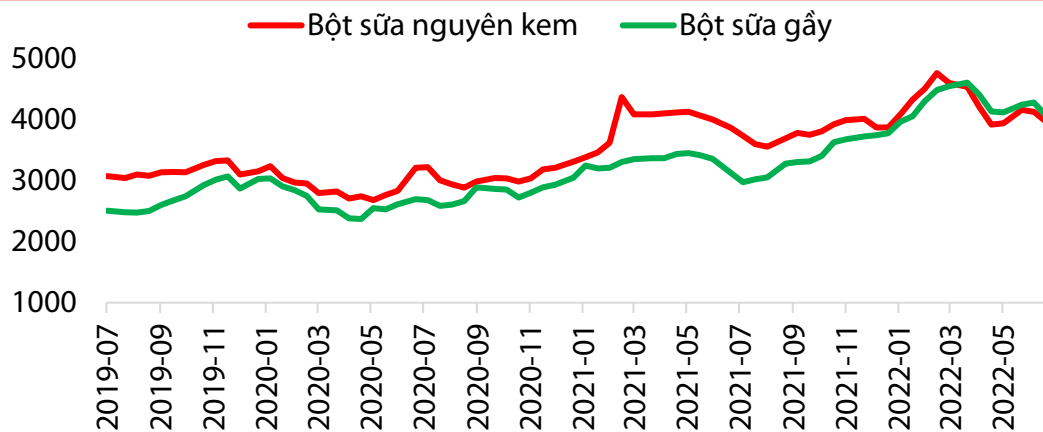
NHU CẦU QUAY VỀ MỨC BÌNH THƯỜNG TRONG 2H2022



Nguyễn Thị Ngọc An – an.ntn@vdsc.com.vn

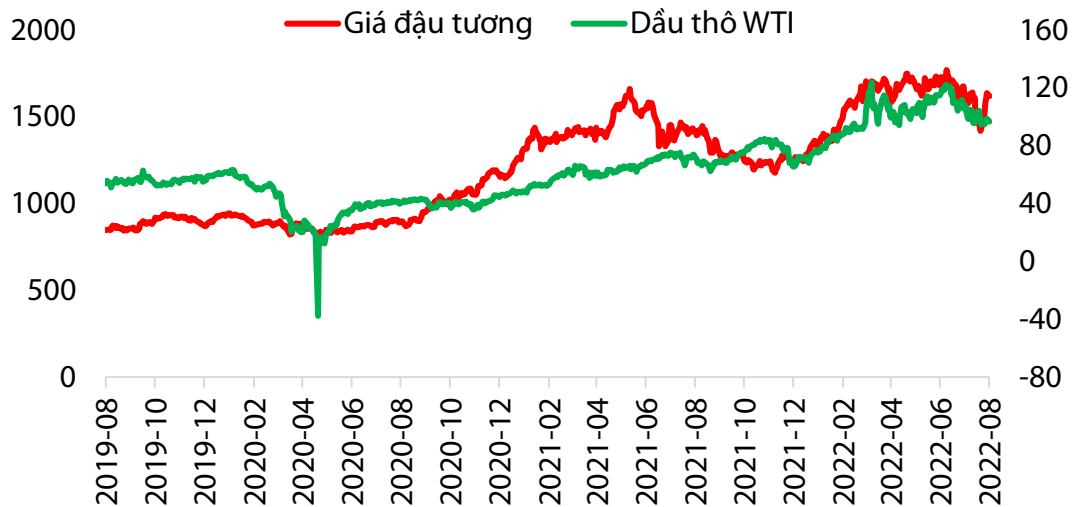


Hình 1: Giá sữa bột nguyên kem và sữa bột gầy (USD/MT)



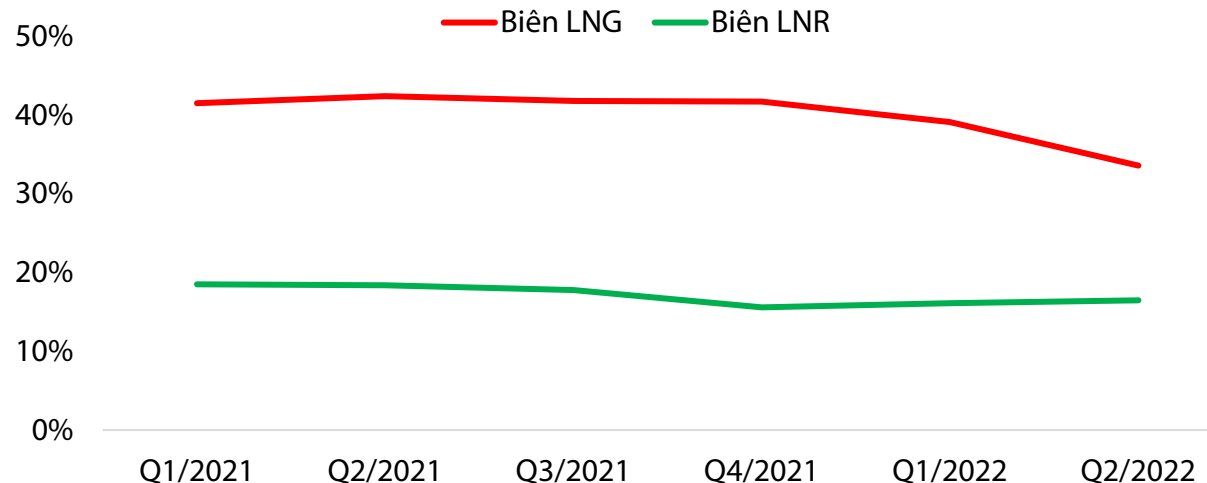
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá dầu thô (USD/Bbl, cột phải) và độ tương (USD/Bu)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

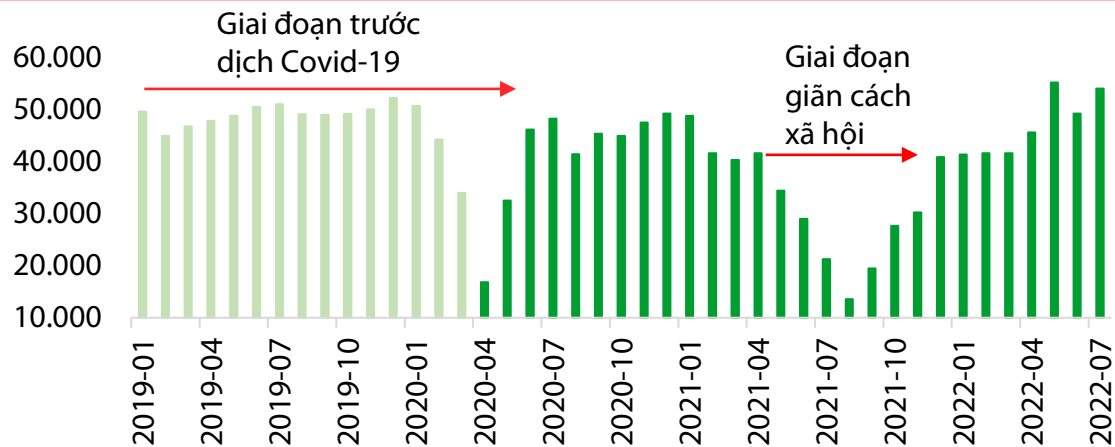
Hình 3: Biên LNG (%) và biên LNR (%) của các nhà sản xuất sữa niêm yết



Nguồn: VNM, MCM, IDP, QNS, CTCK Rồng Việt

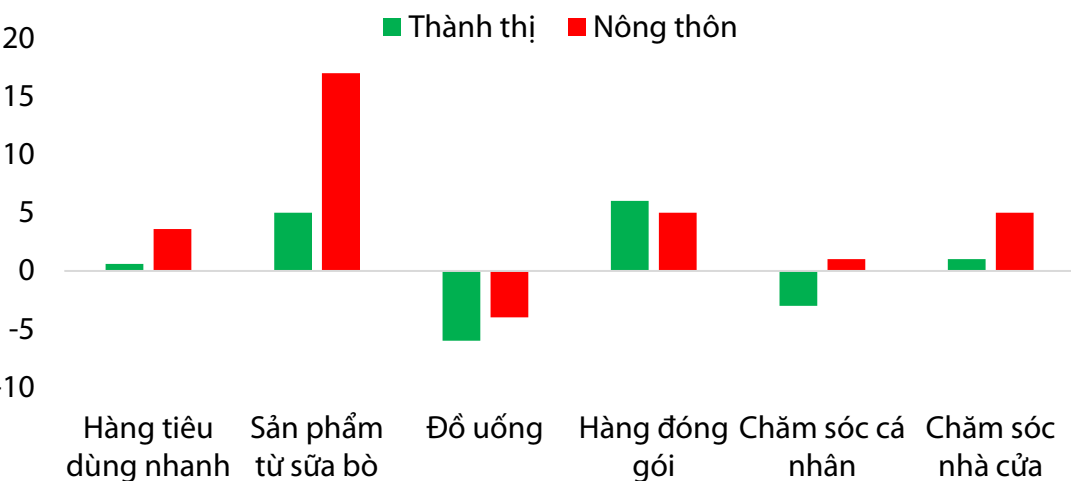
- Lạm phát giá bột sữa nguyên liệu bắt đầu vào giữa năm 2020 đến tháng 03/2022 chủ yếu do giá thức ăn chăn nuôi tăng, số lượng bò sữa giảm cũng như nhu cầu sữa tăng cao ở Trung Quốc. Tháng 3/2022, giá bột sữa nguyên kem đạt đỉnh là 4.757 USD / tấn (+9,0% YoY). Trong khi đó, giá bán trung bình quý 01/2022 của các sản phẩm sữa chỉ tăng +4% YoY, theo Kantar Worldpanel. Chi phí sản xuất tăng lên nhanh hơn so với giá bán trong 6T2022 do hàng tồn kho giá cao khiến tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp sữa Việt Nam bị thu hẹp.
- Tương tự, hiệu suất kinh doanh của các nhà sản xuất sữa từ thực vật cũng bị ảnh hưởng bởi giá hàng hóa tăng mạnh như đậu tương hoặc đường. Căng thẳng Nga - Ukraine không chỉ hạn chế nguồn cung các sản phẩm ngũ cốc mà còn đẩy giá dầu thô lên cao, dẫn đến lạm phát giá hàng hóa toàn cầu trong 6T2022. Do đó, tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp sữa thực vật như CTCP Đường Quảng Ngãi (Upcom: QNS) bị giảm.

Hình 4: Doanh thu bán lẻ lưu trú và ăn uống (tỷ đồng)



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

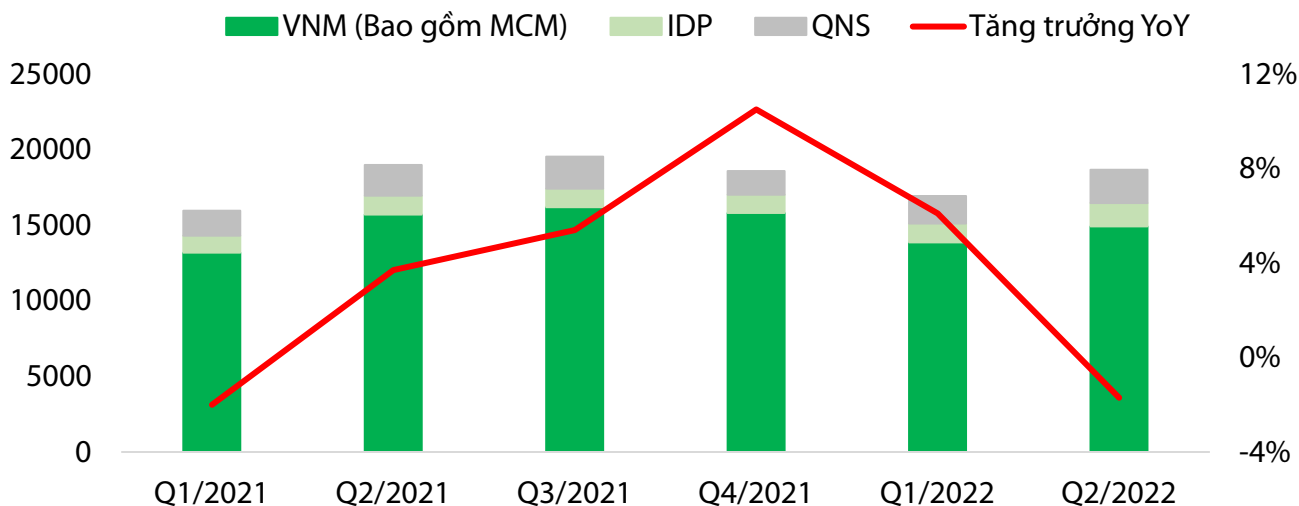
Hình 5: Thay đổi giá trị tiêu thụ sữa trong Quý 1/2022 (% YoY)



Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

- Tiêu thụ sữa dự kiến sẽ trở lại mức bình thường trong 2H2022 sau khi phục hồi nhẹ trong 1H2022. Nguyên nhân chính là 1) tăng các hoạt động ngoài trời, đặc biệt là kỳ nghỉ hè; 2) mùa tựu trường (kể từ tháng 9); và 3) người tiêu dùng quen với mức giá mới.
- Theo GSO, doanh thu bán lẻ lưu trú và ăn uống của Việt Nam đạt dưới mức trước đại dịch trong 5T2022 và bắt đầu tăng mạnh kể từ tháng 7/2022 (Hình 4). Ngoài ra, theo Kantar Worldpanel, tiêu thụ sữa là một trong những phân khúc có mức tăng trưởng tích cực trong Q1/2022. Chúng tôi cho rằng người tiêu dùng đang ngày càng chi tiêu nhiều hơn vào các sản phẩm sữa với mục đích tăng cường hệ miễn dịch.
- Tuy nhiên, do áp lực lạm phát cao và giá bán tăng, sức mua trong 1H2022 vẫn chưa hồi phục mạnh. Do đó, chúng tôi tin rằng người tiêu dùng sẽ quen với mặt bằng giá mới trong 2H2022, cùng với nhu cầu sữa ngày càng tăng từ các trường học, khu công nghiệp và các hoạt động ngoài trời, sản lượng tiêu thụ sẽ tăng trong nửa cuối năm 2022.

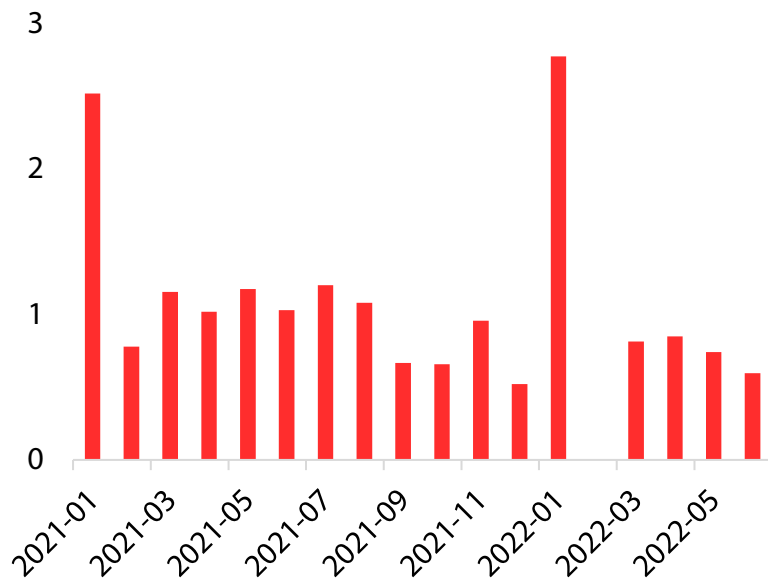
Hình 6: Doanh thu của các nhà sản xuất sữa niêm yết (tỷ đồng) và tăng trưởng (% YoY, cột phải)



Nguồn: VNM, IDP, QNS, CTCK Rồng Việt

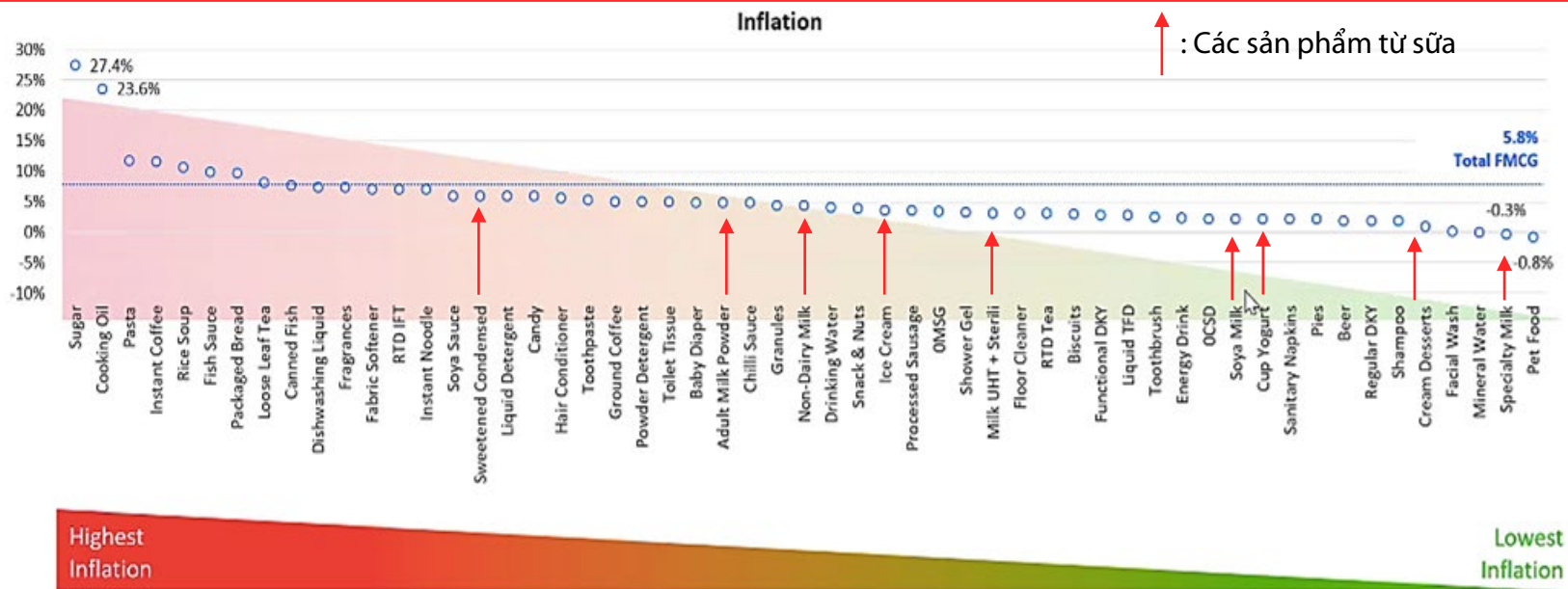
- Theo báo cáo của Rabobank, giá bột sữa nguyên liệu toàn cầu đã đạt đỉnh trong 1H2022, sau đó được kỳ vọng sẽ giảm dần. Nguyên nhân chính là Trung Quốc giảm nhập khẩu các mặt hàng sữa, bắt nguồn từ việc dự trữ hàng tồn kho nhiều và nhu cầu suy yếu do liên quan đến chính sách phong tỏa vì dịch Covid-19. Vào tháng 7/2022, giá bột sữa nguyên kem là 3.757 USD / tấn (+0,7% YoY; -8,9% MoM). Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên liệu sẽ giảm xuống mức thấp hơn năm ngoái vào cuối năm 2022, do đó, biên lợi nhuận 2H2022 sẽ được cải thiện.
- Ngược lại, giá các mặt hàng khác như đậu tương hay đường thô dự kiến sẽ tiếp tục ở mức cao. Chủ yếu do điều kiện thời tiết xấu trong 2H2022 ảnh hưởng đến nguồn cung toàn cầu. Do đó, tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất sữa thực vật được kỳ vọng sẽ không cải thiện nhiều như các công ty sản xuất sữa bò.
- Nhìn chung, các công ty sản xuất sữa (bao gồm sữa bò và sữa thực vật) đều đã chốt giá của các hợp đồng mua nguyên liệu trong quý 1/2022 cho đến quý 3/2022. Ngoài ra, mặc dù lạm phát cao, giá của các sản phẩm này chỉ tăng ở mức khiêm tốn và theo sau chi phí sản xuất tăng do bản chất của ngành hàng tiêu dùng thiết yếu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của các công ty này sẽ bắt đầu phục hồi kể từ quý 3/2022, sau đó tăng mạnh vào quý 4/2022 trở đi.

Hình 7: Nhập khẩu các mặt hàng sữa của Trung Quốc (tỷ tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

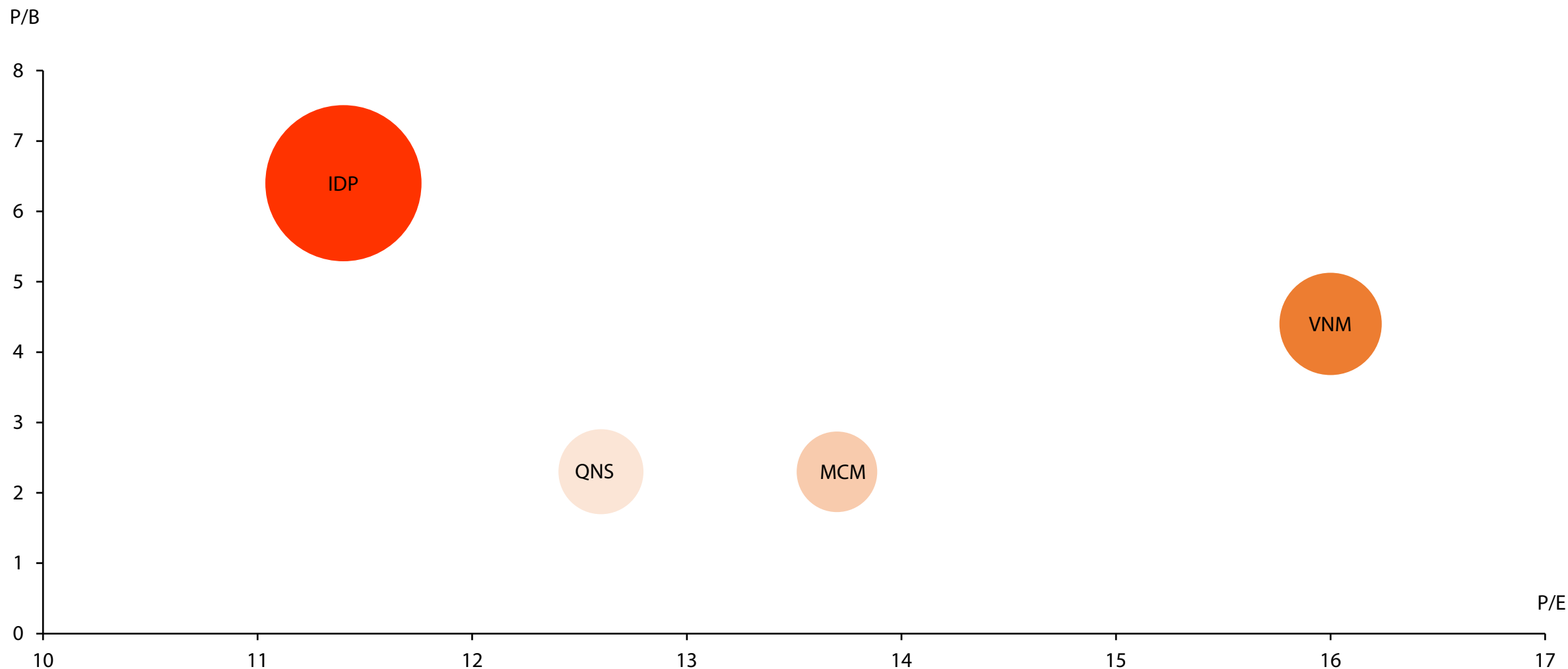
Hình 8: Lạm phát các mặt hàng ngành FMCG ở Việt Nam trong Q1/2022 (% YoY)



Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
VNM	150.895	85.100	3,3%	-6,3%	21,5%	17,6%	-11,3%	15,6%	17,7%	25,8%	5,3%	17,8	4,4
MCM	4.862	N/A	3,6%	1,2%	10,9%	9,1%	13,7%	10,9%	17,2%	18,6%	3,3%	15,3	2,2
IDP	9.903	N/A	25,8%	84,5%	23,1%	-4,8%	64,0%	17,0%	32,1%	77,9%	2,6%	12,0	7,5
QNS	15.777	N/A	13,0%	9,5%	24,4%	45,3%	19,0%	17,1%	13,2%	18,1%	7,0%	10,7	1,9

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

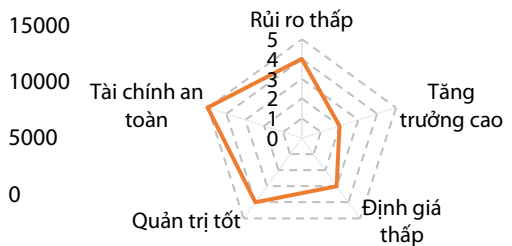
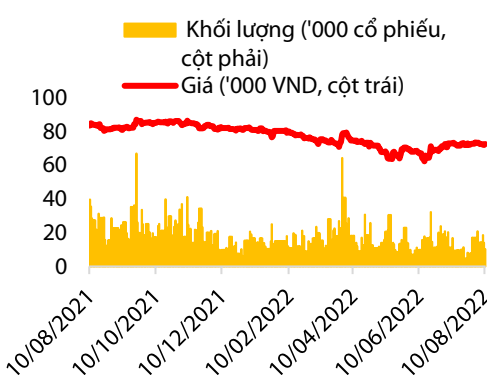


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +23%

<GHT: 72.500>

<GMT: 85.100>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ VND)	151.522
SLCPĐLH (triệu cp)	2.090
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	2.052
GTGDBQ 3 tháng (tỷ VND)	146
SH NĐTNN còn lại (%)	45,4
ĐB giá 52 tuần ('000 VND)	64,5 – 92,4

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	60.919	65.136	69.669
LNST	10.532	10.301	11.415
ROA (%)	19,9	18,9	20,1
ROE (%)	31,8	30,2	31,4
EPS (đồng)	4.517	4.436	4.916
GTSS (đồng)	15.830	16.319	17.384
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.850	3.850	3.850
P/E (x) (*)	16,1	16,3	14,7
P/B (x) (*)	4,5	4,4	4,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng doanh số được kỳ vọng ra khỏi đáy kể từ năm 2022 nhờ chiến lược tái cấu trúc mạng lưới phân phối và tăng trưởng mạnh mẽ của các công ty con

- Doanh thu bán hàng năm 2022 dự báo đạt 65.136 tỷ đồng (tương đương 2.832 triệu USD, +6,0% YoY), chủ yếu nhờ vào tăng trưởng cao hai con số của các công ty con (Driftwood, Angkormilk và Mocchau Milk). Trong giai đoạn 2019-2021, VNM có tốc độ tăng trưởng doanh thu giảm dần từ 7% xuống 2%, do đó chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu của công ty sẽ ra khỏi đáy kể từ năm 2022.
- Tăng trưởng doanh số 2022-2026 dự kiến sẽ tăng dần. Trong 1H2022, VNM đã thực hiện chiến lược tái cấu trúc mạng lưới phân phối để nâng cao thị phần, trong đó quan tâm hơn đến các nhà phân phối kênh truyền thống (GT). Được hỗ trợ bởi điều này, chúng tôi tin rằng thị phần của VNM sẽ được củng cố mạnh mẽ hơn kể từ năm 2023 khi chiến lược tái cấu trúc có hiệu lực hoàn toàn, dẫn đến tăng trưởng tích cực về doanh số bán hàng của công ty mẹ. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng dư địa tăng trưởng của các công ty con của VNM sẽ tiếp tục còn lớn trong 3 năm tới vì họ sẽ tung ra nhiều SKUs hơn cũng như mở rộng cơ sở dữ liệu khách hàng.

Tỷ suất lợi nhuận ròng dự kiến sẽ phục hồi kể từ 2H2022 trở đi nhờ giá bán bình quân cao hơn và giá sữa nguyên liệu giảm

- LNST công ty mẹ 2022 dự kiến sẽ giảm -2,4% YoY xuống 10,3 nghìn tỷ đồng (hay 435 triệu USD) do hoạt động kinh doanh 6T2022 suy yếu. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM đã hồi phục nhẹ kể từ quý 2/2022 nhờ giá bán bình quân cao hơn trong khi chi phí sản xuất được cố định. Trong bối cảnh giá bột sữa nguyên liệu giảm và các hợp đồng bột sữa nguyên liệu mới sẽ được chốt trong Q4/2022, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của VNM sẽ tiếp tục cải thiện trong 2H2022 trở đi. Do đó, quý 2/2022 dự kiến sẽ là mức thấp nhất của biên lợi nhuận của VNM.

Dòng tiền mạnh và cơ cấu vốn khỏe tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở rộng kinh doanh trong tương lai và chính sách cổ tức tiền mặt ổn định

- VNM có dòng tiền mạnh và cơ cấu vốn khỏe cái giúp công ty đủ năng lực để mở rộng hoạt động kinh doanh (ví dụ: M&A hoặc đầu tư vào lĩnh vực kinh doanh ngoài sữa) trong tương lai, hỗ trợ ROE tăng trong năm năm tới. Ngoài ra, lợi thế này còn giúp VNM duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ổn định (~40% mệnh giá hàng năm), tạo ra một mức lợi nhuận ổn định cho các nhà đầu tư dài hạn.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Trung Quốc quay trở lại nhập khẩu một lượng lớn bột sữa nguyên liệu, từ đó khiến giá bột sữa nguyên liệu tăng mạnh.

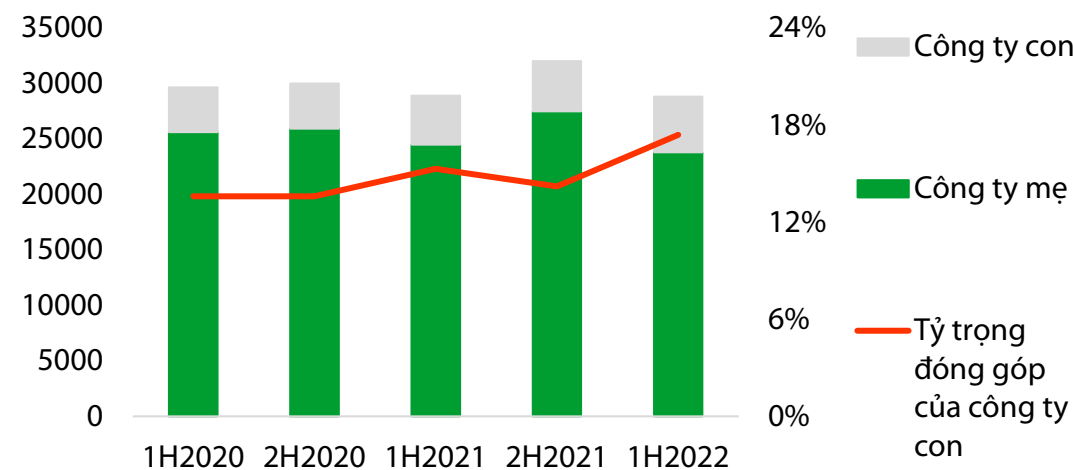
Vinamilk tái cấu trúc hệ thống phân phối trong 1H2022, ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu công ty mẹ.

- Trong 1H2022 doanh thu từ công ty mẹ bị yếu, giảm -2,9% YoY đạt 23.781 tỷ đồng, kéo tổng doanh thu sụt giảm -0,3% YoY, tương đương mức 28.808 tỷ đồng. Nguyên nhân của sự sụt giảm đến từ việc tái cấu trúc hệ thống phân phối trong 1H2022 nhằm mục đích tăng thị phần tương lai, đặc biệt là phân khúc kênh phân phối truyền thống. Cụ thể, Vinamilk giảm mức chiết khấu tại một vài siêu thị có doanh số không hiệu quả, và tập trung đẩy doanh số tại các kênh phân phối truyền thống, đặc biệt tại vùng nông thôn. Chúng tôi kì vọng chiến lược này sẽ giúp VNM lấy lại thị phần và có tăng trưởng doanh thu tốt hơn trong 2H2022.
- Các công ty con: Tín hiệu khả quan trong kết quả kinh doanh 1H2022 của VNM là tất cả các công ty con đều ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mạnh. Đáng chú ý, hai công ty con ở nước ngoài, bao gồm Driftwood (Hoa Kỳ) và Angkormilk (Campuchia), có mức tăng trưởng doanh thu cao hai chữ số, lần lượt là +40% YoY và +14% YoY.

Giá sữa bột nguyên liệu toàn cầu tăng, đẩy chi phí sản xuất tăng vọt khiến lợi nhuận ròng tăng trưởng âm trong 1H2022.

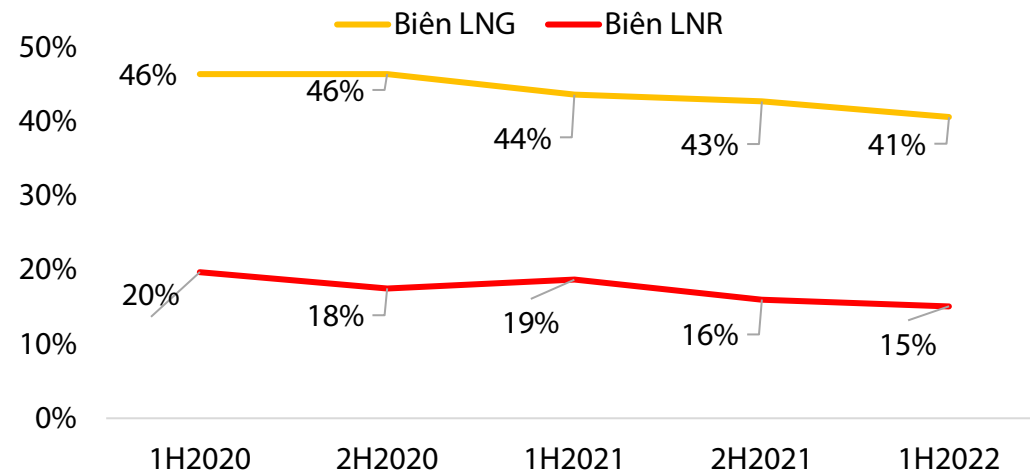
- Lợi nhuận gộp 6T2022 đạt 11.701 tỷ đồng (-7,2% YoY, 509 triệu USD), tương đương tỷ suất lợi nhuận gộp 40,6% (-300 bps YoY). Giá bột sữa nguyên liệu tăng mạnh kể từ giữa năm 2020 cho đến tháng 3/2022 là yếu tố chính. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp quý 2/2022 là 40,7%, cao hơn 17 bps so với quý 1/2022 nhờ ASP cao hơn.
- LNST công ty mẹ 6T2022 là 4.384 tỷ đồng (-19,6% YoY, 191 triệu USD). Việc gia tăng cả chi phí liên quan đến chiến lược tái cơ cấu và chi phí logistic khiến lợi nhuận ròng giảm với tốc độ cao hơn doanh thu.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của VNM (tỷ đồng)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận ròng

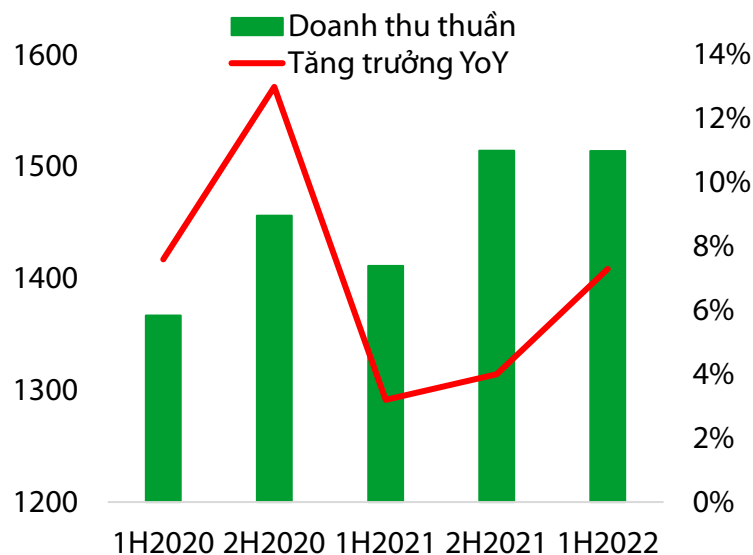


Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Doanh thu 2H2022 được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ tăng trưởng hai con số của các công ty con.

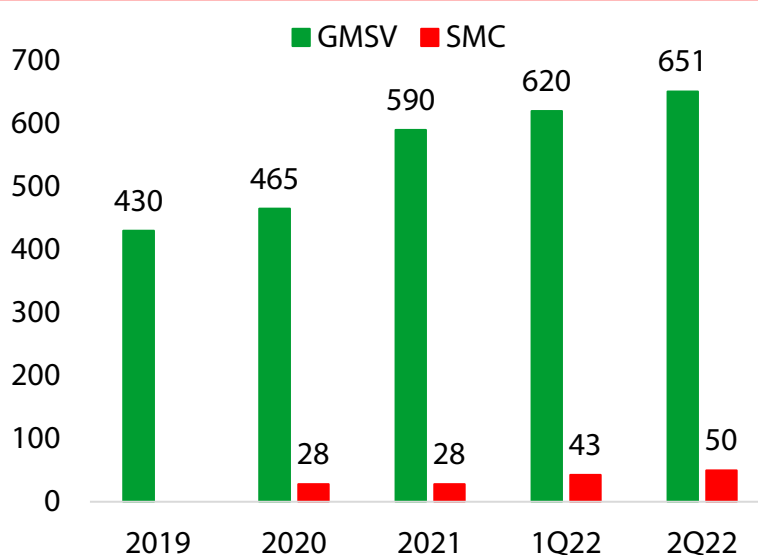
- Doanh thu năm 2022 dự kiến đạt 65,1 nghìn tỷ đồng (+6,0% YoY, 2.760 triệu USD) nhờ tăng trưởng doanh thu hai chữ số của các công ty con. Cụ thể, chúng tôi tin rằng công ty Sữa Mộc Châu (Mocchau Milk - Upcom: MCM) sẽ tiếp tục tăng trưởng cao hơn trong 2H2022 sau khi ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 1H2022 là +7,3% YoY, được hỗ trợ bởi năng suất sản xuất cao hơn kể từ tháng 7/2022, mạng lưới phân phối rộng hơn và số lượng SKUs lớn hơn. HĐQT của Mocchau Milk đặt mục tiêu mở 70 cửa hàng “Sữa Mộc Châu” trong năm 2022. Đối với các công ty con ở nước ngoài, chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng mạnh mẽ trong 1H2022 sẽ tiếp tục duy trì trong 2H2022, giúp doanh thu cả năm tăng trưởng hai con số. Nguyên nhân chính là do tiêu thụ sữa phục hồi sau đại dịch Covid-19 ở thị trường Hoa Kỳ và Campuchia.
- Về phía công ty mẹ, chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu bán hàng trong nước sẽ đạt mức tăng trưởng dương trong 2H2022, nhờ 1) chiến lược tái cấu trúc hệ thống phân phối sẽ tạo ra kết quả khả quan kể từ 2H2022; 2) sự mở cửa trở lại của các hoạt động ngoài trời, trường học và khu công nghiệp cái sẽ kích thích tiêu thụ các sản phẩm sữa; và 3) ASP cao hơn. Theo công ty, ASP đã được tăng vào tháng 2 và tháng 5/2022 với mức tăng lần lượt là + 5% và + 5,5% YoY. Ngoài ra, doanh thu nội địa của VNM trong tháng 7/2022 cũng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh +10% YoY dựa trên mức nền cao của tháng 7/2021. Do đó, tăng trưởng doanh thu cả năm của công ty mẹ được kỳ vọng sẽ tương đương so với cùng kỳ năm trước.

Hình 3: Doanh thu của Sữa Mộc Châu (tỷ đồng) và tăng trưởng theo năm (% , cột phải)



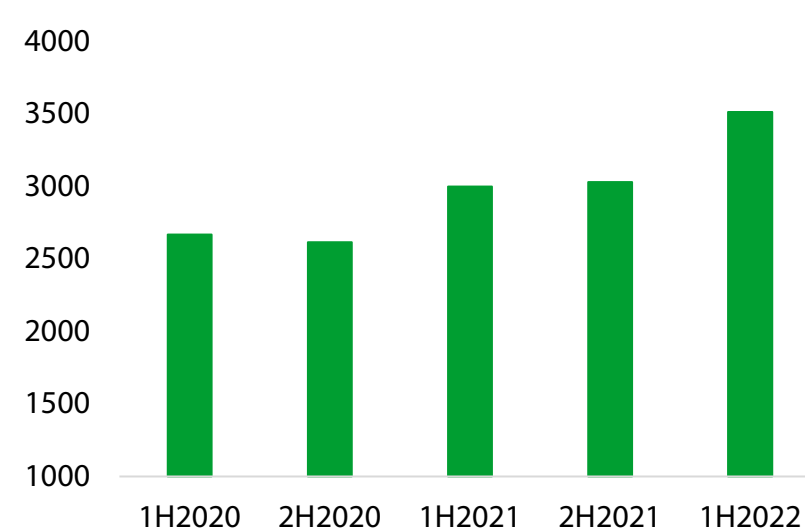
Nguồn: MCM, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Số lượng cửa hàng “Giấc Mơ Sữa Việt (GMSV)” và “Sữa Mộc Châu (SMC)” (cửa hàng)



Nguồn: VNM, MCM, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Doanh thu của các công ty con ở nước ngoài (tỷ đồng)

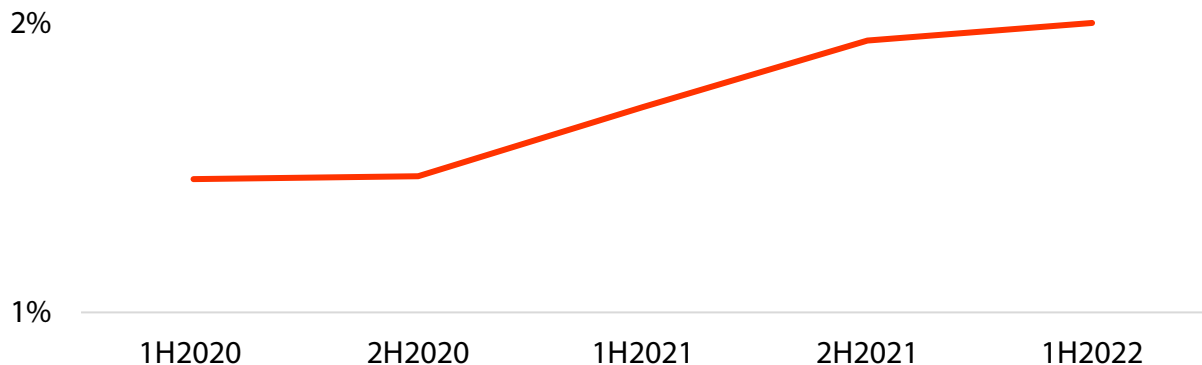


Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Tỷ suất lợi nhuận ròng 2H2022 tiếp tục phục hồi nhờ giá bột sữa nguyên liệu giảm.

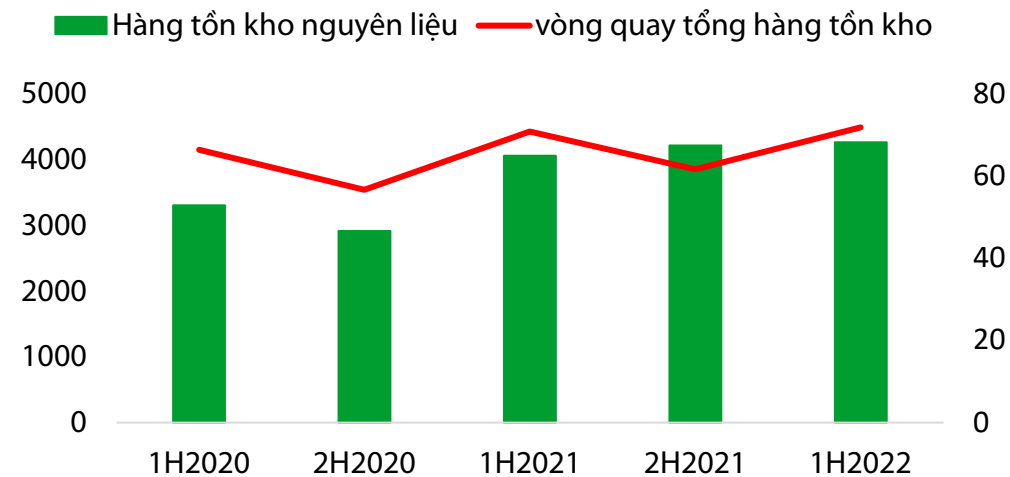
- LNST công ty mẹ năm 2022 dự kiến giảm -2,4% YoY xuống 10,3 nghìn tỷ đồng (tương đương 435 triệu USD), trong đó, tăng trưởng mạnh trong 2H2022 sẽ bù đắp cho mức tăng trưởng âm hai con số của 1H2022. Trong tháng 3/2022, VNM đã chốt hợp đồng sữa bột nguyên liệu đến tháng 08/2022 với giá cao (Hình 6), do đó chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ký hợp đồng mới trong quý 4-2022, tận dụng lợi thế giá bột sữa nguyên liệu giảm. Trong bối cảnh ASP cao hơn, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM sẽ tiếp tục phục hồi dần kể từ quý 3 năm 2022, sau đó cải thiện vào quý 4 năm 2022 sau khi chạm đáy vào quý 2 năm 2022. Cùng với xu hướng giảm giá dầu thô toàn cầu, chi phí logistic 2H2022 dự kiến sẽ giảm, do đó hỗ trợ biên lợi nhuận hoạt động tiếp tục cải thiện. Vì vậy, tỷ suất lợi nhuận ròng sẽ được cải thiện.
- Biên lợi nhuận gộp và LNST 2H2022 được dự báo lần lượt là 40,9% (-183 bps YoY) và 15,6% (-42 bps YoY), nhưng cao hơn so với kết quả 1H2022 là +25 bps và +48 bps.

Hình 7: Chi phí logistic / doanh thu của VNM



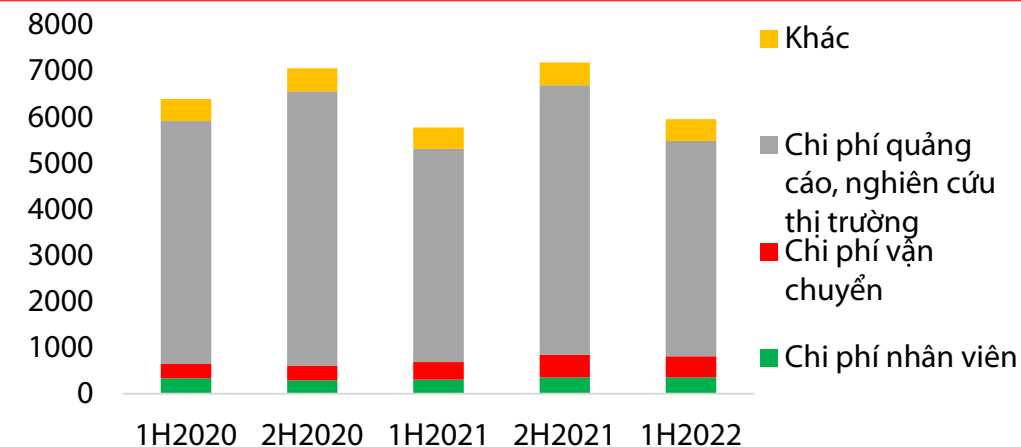
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tồn kho nguyên vật liệu của VNM (tỷ đồng, cột trái) và tổng số ngày tồn kho (ngày, cột phải)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Cơ cấu chi phí bán hàng của VNM (tỷ đồng)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: +19%

<GTT: 44.500>

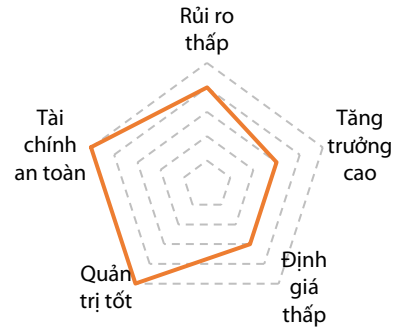
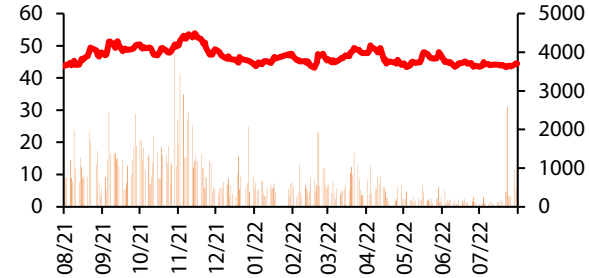
<GMT: 50.300>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ, TRÁI)



Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.884
SLCPĐLH (triệu CP)	357
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	265
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	9
SH NĐTNN còn lại (%)	30,6
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	58 - 41,2

Doanh thu	7.335	8.314	9.317
LNST	1.254	1.279	1.470
ROA (%)	12,7%	12,3%	13,2%
ROE (%)	17,7%	17,2%	18,8%
EPS (đồng)	4.117	4.160	4.778
GTSS (đồng)	23.539	24.699	25.977
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.000	3.000	3.000
P/E (x) (*)	11,7	10,5	9,1
P/B (x) (*)	2,0	1,8	1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhu cầu mảng sữa đậu nành phục hồi thúc đẩy doanh thu tăng trưởng nhưng biên lợi nhuận chịu áp lực từ giá nguyên liệu đầu vào tăng

- Doanh thu từ sữa đậu nành tăng 12% so với cùng kỳ trong 6T2022. Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận đã bị cản trở bởi chi phí gia tăng bao gồm đậu tương nhập khẩu, đường, ... Áp lực biên lợi nhuận dự kiến sẽ duy trì cho đến ít nhất nửa đầu 2023.
- Trong năm tài chính 2022, doanh thu bán sữa đậu nành dự kiến sẽ tăng 11% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 6%. Lợi nhuận gộp sẽ tăng trưởng mức khiêm tốn, 8% YoY do áp lực về tỷ suất lợi nhuận đối với chi phí đầu vào tăng.

Việc áp thuế chống bán phá giá đối với đường nhập khẩu từ 5 nước ASEAN sẽ cải thiện mảng đường trong nửa cuối năm 2022

- Doanh thu từ đường 6 tháng đầu năm 2022 chứng kiến sự sụt giảm do sản lượng tiêu thụ giảm đáng kể do cạnh tranh gia tăng từ hàng rào lách thuế cũng như đường nhập lậu. Chúng tôi kỳ vọng thuế chống bán phá giá sẽ hỗ trợ giá đường trong nước. Do đó, doanh số mảng này trong năm 2022 được dự báo sẽ tăng 25% so với cùng kỳ được hỗ trợ bởi sản lượng dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh trong nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này sẽ giảm 450 bps YoY trên mức nền cao năm 2021, dẫn đến lợi nhuận mảng đường đi ngang so với cùng kỳ.
- Trong năm tài chính 2022, tăng trưởng kinh doanh của QNS dự kiến lần lượt là 13% YoY và 2% YoY về doanh thu và LNST.

Dòng tiền ổn định và cổ tức tiền mặt cao

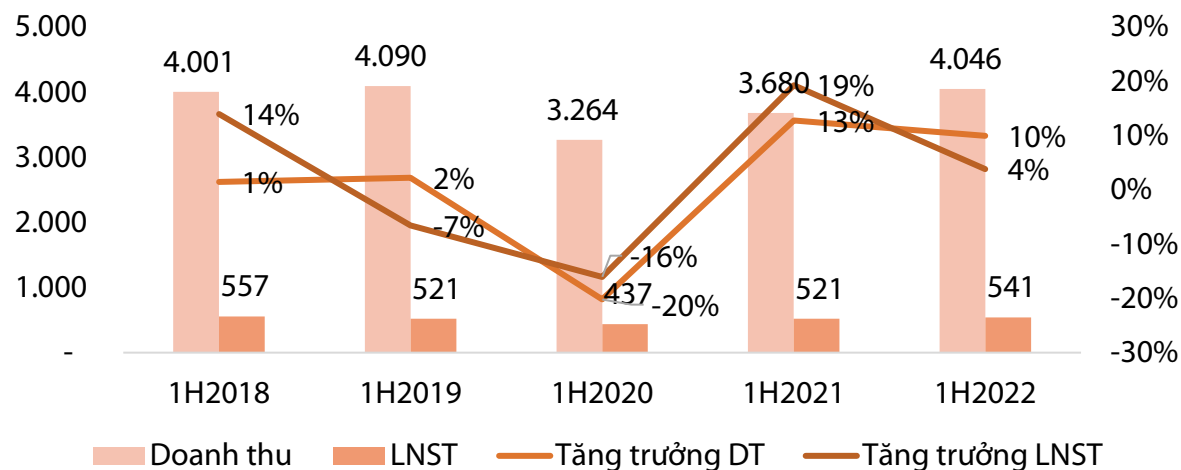
- Tỷ lệ D/E trung bình 29% và không có nợ dài hạn trong giai đoạn 2021-2025.
- Tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt khoảng 7% năm 2022.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Biến động giá hàng hóa tăng cao (giá đường và giá đậu nành).
- Đường nhập lậu xuất xứ Thái Lan trở lại làm mất tác dụng của hàng rào thuế quan.

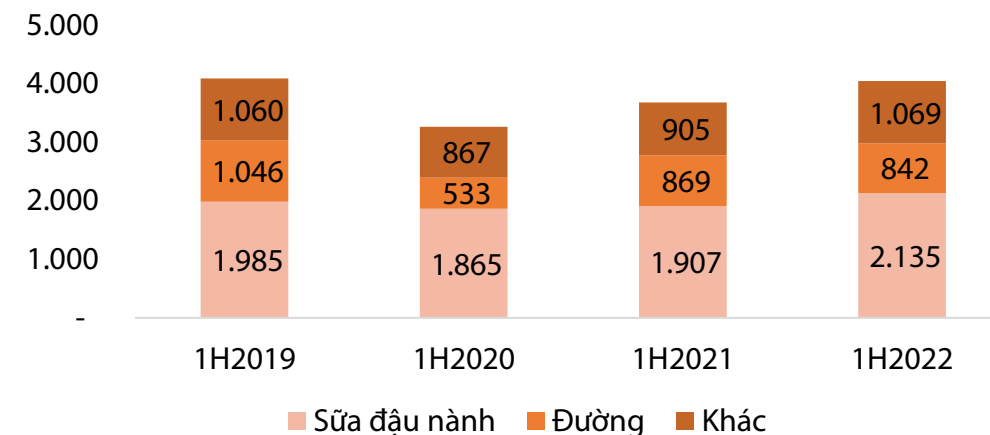
- Trong 6 tháng đầu năm 2022, QNS ghi nhận doanh thu và LNST sau CĐTTS lần lượt là 4.046 tỷ đồng và 541 tỷ đồng, lần lượt tăng 9% và 4% so với cùng kỳ. Sự tăng trưởng này chủ yếu đến từ mảng sữa đậu nành để bù đắp cho sự sụt giảm nhẹ của mảng đường bị cạnh tranh với đường nhập lậu.
- Biên lợi nhuận gộp của cả sữa đậu nành và đường đều giảm trong 6 tháng đầu năm 2022, lần lượt là 190 bps YoY và 370 bps YoY, do chi phí nguyên liệu (đậu nành, nguyên liệu đường) cao. Tuy nhiên, việc cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của các mảng khác đã giúp tỷ suất lợi nhuận gộp 6T2022 không đổi là 28,2% YoY.
- Chi phí bán hàng tăng 21% YoY trong 6T2022 do quảng cáo sản phẩm mới, dẫn đến LNST tăng trưởng với tốc độ thấp hơn so với doanh thu.

Hình 1: KQKD nửa đầu 2022 (tỷ đồng)

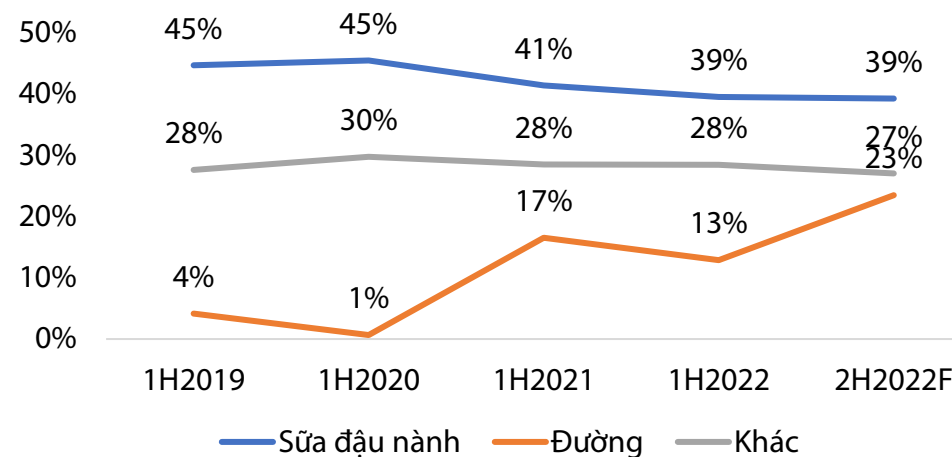


Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh thu và LNG mảng sữa đậu nành (tỷ đồng)



Hình 3: Biên gộp theo sản phẩm

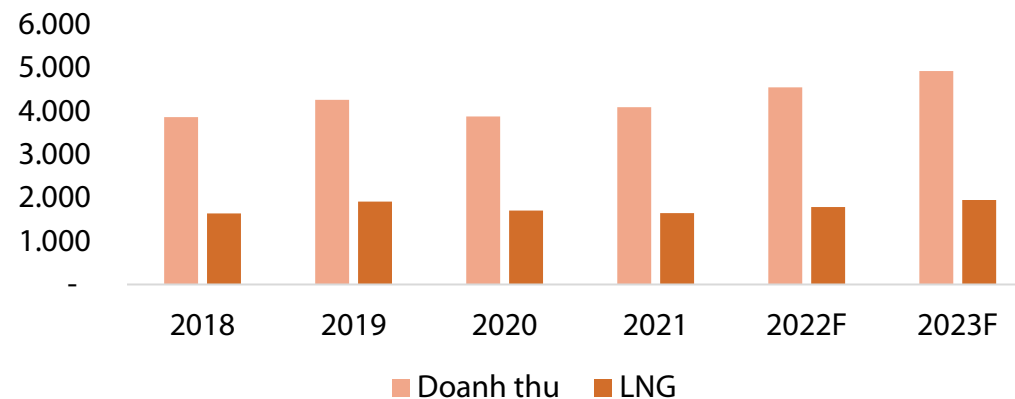


Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Phục hồi chậm do giá đậu nành cao

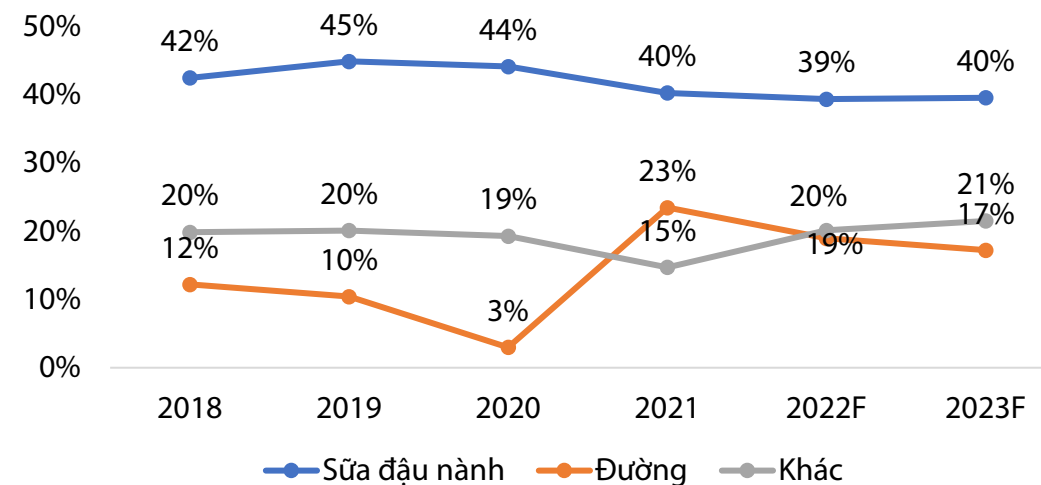
- Trong 6T2022, doanh thu từ sữa đậu nành tăng 12% so với cùng kỳ năm ngoái với sản lượng tiêu thụ tăng 7% và giá bán tăng 5%. Những kết quả tích cực này nhấn mạnh khả năng phục hồi của nhu cầu đối với sữa đậu nành.
- Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao làm giảm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận. Trong nửa cuối năm 2022, tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục chịu áp lực do chi phí đầu vào dự kiến vẫn ở mức cao trong khi giá bán tăng được hạn chế để hỗ trợ nhu cầu phục hồi.
- Trong năm tài chính 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ sữa đậu nành đạt 4.554 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tăng 6% và giá bán tăng 5% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận gộp của mảng này chỉ tăng 8% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của sữa đậu nành sẽ vẫn ở mức thấp trong năm tài chính 2023 do công ty đã cố định một phần giá đậu nành cho 6 tháng đầu năm 2023 trong khi chưa có dấu hiệu cho thấy giá đậu nành sẽ hạ nhiệt vào năm 2023.

Hình 4: Doanh thu từ sữa đậu nành và lợi nhuận gộp (tỷ đồng)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo sản phẩm

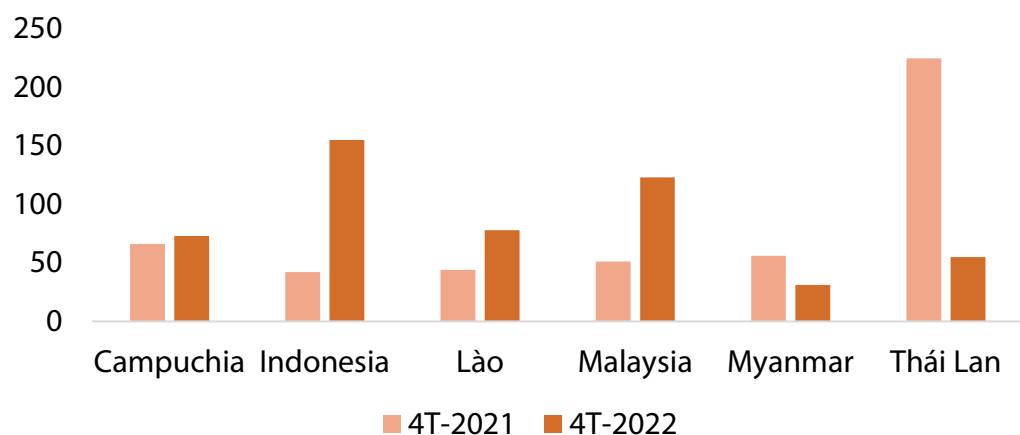


Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Giá đường trong nước hạ nhiệt từ đầu năm 2022 sau đợt tăng mạnh nửa cuối 2021 do sản lượng sản xuất đường ở Thái Lan phục hồi và tình trạng buôn lậu đường vào Việt Nam gia tăng. Đối với QNS, trong 6T/2022, biên gộp mảng đường giảm 370 điểm cơ bản YoY xuống 13% do chi phí mía nguyên liệu đầu vào tăng trong khi giá đường suy giảm.

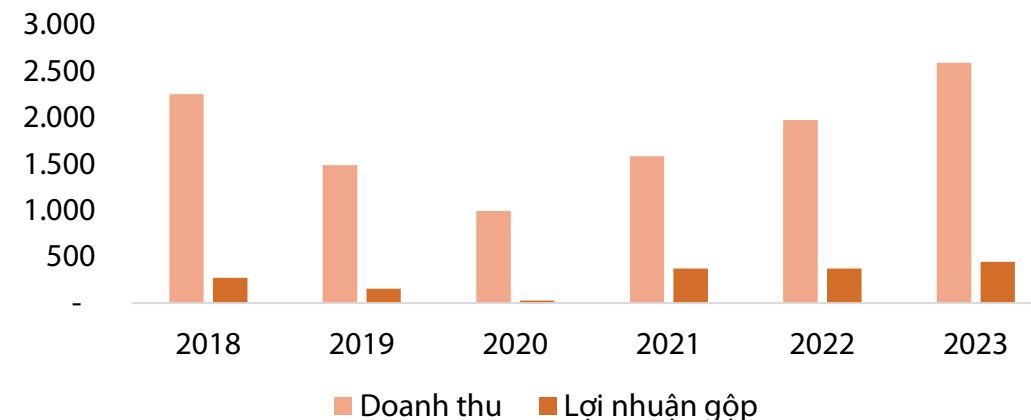
Chúng tôi kỳ vọng kết quả tích cực từ việc áp thuế chống bán phá giá đường từ 5 nước ASEAN, sẽ tác động tích cực lên giá bán đường nội địa. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng đường đạt 1.973 tỷ đồng năm 2022, tăng 25% YoY nhờ tăng sản lượng tiêu thụ trong nửa cuối 2022 trong khi LNTT 2022 đạt 320 tỷ đồng, đi ngang cùng kỳ sau mức cao kỷ lục 2021, lần lượt đóng góp 24% và 21% vào tổng doanh thu và LNTT của công ty.

Hình 7: So sánh nhập khẩu đường từ các nước ASEAN vào Việt Nam (nghìn tấn)



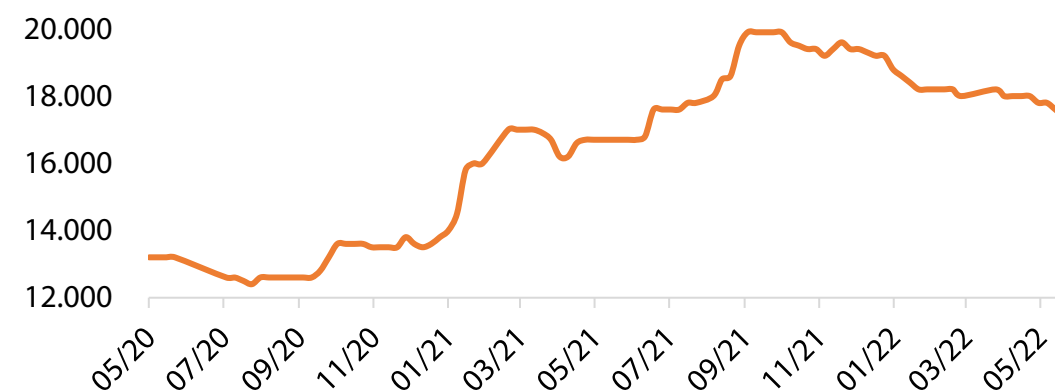
Nguồn: VSSA, CTCK Rông Việt

Hình 6: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng đường (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 8: Giá đường RS của Việt Nam (đồng/kg)



Nguồn: VSSA, CTCK Rông Việt

Bảng: Tóm tắt định giá

Định giá FCFE		Định giá SoTP		
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	Phân khúc kinh doanh	Phương pháp	Định giá
Lợi suất thị trường	13,0%	Sữa đậu nành	P/E 14x	27.185
Beta vốn chủ sở hữu	0,75	Đường	P/E 10x	9.012
Phần bù rủi ro (do chỉ niêm yết trên UPCoM)	3,0%	Điện sinh khối	FCFE	3.541
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,6%	Khác (bia, nước khoáng)	P/E 8x	5.484
Giá mục tiêu với $g = 1,4\%$ (VNĐ)	55.391	Định giá (VNĐ)		45.223
Giá mục tiêu, VND (50% FCFE, 50% SoTP)				50.307

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của QNS chỉ tăng trưởng một chữ số trong bối cảnh chi phí nguyên liệu cao đang gây sức ép lên các nhà sản xuất FMCG như QNS cũng như mảng đường đang gặp nhiều khó khăn sau một năm tăng trưởng đột biến. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi ưa thích cổ phiếu QNS nhờ vị thế thống lĩnh ngành sữa đậu nành đóng góp vốn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng về quy mô tại Việt Nam, tài chính và quản trị doanh nghiệp lành mạnh cũng như mức cổ tức tiền mặt hấp dẫn.

Dựa trên kết hợp định giá 50%:50% của DCF và SoTP, chúng tôi đánh giá giá trị cổ phiếu QNS là 50.300 đồng. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu với tổng mức sinh lời kỳ vọng là 19%, bao gồm tỷ suất cổ tức bằng tiền mặt là 7%.