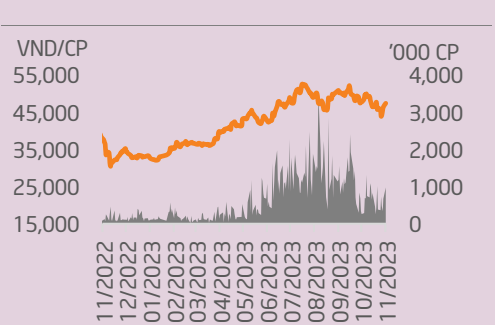


Khuyến nghị	<b>NẮM GIỮ</b>
Giá mục tiêu (VND)	<b>60,300</b>
Lợi nhuận kỳ vọng	28.5%
Giá ngày 10/11/2023	46,800

**Thông tin cổ phiếu**

Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	52,604
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	30,447
Vốn hóa (Tỷ VND)	16,931
SLCP lưu hành (triệu CP)	357
KLGD BQ 3 tháng (nghìn CP)	560
Freefloat	80.0%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,569
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	16.45%
Giới hạn room nước ngoài (%)	49%

**Diễn biến giá**



**Thông tin cơ bản về công ty**

CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS – UPCOM) tiền thân là Công ty Đường Quảng Ngãi trực thuộc Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, được chuyển đổi thành mô hình công ty cổ phần vào năm 2005 và chính thức niêm yết giao dịch trên sàn UPCOM vào ngày 20/12/2016. QNS hoạt động kinh doanh chính trong lĩnh vực chế biến đường, mật, thực phẩm, đồ uống, bao bì, nước khoáng. Công ty sở hữu 17 nhà máy, xí nghiệp, trung tâm nghiên cứu nguyên liệu và sản phẩm, chi nhánh và công ty con.

**Lợi nhuận vượt kỳ vọng nhờ giá đường tăng mạnh**

QNS đã công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2023 (9T.2023) với doanh thu thuần đạt 7,749 tỷ đồng, +22.8%yoy và LNTT đạt 1,717 tỷ đồng, +70.5%yoy. Theo đó, QNS đã hoàn thành 92.3% kế hoạch doanh thu thuần và 143.1% kế hoạch LNTT đặt ra cho cả năm. LNST đạt 1,535 tỷ đồng, +70.0%yoy và đạt 152.3 kế hoạch LNST. Chi tiết tình hình kinh doanh của từng mảng cụ thể như sau:

- **Mảng đường:** Đây là mảng đưa QNS trở thành điểm sáng trong năm nay với tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần của mảng này trong 9T.2023 lên tới 115.8%yoy và lợi nhuận gộp tăng 260.0%yoy. Kết quả này là nhờ vào sự cộng hưởng của sản lượng và giá đường cùng tăng lên trong 9 tháng vừa qua. Kể từ đầu năm, giá đường thế giới tăng mạnh (tăng gần 60%yoy) do biến đổi khí hậu ảnh hưởng tới sản lượng đường ở Ấn Độ và Thái Lan, là một trong những quốc gia có lượng đường xuất khẩu lớn trên thế giới. Gần đây, Ấn Độ và Thái Lan đã đưa ra chính sách tăng giá đường xuất khẩu và kiểm soát lượng đường xuất khẩu. Cụ thể, Ấn Độ công bố kế hoạch xuất khẩu đường trong vụ mùa bắt đầu vào tháng 10, Thái Lan tăng giá xuất khẩu thêm 2,700 đồng trên mỗi kg và kiểm soát xuất khẩu để đảm bảo nguồn cung trong nước. Theo đó, tỷ trọng đóng góp của mảng đường vào doanh thu thuần của QNS tăng mạnh từ 23.0% trong 9T.2022 lên 40.4% trong 9T.2023.
- **Mảng sữa đậu nành:** Do ảnh hưởng sự chậm lại của nền kinh tế đã làm giảm sức tiêu thụ sữa đậu nành đã tác động không tích cực tới doanh thu và lợi nhuận của mảng này. Cụ thể, trong 9T.2023, doanh thu thuần của mảng sữa đậu nành giảm -8.4%yoy. Do doanh thu giảm, giá vốn đầu vào đậu nành được chốt giá cao từ năm 2022 đã làm cho lợi nhuận gộp trong 9T.2023 giảm -11%yoy.
- **Mảng kinh doanh khác (Bia, nước khoáng, bánh kẹo và điện sinh khối):** Nhóm mảng kinh doanh khác của QNS cũng đạt được mức tăng trưởng tích cực. Doanh thu và lợi nhuận gộp 9T.2023 của mảng này tăng lần lượt là 3.0%yoy và 50.5%yoy. Sự tăng trưởng tích cực của mảng này phần lớn đến từ mảng điện sinh khối nhờ sản lượng mía phụ phẩm tăng lên.

**Triển vọng trung dài hạn:** Biến đổi khí hậu và xu hướng tăng lên của sản xuất xăng Ethanol từ mía đã ảnh hưởng tới nguồn cung mía đường của các quốc gia lớn trên thế giới như Brazil, Ấn Độ, Thái Lan. Bên cạnh đó, mảng đường của QNS còn được hưởng lợi lớn từ việc áp thuế chống bán phá giá & chống trợ cấp đối với mảng đường nhập khẩu từ Thái Lan. Mảng sữa đậu nành được kỳ vọng phục hồi khi nền kinh tế được cải thiện trong những năm tới.

**Định giá và quan điểm đầu tư:** Chúng tôi kết hợp phương pháp DCF, P/E và P/B để đưa ra giá mục tiêu QNS là 60,300 đồng/cp, upside 28.5% so với giá đóng cửa 10/11/2023. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ**.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro biến động giá nguyên liệu đậu nành và giá bán đường theo thế giới, (2) Rủi ro do biến đổi khí hậu, (3) Rủi ro từ dỡ bỏ chính sách bảo hộ của chính phủ.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	8,255	10,163	9,404
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	2,459	3,455	2,876
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	1,100	1,125	1,177
EBITDA	Tỷ đồng	1,903	2,902	2,276
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	1,287	2,018	1,550
Biên lợi nhuận gộp	%	29.8%	34.0%	30.6%
Biên LNST	%	15.6%	19.9%	16.5%
ROE	%	17.7%	25.1%	17.4%
ROA	%	12.8%	17.6%	12.5%
EPS	VND	3,579	5,597	4,298
BV	VND	20,866	22,717	24,208
P/E	x	13.1	8.4	10.9
P/B	x	2.24	2.06	1.93

### Cập nhật kết quả kinh doanh 9T.2023: Lợi nhuận vượt kỳ vọng nhờ giá đường tăng mạnh.

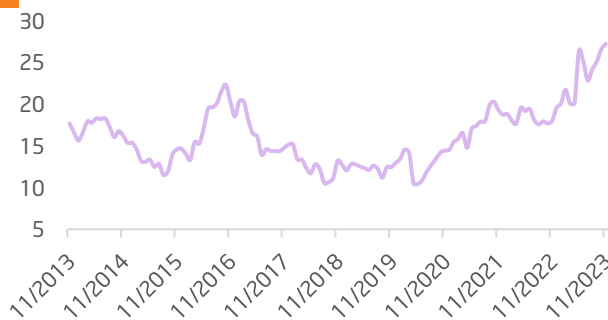
QNS đã công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2023 (9T.2023) với doanh thu thuần đạt 7,749 tỷ đồng, +22.8%yoy và LNTT đạt 1,717 tỷ đồng, +70.5%yoy. Theo đó, QNS đã hoàn thành 92.3% kế hoạch doanh thu thuần và 143.1% kế hoạch LNTT đặt ra cho cả năm. LNST đạt 1,535 tỷ đồng, +70.0%yoy và đạt 152.3 kế hoạch LNST. Chi tiết tình hình kinh doanh của từng mảng cụ thể như sau:

- **Mảng đường:** Đây là mảng đưa QNS trở thành điểm sáng trong năm nay với tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần của mảng này trong 9T.2023 lên tới 115.8% và lợi nhuận gộp tăng 260.0%yoy. Kết quả này là nhờ vào sự cộng hưởng của sản lượng và giá đường cùng tăng lên trong 9 tháng vừa qua. Giá đường thế giới tăng mạnh (tăng gần 60%yoy) do biến đổi khí hậu ảnh hưởng tới sản lượng đường ở Ấn Độ và Thái Lan, là một trong những quốc gia có lượng đường xuất khẩu lớn trên thế giới. Gần đây, Ấn Độ và Thái Lan đã đưa ra chính sách tăng giá đường xuất khẩu và kiểm soát lượng đường xuất khẩu. Cụ thể, Ấn Độ công bố kế hoạch xuất khẩu đường trong vụ mùa bắt đầu vào tháng 10, Thái Lan tăng giá xuất khẩu thêm 2,700 đồng trên mỗi kg và kiểm soát xuất khẩu để đảm bảo nguồn cung trong nước. Theo đó, đóng góp của mảng đường vào doanh thu thuần của QNS tăng mạnh từ 23.0% trong 9T.2022 lên 40.4% trong 9T.2023.
- **Mảng sữa đậu nành:** Do ảnh hưởng sự chậm lại của nền kinh tế làm giảm sức tiêu thụ sữa đậu nành đã tác động không tích cực tới doanh thu và lợi nhuận của mảng này. Cụ thể, trong 9T.2023, doanh thu thuần của mảng sữa đậu nành giảm -8.4%yoy. Do doanh thu giảm, giá vốn đầu vào đậu nành vẫn còn cao đã làm cho lợi nhuận gộp trong 9T.2023 giảm -11%yoy.
- **Mảng kinh doanh khác (Bia, nước khoáng, bánh kẹo và điện sinh khối):** Nhóm mảng kinh doanh khác của QNS cũng đạt được mức tăng trưởng tích cực. Doanh thu và lợi nhuận gộp 9T.2023 của mảng này tăng lần lượt là 3.0%yoy và 50.5%yoy. Sự tăng trưởng tích cực của mảng này phần lớn đến từ mảng điện sinh khối nhờ sản lượng mía phụ phẩm tăng lên.

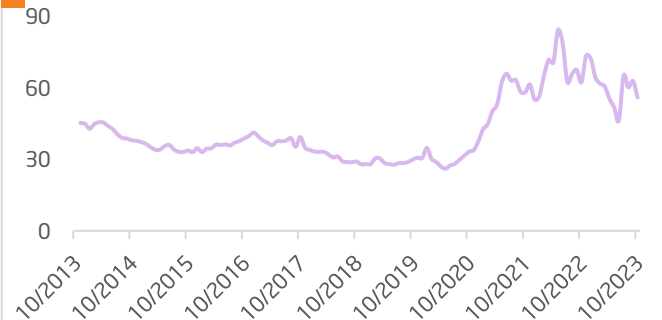
Tỷ VND	Quý 3.2023	% YoY	9T.2023	% YoY	% KH	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,467</b>	<b>7.3%</b>	<b>7,749</b>	<b>22.8%</b>	<b>92.3%</b>	
- Sản phẩm đường	908	49.5%	3,127	115.8%		Giá đường bình quân nửa cuối năm 2023 của QNS ước tính tăng 65%yoy.
- Sản phẩm sữa đậu nành	1,128	-10.1%	3,106	-8.4%		Lực cầu yếu khiến sản lượng sữa tiêu thụ giảm.
- Sản phẩm khác	431	-1.1%	1,515	3.0%		Doanh thu điện sinh khối tăng khi và sản lượng mía phụ phẩm tăng lên.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>858</b>	<b>16.9%</b>	<b>2,450</b>	<b>30.8%</b>		
- Sản phẩm đường	312	137.5%	862	260.0%		LNG tăng nhờ giá bán đường tăng, sản lượng đường tăng và giá vốn giảm nhờ QNS xây dựng vùng nguyên liệu mía theo hướng công nghiệp với năng suất và tỷ lệ chuyển đổi mía thành đường cao hơn.
- Sản phẩm sữa đậu nành	460	-19.6%	1,261	-11.0%		
- Sản phẩm khác	86	182.9%	327	50.5%		
Chi phí SG&A	373.71	-5.5%	897	-3.3%		Do chi phí bán hàng giảm xuống.
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>550.67</b>	<b>51.4%</b>	<b>1,695</b>	<b>68.1%</b>		
Lãi/lỗ từ hoạt động khác	76.65	208.9%	161	159.7%		Doanh thu hoạt động tài chính 9T.2023 tăng 99% do lãi tiền gửi, cho vay tăng mạnh.

Lợi nhuận trước thuế	563.2	55.0%	1,717	70.5%	143.1%	
Lợi nhuận sau thuế	506.3	59.9%	1,535	79.0%	152.3%	
<b>Lợi nhuận thuộc về CĐ công ty mẹ</b>	<b>506.3</b>	<b>59.9%</b>	<b>1,535</b>	<b>79.0%</b>		
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>34.77%</b>		<b>31.62%</b>			
- Sản phẩm đường	34.34%		27.58%			Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng đường tăng mạnh từ 16.53% trong 9T.2022 lên 27.58% trong 9T.2023 nhờ giá bán đường tăng mạnh và chi phí giá thành giảm xuống nhờ phát triển vùng nguyên liệu theo hướng công nghiệp với năng suất cao, tỷ lệ chuyển đổi mía thành đường cao hơn.
- Sản phẩm sữa đậu nành	40.81%		40.58%			BLG của mảng sữa đậu nành giảm từ 41.76% trong 9T.2022 xuống còn 40.58% trong 9T.2023 là do giá nhập khẩu đậu nành đầu vào cao.
- Sản phẩm khác	19.88%		21.61%			
Chi phí SG&A/DTT	15.15%		11.57%			
Biên lợi nhuận ròng	20.52%		19.81%			

Diễn biến giá đường thế giới (USD/lb)



Diễn biến giá đậu nành thế giới (USD/lb)



Nguồn: QNS, TPS Research

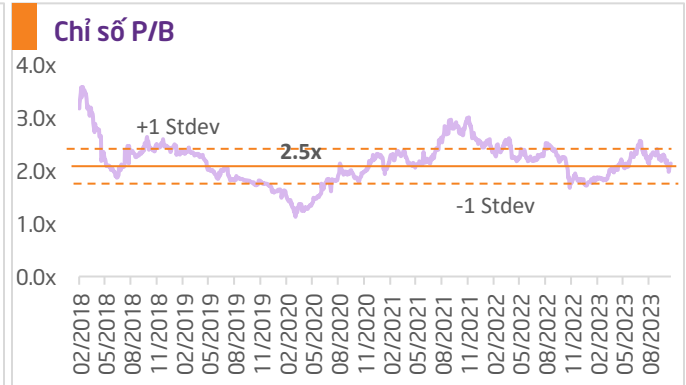
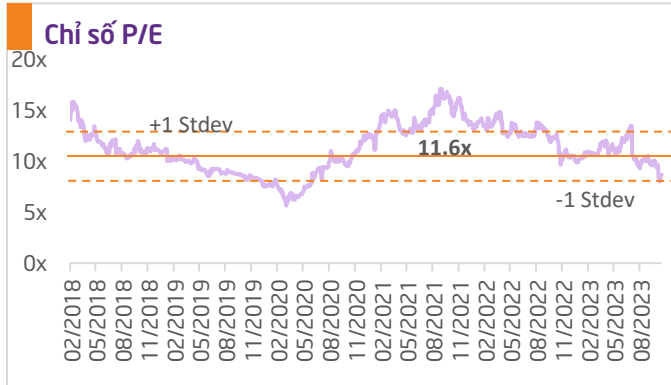
## Định giá và Quan điểm đầu tư

### Định giá:

Chúng tôi kết hợp phương pháp DCF, P/E và P/B để đưa ra giá mục tiêu QNS là 60,300 đồng/cp, upside 28.5% so với giá đóng cửa 10/11/2023.

Phương pháp	Giá trị (VND/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
FCFF	60,010	60%	36,006
P/E	64,920	20%	12,984
P/B	56,791	20%	11,358
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>100%</b>	<b>60,300</b>
SLCP lưu hành (triệu)			357
Giá thị trường (08/11/2023)			46,800
<b>Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng</b>			<b>28.8%</b>

Phương pháp P/E	Giá trị	Phương pháp P/B	Giá trị
EPS	5,597	Book value	22,717
P/E trung bình	11.6x	P/B trung bình	2.5x
P/E mục tiêu	11.6x	P/B mục tiêu	2.5x
P/E forward	8.4x	P/B forward	2.1x
STDEV	1.9x	STDEV	0.3x
+1 Stdev	13.5x	+1 Stdev	2.8x
-1 Stdev	9.8x	-1 Stdev	2.2x
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>64,920</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>56,791</b>



Nguồn: QNS, TPS Research

### Quan điểm đầu tư:

Tính từ đầu năm đến ngày 10/11/2023, giá cổ phiếu QNS đã tăng tăng 41.5%, cao hơn đáng kể so với mức tăng của VNIndex là 5.5%. Tăng trưởng lợi nhuận vượt kỳ vọng được xem là yếu tố hỗ trợ tích cực lên diễn biến giá cổ phiếu QNS trong năm 2023. Bên cạnh đó, triển vọng tăng trưởng dài hạn của QNS đến từ việc tiêu thụ mảng sữa đậu nành tăng nhờ sự phục hồi của nền kinh tế, hưởng lợi từ thiếu hụt nguồn cung đường toàn cầu và chính sách bảo hộ trong nước và sản lượng điện sinh khối tăng được thúc đẩy bởi tiêu thụ điện ổn định.

Ở mức giá đóng cửa ngày 10/11/2023, QNS đang được giao dịch với mức P/E và P/B forward lần lượt là 8.4 lần và 2.1 lần, thấp hơn so với mức P/E và P/B bình quân là 11.6 lần và 2.5 lần.

### Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro biến động giá nguyên liệu đậu nành và giá bán đường:** Gần 70% nguyên liệu đậu nành của QNS là nhập khẩu nên chi phí đầu vào cho mảng sữa chịu tác động bởi tỷ giá và diễn biến giá đậu nành thế giới. Bên cạnh đó, trên 50% đường được tiêu thụ ở Việt Nam đến từ nhập khẩu, do đó, giá đường trong nước chịu tác động bởi giá đường nhập khẩu. Trong khi đó, biến động của giá đường cao hoặc thấp hơn dự kiến cũng sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận kỳ vọng của QNS.
- Rủi ro do biến đổi khí hậu:** Biến đổi khí hậu, cụ thể là hiện tượng El Nino tác động không tích cực tới vùng nguyên liệu mía của QNS, qua đó ảnh hưởng tới kết quả sản xuất đường và điện sinh khối của QNS.
- Rủi ro từ chính sách bảo hộ của chính phủ:** Năng lực sản xuất ngành đường của Việt Nam yếu hơn các nước trong khu vực do năng suất mía thấp và tỷ lệ chuyển đổi sang đường thấp. Vì vậy, khả năng cạnh tranh đường của QNS với đường nhập khẩu sẽ giảm xuống khi nhà nước gỡ bỏ chính sách chống bán phá giá, chống trợ cấp áp dụng đối với đường Thái Lan.

## Chỉ số tài chính

Kết quả kinh doanh	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	7,681	6,490	7,335	8,255	10,163	9,404
Giá vốn hàng bán	5,224	4,438	5,073	5,796	6,709	6,528
Lợi nhuận gộp	2,456	2,051	2,262	2,459	3,455	2,876
Tỷ suất lợi nhuận gộp	32.0%	31.6%	30.8%	29.8%	34.0%	30.6%
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	61	70	77	107	149	197
Chi phí lãi vay	77	71	66	83	98	100
Chi phí bán hàng và QLDN	1,000	888	946	1,100	1,125	1,177
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1,457	1,163	1,316	1,359	2,330	1,699
Lợi nhuận khác	33	38	53	44	48	46
Lợi nhuận trước thuế	1,519	1,225	1,439	1,505	2,522	1,937
Lợi nhuận sau thuế	1,268	1,012	1,254	1,287	2,018	1,550
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,268	1,012	1,254	1,278	1,998	1,534

Bảng cân đối kế toán	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>3,840</b>	<b>4,188</b>	<b>5,323</b>	<b>6,090</b>	<b>8,867</b>	<b>8,674</b>
Tiền và tương đương tiền	215	422	179	203	1,216	1,628
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,660	2,639	3,923	4,296	5,370	5,370
Các khoản phải thu ngắn hạn	281	264	386	587	740	538
Hàng tồn kho	661	844	816	947	1,470	1,073
Tài sản ngắn hạn khác	24	19	19	57	71	66
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>5,208</b>	<b>4,963</b>	<b>4,552</b>	<b>4,176</b>	<b>3,842</b>	<b>3,374</b>
Phải thu dài hạn	1	0	1	0	0	0
Tài sản cố định	4,157	3,807	4,285	3,914	3,485	3,043
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	2	2
Tài sản dài hạn khác	1,050	1,155	266	262	356	329
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>9,048</b>	<b>9,150</b>	<b>9,876</b>	<b>10,266</b>	<b>12,709</b>	<b>12,048</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2,578</b>	<b>2,545</b>	<b>2,781</b>	<b>2,802</b>	<b>4,065</b>	<b>2,918</b>
Nợ ngắn hạn	2,553	2,517	2,710	2,750	4,014	2,871
Nợ dài hạn	25	28	71	52	51	47
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,470</b>	<b>6,605</b>	<b>7,095</b>	<b>7,465</b>	<b>8,645</b>	<b>9,130</b>
Vốn điều lệ	3,569	3,569	3,569	3,569	3,569	3,569
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>9,048</b>	<b>9,150</b>	<b>9,876</b>	<b>10,266</b>	<b>12,709</b>	<b>12,048</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,645	1,108	1,476	1,386	564	1,670
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,512)	(56)	(1,274)	(322)	(147)	350
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(336)	(845)	(445)	(1,041)	44	(2,100)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(203)	207	(243)	24	461	(80)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	418	215	422	179	203	1,216
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	215	422	179	203	663	1,136

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. Báo cáo này không phải là báo cáo phục vụ cho nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán theo quy định pháp luật. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS.

### Economist

Phan Thị Liên

028 7301 3839 (Ext 574)

lienpt@tps.com.vn

### Head of Research

Ngô Thị Lệ Thanh

028 7301 3839 (Ext 121)

thanhntl@tps.com.vn

## LIÊN HỆ

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG (TPS)



028 7301 3839



tt.pt@tpbs.com.vn



<https://www.tpbs.com.vn/>