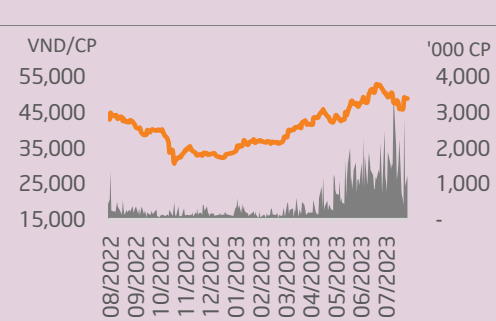


Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	59,300
Lợi nhuận kỳ vọng	18.1%
Giá ngày 07/09/2023	50,200

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)	17,346
SLCP lưu hành (triệu CP)	301
KLGD BQ 3 tháng (nghìn CP)	508
Freefloat	75.0%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,569
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	16.32%
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.

Hưởng lợi do thiếu hụt nguồn cung đường toàn cầu

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2023 tích cực nhờ sản lượng đường và giá bán đường tăng.

Doanh thu thuần 6T.2023 đạt 5,282 tỷ đồng, tăng 31.64%yoy, đạt 62.9% kế hoạch. Trong đó, mảng đường đóng góp 42%, tăng 163.6% nhờ sản lượng đường tiêu thụ lên tới 120 nghìn tấn (+126%yoy) và giá đường lên mức 20,000 đồng/kg (+12%yoy và +10%ytd); mảng sữa đậu nành đóng góp 37.4%, giảm 7.35%yoy và mảng khác (gồm điện sinh khối, nước khoáng, bia, bánh ngọt...) đóng góp 20.5% doanh thu 6T.2023 của QNS. Tỷ suất lợi nhuận gộp 6T.2023 đạt 30.15%, tích cực hơn so với mức 28.38% 6T.2022. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) trên doanh thu thuần trong 6T.2023 ở mức 9.91%, cải thiện rất nhiều so với mức 13.26% ở 6T.2022. Lợi nhuận sau thuế 6T.2023 đạt 1,028 tỷ đồng, tăng 90.08%yoy nhờ lợi nhuận mảng đường và điện sinh khối tăng, hoàn thành 102.03% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.

Giá đường quốc tế và giá đường trong nước tiếp tục đi ngang nhưng vẫn duy trì ở mức giá cao.

Giá đường thế giới vẫn duy trì ở mức cao và bắt đầu tăng trở lại được hỗ trợ bởi thông tin sản lượng cung đường dự kiến giảm do chịu tác động bởi hiệu ứng thời tiết El Nino, các cuộc xung đột địa chính trị kéo dài và xu hướng các nước tăng cường sản xuất nhiên liệu sinh học Ethanol từ mía khi giá đầu tăng cao. Bên cạnh đó, giá đường sắp tới còn được thúc đẩy bởi thông tin Ấn Độ - quốc gia sản xuất đường lớn thứ hai thế giới, chiếm 20% tổng nguồn cung đường của thế giới niên vụ 2022-2023 sẽ cấm xuất khẩu đường kể từ tháng 10/2023.

Chiếm lĩnh thị phần sữa đậu nành và top doanh nghiệp sản xuất đường trong nước.

Sữa đậu nành của QNS (Vinasoy và Fami) chủ yếu được tiêu thụ ở thị trường nội địa (đặc biệt là nông thôn), chiếm khoảng 87.8% thị phần sữa đậu nành bao giấy và 17.6% thị phần sữa uống liền tại Việt Nam năm 2022. Đối với thị phần đường, đường QNS chiếm 17.5% sản lượng đường tiêu thụ cả nước năm 2022.

Triển vọng trung dài hạn: Mảng đường của QNS tiếp tục được hưởng lợi từ việc áp thuế chống phá giá & chống trợ cấp đối với đường nhập khẩu Thái Lan góp phần gia tăng biên lợi nhuận cho QNS. Bên cạnh đó, biến đổi khí hậu và xu hướng sản xuất xăng Ethanol ngày càng tăng sẽ ảnh hưởng tới nguồn cung đường toàn cầu trong thời gian tới. Giá đường vẫn sẽ được hưởng lợi nhờ tác động tích cực từ những yếu tố này.

Định giá: Chúng tôi kết hợp phương pháp DCF, P/E và P/B để đưa ra giá mục tiêu QNS là 59,300 đồng/cp, upside 18.1% so với giá đóng cửa 07/09/2023.

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.

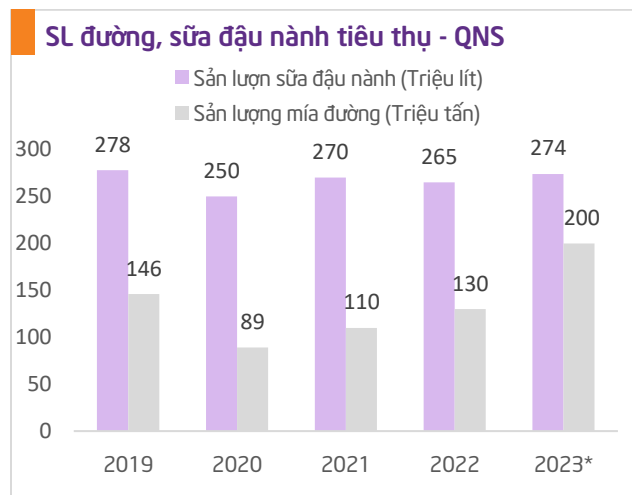
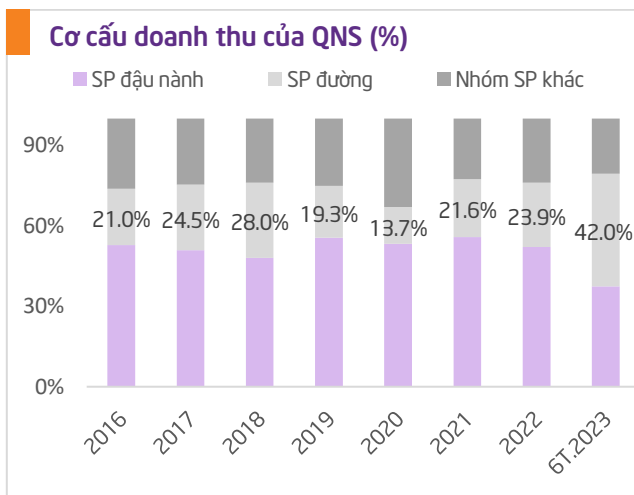
Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	7,335	8,255	10,163
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	2,262	2,459	3,066
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	946	1,100	1,263
EBITDA	Tỷ đồng	1,840	1,903	2,374
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	1,254	1,287	1,582
Biên lợi nhuận gộp	%	30.8%	29.8%	30.2%
Biên LNST	%	17.1%	15.6%	15.6%
ROE	%	18.3%	17.7%	20.7%
ROA	%	13.2%	12.8%	14.2%
EPS	VND	4,159	4,239	5,195
BV	VND	23,500	24,710	24,272
P/E	x	12.1	11.8	9.7
P/B	x	2.14	2.03	2.07

Kết quả kinh doanh 6T.2023 tích cực nhờ sản lượng đường và giá bán đường tăng.

- **Doanh thu thuần 6T.2023 đạt 5,282 tỷ đồng, tăng 31.64%yoy, tương đương đạt 62.9% kế hoạch doanh thu và 102.03% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.** Động lực chính tăng trưởng doanh thu đến từ mảng đường. Cụ thể là:
 - Sản lượng đường tiêu thụ của QNS khoảng 120 nghìn tấn trong 6T.2023 (+126%yoy). Động lực gia tăng chủ yếu là do ảnh hưởng của hiện tượng El Nino làm giảm sản lượng đường ở các nước sản xuất chính như Brazil, Ấn Độ, Thái Lan và xung đột Nga-Ukraine làm cho giá dầu tăng mạnh thúc đẩy sản xuất Ethanol từ mía đường cũng tăng lên.
 - Sản lượng mía tăng lên cũng góp phần làm tăng doanh thu từ mảng sinh khối và mạch nha tăng lên. Doanh thu thuần từ nhóm sản phẩm khác (bao gồm sinh khối và mạch nha) 6T.2023 đạt 1,084 tỷ đồng, tăng 4.71%yoy. Trong khi đó, doanh thu từ mảng kinh doanh sữa đậu nành giảm nhẹ, đạt 1,978 tỷ đồng, giảm 7.35%yoy. Nguyên nhân chủ yếu là do nền kinh tế toàn cầu khó khăn làm giảm nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành trong 6 tháng đầu năm 2023.
- **Lợi nhuận gộp 6T.2023 đạt 1,593 tỷ đồng, tăng 39.8%yoy.** Tỷ suất lợi nhuận gộp 6T.2023 đạt 30.15% tăng so với mức 28.38% của 6T.2022. Sự cải thiện về biên lợi nhuận gộp chủ yếu đến từ mảng sản xuất và kinh doanh đường nhờ sản lượng đường tiêu thụ tăng 126%yoy và giá bán tăng 12%yoy.
- Bên cạnh đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng sản xuất và kinh doanh sữa đậu nành cũng được cải thiện từ 39.5% trong 6T2022 lên 40.5% ở 6T2023 do giá nguyên liệu sản xuất sữa đậu nành giảm.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) trên doanh thu thuần trong 6T.2023 ở mức 9.91%, cải thiện rất nhiều so với mức 13.26% ở 6T.2022 nhờ doanh thu tăng mạnh.
- Lợi nhuận sau thuế 6T.2023 đạt 1,028 tỷ đồng, tăng 90.08% yoy nhờ lợi nhuận mảng đường và điện sinh khối tăng.

Tỷ VND	6T.2023	6T.2022	% YoY	% hoàn thành KH
Doanh thu thuần	5,282	4,012	31.6%	62.9%
- Đường	2,220	842	163.6%	
- Sữa đậu nành	1,978	2,135	-7.4%	
- Khác	1,084	1,035	4.7%	
Lợi nhuận gộp	1,593	1,139	39.8%	
- Đường	551	108	408.6%	
- Sữa đậu nành	800	843	-5.1%	
- Khác	242	187	29.0%	
Biên lợi nhuận gộp	30.2%	28.4%		
- Đường	24.8%	12.9%		
- Sữa đậu nành	40.5%	39.5%		
- Khác	22.3%	18.1%		
Chi phí SG&A	523	532	-1.7%	
- Chi phí SG&A/DTT	9.9%	13.3%		
Lợi nhuận từ HĐKD	1,144	645	77.5%	
Lãi/lỗ khác	84	37	126.8%	
Lợi nhuận sau thuế	1,028	541	90.1%	102.0%
Biên lợi nhuận ròng	19.5%	13.5%		

Nguồn: Fiiipro, TPS Research



Nguồn: QNS, TPS Research

Duy trì triển vọng tăng trưởng tích cực cho cả năm 2023

Đơn vị tính: tỷ đồng	2022	2023F	%yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	8,255	10,163	23.1%	Ước tính doanh thu thuần từ mảng đường tăng 79.3% yoy, mảng sữa đậu nành tăng 5.0%yoy.
- Đường	1,973	3,538	79.3%	Ước tính sản lượng đường tiêu thụ tăng 61.5%yoy và giá bán đường bình quân tăng 11.0%yoy.
- Sữa đậu nành	4,305	4,520	5.0%	Ước tính sản lượng sữa đậu nành tiêu thụ không đổi và giá bán sữa đậu nành bình quân tăng 5%yoy.
- Sản phẩm khác	1,977	2,160	6.0%	Nhờ sự tăng lên của điện sinh khối, mạch nha.
Lợi nhuận gộp	2,459	3,066	24.7%	Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện nhờ giá đường tăng và giá đầu vào sữa đậu nành giảm.
Biên lợi nhuận gộp	29.8%	30.2%		
Chi phí bán hàng và QLDN	1,100	1,263	14.8%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1,359	1,803	32.7%	
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	107	131	22.2%	Do lãi vay giảm
Lợi nhuận sau thuế	1,287	1,582	22.9%	

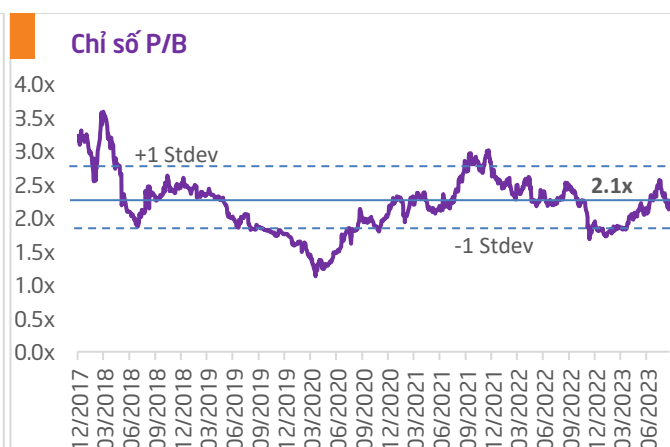
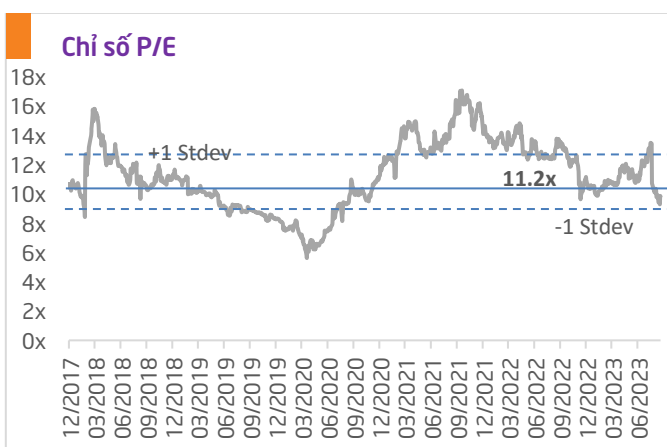
Nguồn: TPS Research

Định giá

- Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp DCF, P/E và P/B để đưa ra giá mục tiêu của QNS là **59,300 đồng/cp**, upside 18.1% so với giá đóng cửa ngày 07/09/2023. Theo đó, cổ phiếu QNS đang giao dịch ở mức P/E forward khoảng 9.7 lần thấp hơn mức trung bình 5 năm lịch sử 11.2 lần. Với triển vọng trong năm 2023, QNS là cổ phiếu có thể xem xét cho chiến lược trung dài hạn.

Phương pháp	Giá trị (VND/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
FCFF	62,520	60%	37,512
P/E	58,181	20%	11,636
P/B	50,972	20%	10,194
Giá mục tiêu		100%	59,300
SLCP lưu hành (triệu)			301
Giá thị trường (07/09/2023)			50,200
Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng			18.1%

Phương pháp P/E	Giá trị	Phương pháp P/B	Giá trị
EPS	5,195	Book value	24,272
P/E trung bình	11.2x	P/B trung bình	2.1x
P/E mục tiêu	11.2x	P/B mục tiêu	2.1x
P/E forward	9.7x	P/B forward	2.1x
Giá mục tiêu	59,434	Giá mục tiêu	51,249



Nguồn: TPS Research

Rủi ro:

- 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,

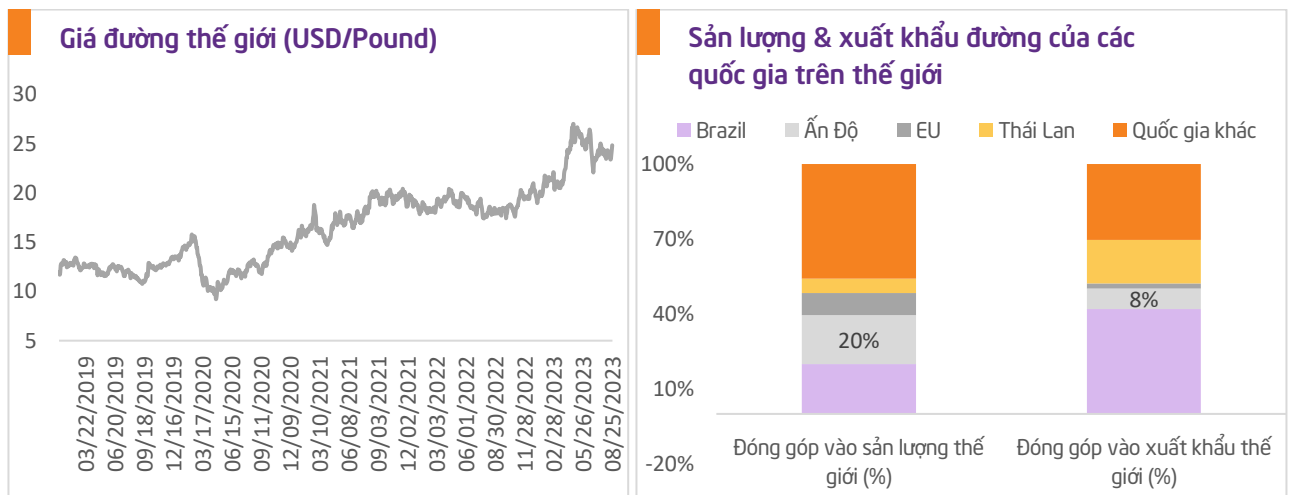
trên 50% đường được tiêu thụ ở Việt Nam đến từ nhập khẩu, do đó, giá đường trong nước chịu tác động bởi giá đường nhập khẩu.

- **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.

Phụ lục: Đánh giá triển vọng giá đường

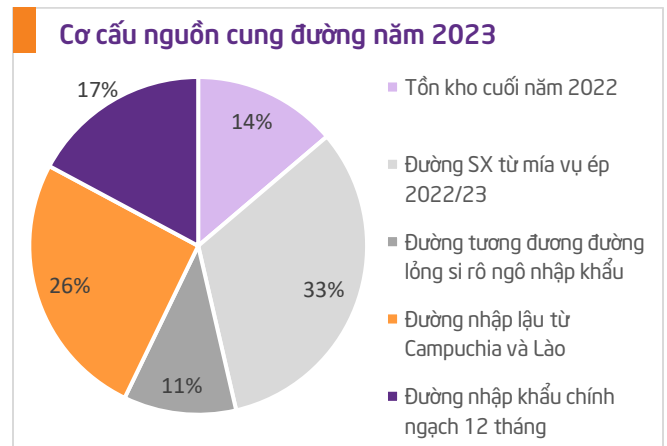
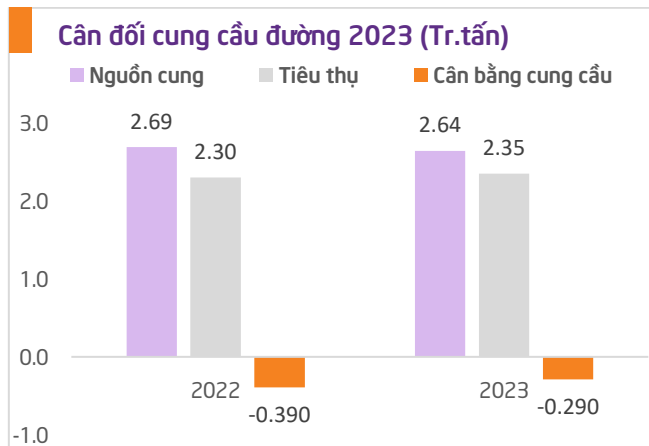
Giá đường quốc tế dự kiến ở mức cao, giá đường trong nước tiếp tục đi ngang nhưng vẫn duy trì ở mức giá cao.

- Giá đường thế giới bắt đầu tăng trở lại ở nửa đầu năm 2023 được hỗ trợ bởi thông tin sản lượng cung đường dự kiến giảm do chịu tác động bởi hiệu ứng thời tiết El Nino, các cuộc xung đột địa chính trị kéo dài và xu hướng các nước tăng cường sản xuất nhiên liệu sinh học Ethanol từ mía khi giá dầu tăng cao. Giá đường thế giới đạt đỉnh 12 năm vào trong tháng 4/2023 ở mức 27.3 US Cent/pound. Cụ thể, mua tại Brazil (chiếm 22% sản lượng đường của cả thế giới) đã làm chậm lại thời điểm bắt đầu thu hoạch mía vào tháng 4. Bên cạnh đó, El Nino cũng làm giảm sản lượng cung đường của các quốc gia khác như Ấn Độ, Thái Lan, Trung Quốc và Pakistan. Ngoài ra, quyết định cắt giảm bất ngờ 1.16 triệu thùng dầu/ngày của OPEC cũng khuyến khích việc hướng mía sang sản xuất ethanol. Điều này khiến phần mía dành cho sản xuất đường giảm, ảnh hưởng đến nguồn cung đường, đặc biệt là tại Brazil. Tuy nhiên, giá đường thế giới hạ nhiệt dần sau đó và giảm xuống mức thấp nhất là 22 US Cent/pound vào cuối tháng 6/2023 do Brazil bước vào vụ thu hoạch và nhu cầu đường toàn cầu chậm lại. Giá đường hồi phục kể từ tháng 6 đến nay do thời tiết không thuận lợi ở Thái Lan (quốc gia sản xuất đường lớn thứ 3 thế giới) có nguy cơ làm giảm nguồn cung ở nước này. Theo dự báo, thì đây là năm đầu tiên trong vòng 3 năm qua, sản lượng đường của Thái Lan bị giảm sút. Tại thời điểm hiện tại, giá đường thế giới đang được giao dịch ở mức 24.83 US Cent/pound, tăng 13% so với thời điểm thấp nhất vào tháng 6 và tăng 26% kể từ đầu năm. Giá đường được kỳ vọng vẫn duy trì ở mức cao trong năm 2023 do diễn biến thời tiết không thuận lợi và giá dầu vẫn sẽ neo ở mức cao. Bên cạnh đó, Ấn Độ, nước sản xuất đường lớn thứ hai trên thế giới, đóng góp gần 20% sản lượng đường thế giới niên vụ 2022 - 2023 dự kiến sẽ cấm xuất khẩu đường trong niên vụ tới, bắt đầu từ tháng 10/2023 cũng là yếu tố tích cực cho giá đường tăng trong thời gian tới.



Nguồn: TPS research tổng hợp

- Tương tự, giá đường trong nước cũng ghi nhận xu hướng tăng giá kể từ quý 2/2023 nhờ sự tăng mạnh của giá đường thế giới và chính sách chống bán phá giá, chống trợ cấp áp dụng đối với đường Thái Lan nhằm hỗ trợ doanh nghiệp sản xuất đường nội địa. Trong thời gian tới, khi giá đường thế giới vẫn còn neo ở mức cao thì giá đường của Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục tăng do đường nhập khẩu chiếm tới 54% nguồn cung đường của Việt Nam. Hơn nữa, nguồn cung đường từ kênh nhập lậu đang giảm dần do các cơ quan chức năng tăng cường kiểm tra. Nguồn cung đường từ kênh nhập khẩu chính ngạch cũng giảm xuống do giá đường thế giới neo cao và các biện pháp chống bán phá giá đối với đường Thái Lan.



Nguồn: Hiệp hội mía đường Việt Nam, TPS research tổng hợp

Chỉ số tài chính

Kết quả kinh doanh	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	7,681	6,490	7,335	8,255	10,163
Giá vốn hàng bán	5,224	4,438	5,073	5,796	7,097
Lợi nhuận gộp	2,456	2,051	2,262	2,459	3,066
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>32.0%</i>	<i>31.6%</i>	<i>30.8%</i>	<i>29.8%</i>	<i>30.2%</i>
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	61	70	77	107	131
Chi phí lãi vay	77	71	66	83	100
Chi phí bán hàng và QLDN	1,000	888	946	1,100	1,263
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1,457	1,163	1,316	1,359	1,803
Lợi nhuận khác	33	38	53	44	48
Lợi nhuận trước thuế	1,519	1,225	1,439	1,505	1,977
Lợi nhuận sau thuế	1,268	1,012	1,254	1,287	1,582
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,268	1,012	1,254	1,278	1,566

Bảng cân đối kế toán	2019	2020	2021	2022	2023F
Tài sản ngắn hạn	3,840	4,188	5,323	6,090	8,200
Tiền và tương đương tiền	215	422	179	203	435
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,660	2,639	3,923	4,296	5,370
Các khoản phải thu ngắn hạn	281	264	386	587	768
Hàng tồn kho	661	844	816	947	1,556
Tài sản ngắn hạn khác	24	19	19	57	71
Tài sản dài hạn	5,208	4,963	4,552	4,176	3,842
Tài sản cố định	4,157	3,807	4,285	3,914	3,485
Tài sản dài hạn khác	1,050	1,155	266	262	356
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	9,048	9,150	9,876	10,266	12,042
Nợ phải trả	2,578	2,545	2,781	2,802	4,195
Nợ ngắn hạn	2,553	2,517	2,710	2,750	4,144
Nợ dài hạn	25	28	71	52	51
Vốn chủ sở hữu	6,470	6,605	7,095	7,465	7,848
Vốn điều lệ	3,569	3,569	3,569	3,569	3,569
TỔNG NGUỒN VỐN	9,048	9,150	9,876	10,266	12,042

Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020	2021	2022	2023F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,645	1,108	1,476	1,386	829
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,512)	(56)	(1,274)	(322)	(927)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(336)	(845)	(445)	(1,041)	308
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(203)	207	(243)	24	209
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	418	215	422	179	203
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	215	422	179	203	412

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/>