

CTCP Đường Quảng Ngãi

(UPCOM: QNS)

Mảng đường tăng trưởng tích cực

Tăng tỷ trọng

(Bảo cáo lần đầu)

Giá mục tiêu:

42,700 VND

(+10.3%)

CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Huỳnh Hồng Hương, huong.hh@miraeasset.com.vn

Quan điểm đầu tư

Biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành dự kiến phục hồi và duy trì ở mức cao trong năm 2023.

Sữa đậu nành chiếm tỷ trọng 52.1% trong cơ cấu doanh thu 2022 của QNS. Đáp ứng xu hướng tiêu dùng các sản phẩm dinh dưỡng thực vật, T5/2022, QNS ra mắt sản phẩm sữa chua lên men thực vật VEYO thuộc phân khúc cao cấp. Chúng tôi kỳ vọng dòng sản phẩm mới sẽ hỗ trợ doanh thu mảng sữa tăng trưởng 4-5% hằng năm. Ngoài ra, USDA dự báo sản lượng đậu nành thế giới niên vụ 2022-2023 có thể đạt mức cao kỷ lục gần 390 triệu tấn (+8.4% CK) khi hầu hết các nước như Mỹ, Brazil và Argentina đều tăng diện tích thu hoạch. Nguồn cung tăng lên dự kiến sẽ được hấp thụ nhờ việc Trung Quốc mở cửa trở lại. Trong T12/2022, giá đậu nành trên sàn CBOT đã giảm khoảng 13% so với mức đỉnh T6/2022. Chúng tôi kỳ vọng giá đậu nành sẽ tiếp tục xu hướng đi ngang và biên lợi nhuận gộp mảng sữa sẽ nở rộng thêm 1.1 điểm phần trăm lên 41.8% trong 2023.

Mảng đường được hưởng lợi nhờ nỗ lực mở rộng vùng nguyên liệu và Quyết định 1514/QĐ-BCT ngày 01/08/2022 về chống bán phá giá.

Trong niên vụ 2022-2023, diện tích mía toàn vùng dự kiến tăng lên 25,060ha (+18.4% CK). Chúng tôi thận trọng dự phóng sản lượng mía toàn vùng trong niên vụ 2022-2023 đạt 1.4 triệu tấn (+18.5% CK), thấp hơn kế hoạch đề ra của QNS là 1.7 triệu tấn do loại trừ các yếu tố về thời tiết cũng như tình trạng cạnh tranh thu mua mía giữa các nhà máy đường. Bên cạnh đó, việc áp dụng các biện pháp chống lấn tránh phòng vệ thương mại đối với sản phẩm đường mía nhập khẩu từ Thái Lan và 5 nước ASEAN (Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar) với tổng mức thuế là 47.64% đến T6/2026, được kỳ vọng sẽ tác động tích cực đến ngành đường nội địa trong dài hạn.

Tiềm năng M&A. Với vị thế chiếm khoảng 90% thị phần sữa đậu nành hộp giấy và 7% thị phần ngành sữa Việt Nam năm 2021, QNS là mục tiêu M&A của nhiều doanh nghiệp trong lĩnh vực tiêu dùng khi cơ cấu sở hữu còn phân mảnh và chưa có cổ đông chiến lược suốt nhiều năm. Đây có thể là chất xúc tác hỗ trợ giá cổ phiếu trong dài hạn.

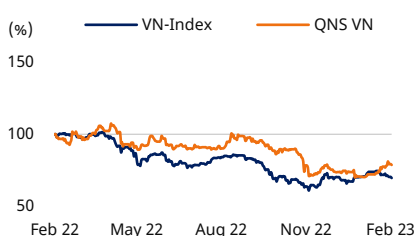
Cơ cấu tài chính lành mạnh. Hiện QNS đang hoàn tất quá trình đầu tư và bước vào giai đoạn tăng trưởng bền vững với chuỗi khép kín Mía - Đường - Điện. Dòng tiền tự do ổn định ở mức 1,000-1,500 tỷ hằng năm giúp công ty duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức cao trên 80% LNST. Nhìn chung, công ty có cơ cấu vốn khá an toàn khi tỷ lệ vay nợ ở mức thấp, chỉ chiếm 18.5% tổng tài sản tại cuối Q4/2022. Công ty không có nợ vay dài hạn.

Dự phóng & Định giá

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST công ty mẹ năm 2023 của QNS sẽ đạt lần lượt 9,240 tỷ đồng (+11.9% CK) và 1,344 tỷ đồng (+4.6% CK) nhờ các yếu tố chính: 1) tiêu thụ mảng sữa đậu nành duy trì ổn định và giá NVL có xu hướng giảm; 2) giá đường nội địa được hỗ trợ bởi Quyết định 1514 và sản lượng đường RS tăng nhờ nỗ lực mở rộng vùng nguyên liệu (+18.4% CK).

Chúng tôi khuyến nghị **Tăng tỷ trọng** cổ phiếu QNS với giá mục tiêu 12T dự kiến là 42,700 đồng (lợi nhuận kỳ vọng: +10.3%), tương đương với P/E mục tiêu 2023 là 9.7x (xấp xỉ mức trung bình 2 năm).

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (16/02/2023, VND)	38,700	Vốn hóa (tỷ đồng)	11,664
LNHD (23F, tỷ đồng)	1,472	SLCP lưu hành (triệu cp)	301
Tăng trưởng EPS (23F, %)	4.6%	Tỷ lệ tự do chuyển đổi (%)	57.1
Kỳ vọng thị trường (23F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	19.2
P/E (23F, x)	8.8	Beta (12M)	0.7
P/E thị trường (23F, x)	13.6	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	31,200
VN-Index	1,058	Cao nhất 52 tuần (đồng)	52,700

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	12.2	-15.9	-17.7
Tương đối	14.9	0.7	11.4

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,681	6,490	7,335	8,259	9,240	9,820
LNHD (tỷ đồng)	1,457	1,163	1,316	1,356	1,472	1,505
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,292	1,053	1,254	1,285	1,344	1,386
EPS (đồng)	4,200	3,459	4,117	4,219	4,414	4,551
ROE (%)	21.9	16.1	18.3	17.6	17.8	17.8
P/E (x)	9.2	11.2	9.4	9.2	8.8	8.5
P/B (x)	1.8	1.8	1.6	1.6	1.5	1.5
Cổ tức/thị giá (%)	7.8	6.5	7.8	7.8	7.8	7.8

Luận điểm đầu tư

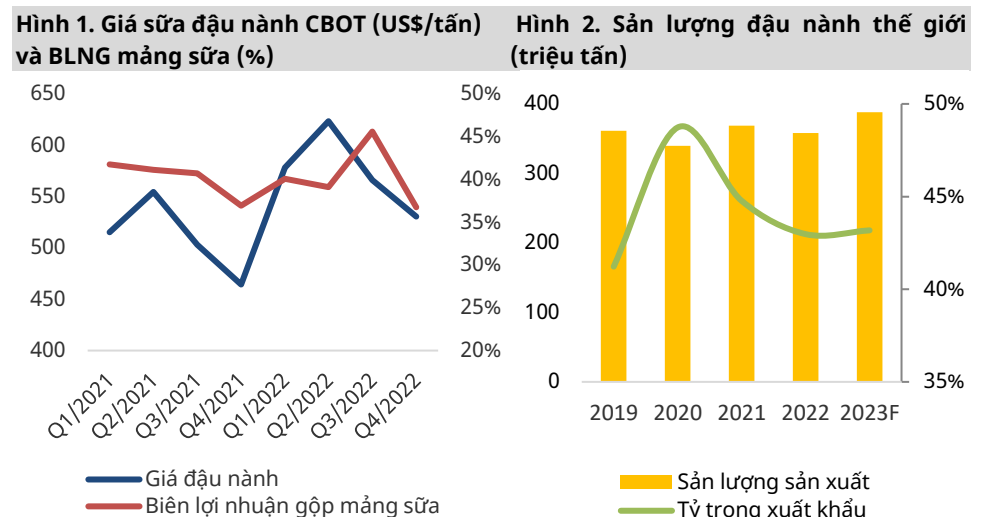
Biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành dự kiến phục hồi và duy trì ở mức cao trong năm 2023

Sữa đậu nành thường chiếm tỷ trọng phân nửa trong cơ cấu doanh thu của QNS. Đáp ứng xu hướng tiêu dùng các sản phẩm dinh dưỡng thực vật, T5/2022, QNS ra mắt sản phẩm sữa chua lên men thực vật VEYO thuộc phân khúc cao cấp. Chúng tôi kỳ vọng dòng sản phẩm mới sẽ đóng góp thêm khoảng 1-2% doanh thu mảng sữa hằng năm. Trong thời gian tới, QNS sẽ tiếp tục mở rộng hoạt động kinh doanh sữa đậu nành sang các thực phẩm thay thế thịt làm từ đậu nành.

Theo ban lãnh đạo Vinasoy, hiện vùng nguyên liệu đậu nành trong nước của QNS đạt khoảng 9,000ha (~24.3% diện tích đậu nành cả nước), đáp ứng khoảng 80% nhu cầu sản xuất doanh nghiệp. Công ty chỉ nhập khẩu 20% từ Canada nhằm mục đích phối trộn nâng cao chất lượng sản phẩm. Tuy nhiên, giá đậu nành nội địa vẫn có độ tương quan cao so với giá đậu nành thế giới khi Việt Nam vẫn đang phụ thuộc đến 90% nguồn nguyên liệu nhập khẩu. Trong T12/2022, giá đậu nành thế giới trên sàn CBOT đã giảm khoảng 13% so với mức đỉnh T6/2022 khi USDA dự báo sản lượng đậu nành thế giới niên vụ 2022-2023 có thể đạt mức cao kỷ lục gần 390 triệu tấn (+8.4% CK), cụ thể:

- (i) Brazil, quốc gia sản xuất và xuất khẩu đậu tương lớn nhất thế giới (chiếm gần 40% thế giới trong năm 2021), dự kiến sẽ thu hoạch khối lượng đậu tương kỷ lục là 153 triệu tấn, tăng đến 21% so với niên vụ trước.
- (ii) Hiện tượng thời tiết El Nino thường giúp cải thiện năng suất đậu nành toàn cầu trung bình từ 2-5%.

Nguồn cung tăng lên dự kiến sẽ được hấp thụ nhờ việc Trung Quốc mở cửa trở lại. Do khả năng tự chủ của quốc gia này cũng đang dần cải thiện, chúng tôi kỳ vọng giá đậu nành thế giới sẽ tiếp tục xu hướng đi ngang ở mức hiện tại và biên lợi nhuận gộp mảng sữa sẽ mở rộng thêm 1.1 điểm phần trăm lên 41.8% trong 2023.



Nguồn: Bloomberg, USDA, Mirae Asset Vietnam Research

Mảng đường được hưởng lợi nhờ nỗ lực mở rộng vùng nguyên liệu và Quyết định 1514/QĐ-BCT ngày 01/08/2022 về chống bán phá giá

Trong niên vụ 2022-2023, diện tích canh tác mía toàn vùng tăng lên 25,060ha (+18.4% CK). Chúng tôi thận trọng dự phóng sản lượng mía sản xuất trong niên vụ 2022-2023 đạt khoảng 1.4 triệu tấn (+18.5% CK), thấp hơn kế hoạch đề ra của QNS là 1.7 triệu tấn do loại trừ các yếu tố về thời tiết cũng như tình trạng cạnh tranh thu mua mía nguyên liệu giữa các nhà máy đường.

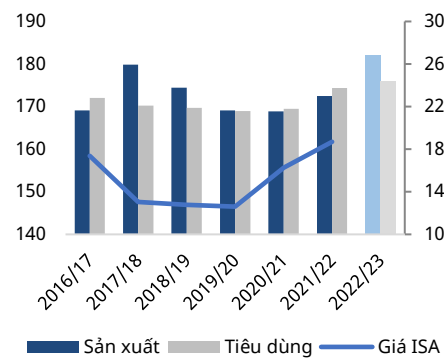
Bên cạnh đó, ngày 01/08, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 1514 áp dụng các

biện chống lẫn tránh phòng vệ thương mại đối với một số sản phẩm đường mía nhập khẩu từ Thái Lan và 5 nước ASEAN (Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar) với tổng mức thuế là 47,64% cho đến T6/2026. Sau khi chính sách được áp dụng, nguồn cung từ các loại đường có nguồn gốc nhập khẩu đã có phần giảm bớt. So với lượng nhập khẩu chính ngạch 10T2021, lượng nhập khẩu 10T2022 đạt khoảng 90%, tương đương hơn 1 triệu tấn (theo Tổng cục Hải Quan Việt Nam). Lượng đường nhập lậu vẫn hoành hành trong năm 2022, tuy nhiên, tình trạng này dự kiến sẽ cải thiện trong 2023 nhờ tăng cường các hoạt động kiểm soát. Chúng tôi kỳ vọng chính sách sẽ tác động tích cực đến ngành đường nội địa trong dài hạn.

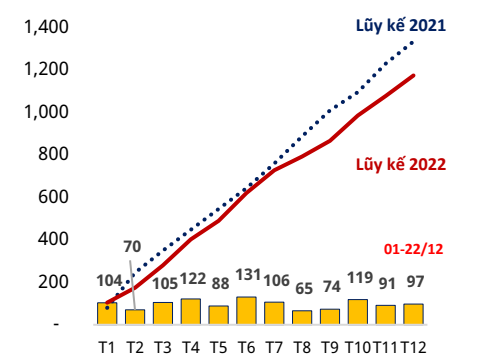
Ngoài ra, giá đường thô thế giới đang neo ở mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây nhờ được hỗ trợ bởi nhu cầu ethanol tăng. Tuy nhiên, xu hướng tăng giá có thể bị cản trở khi thời tiết ở các quốc gia xuất khẩu đường lớn như Brazil và Ấn Độ thuận lợi hơn, khiến cân bằng cung-cầu đường toàn cầu niên vụ 2022-2023 được dự báo sẽ đạt mức thặng dư kỷ lục với khoảng 6 triệu tấn. Theo đó, giá đường nội địa thời gian tới sẽ chịu áp lực giảm dưới tác động của thị trường quốc tế, nhưng chúng tôi kỳ vọng sẽ duy trì trên mức 16,000 đồng/kg nhờ hỗ trợ của chính sách chống bán phá giá. Biên lợi nhuận gộp mảng đường dự kiến sẽ tiếp tục chịu ảnh hưởng bởi chi phí thu mua mía nguyên liệu gia tăng nhằm mục đích khuyến khích nông dân khôi phục vùng nguyên liệu mía.

Dựa vào các yếu tố trên, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu mảng đường sẽ đạt mức 38% CK và biên lợi nhuận gộp giảm 3.1 điểm phần trăm xuống 16% trong năm 2023.

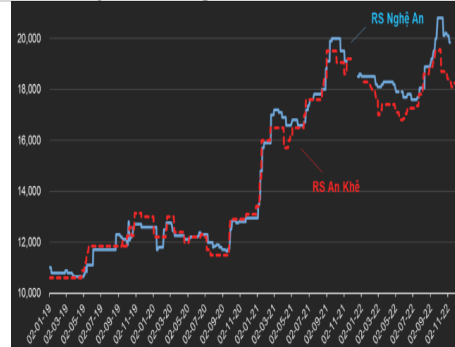
Hình 3. Cung-cầu đường (triệu tấn) và giá đường (cents/lb) thế giới



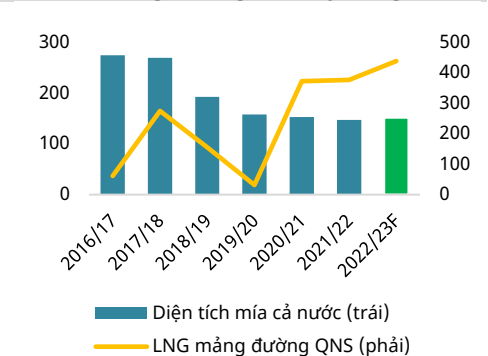
Hình 4. Sản lượng đường nhập khẩu vào Việt Nam theo tháng 2022 (nghìn tấn)



Hình 5. Giá bán đường RS An Khê tại nhà máy (VND/kg)



Hình 6. Diện tích mía cả nước (nghìn ha) và LNG mảng đường QNS (tỷ đồng)



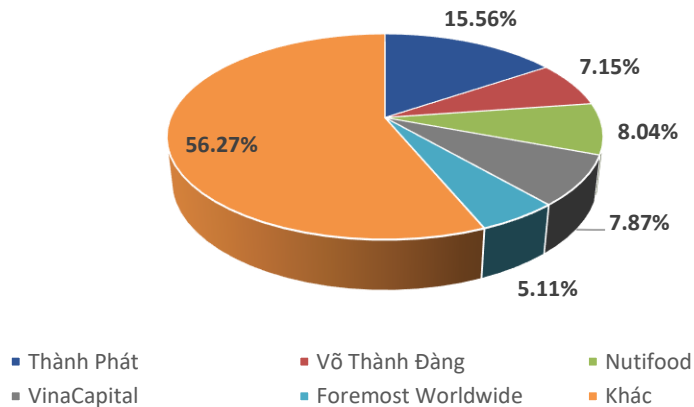
Nguồn: Bloomberg, USDA, Agromonitor, Mirae Asset Vietnam Research

Tiềm năng M&A

Với vị thế chiếm khoảng 90% thị phần sữa đậu nành hộp giấy và 7% thị phần ngành sữa Việt Nam năm 2021, QNS là mục tiêu M&A của nhiều doanh nghiệp trong lĩnh vực tiêu dùng khi cơ cấu sở hữu còn phân mảnh và chưa có cổ đông chiến lược suốt nhiều năm. Đây có thể là chất xúc tác hỗ trợ giá cổ phiếu trong dài hạn. Hiện cổ đông lớn nhất của QNS là công ty TNHH MTV TM Thành Phát, nắm giữ 15.6%. Tuy nhiên, Thành Phát lại là

công ty con do QNS sở hữu 100% vốn (kinh doanh các sản phẩm nước giải khát, bia và tiêu thụ sản phẩm đường) nên số cổ phần này cũng như cổ phiếu quỹ của công ty.

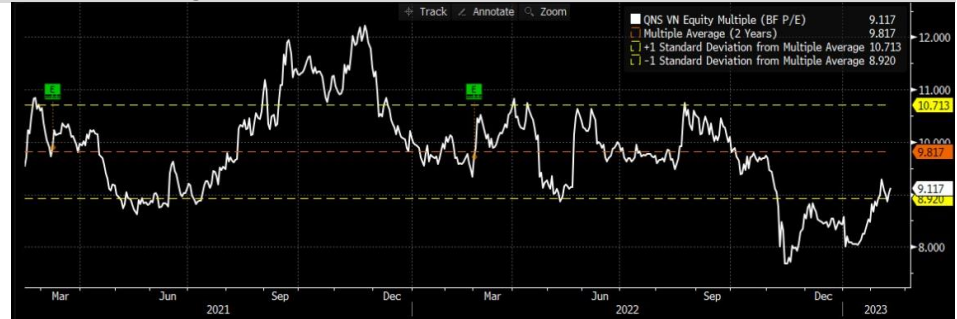
Hình 7. Cơ cấu cổ đông của QNS tại ngày 20/12/2022



Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset Vietnam Research

Chúng tôi cho rằng P/E dự phóng 2023 của QNS ở vùng tương đối hấp dẫn là 9.7x (xấp xỉ mức trung bình 2 năm).

Hình 8. P/E trung bình 2 năm của QNS



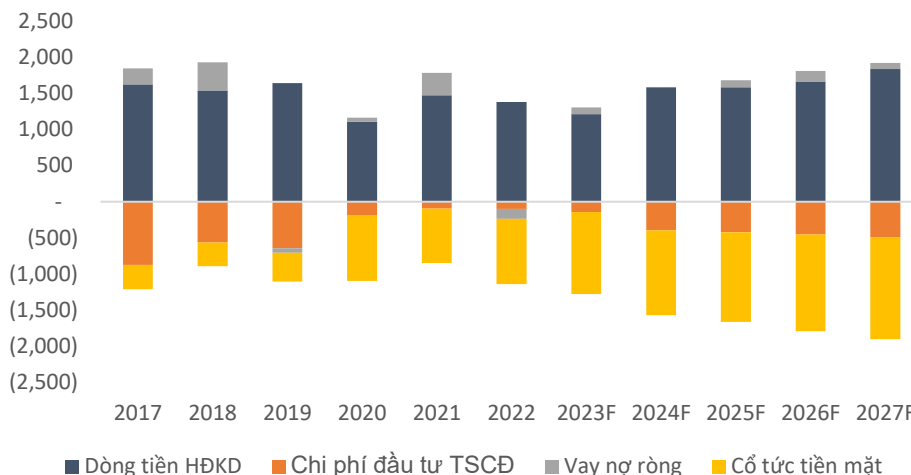
Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu tài chính lành mạnh

Hiện các dự án đầu tư lớn của QNS đã cơ bản hoàn thiện và công ty đang bước vào giai đoạn tăng trưởng bền vững với chuỗi khép kín Mía - Đường - Điện. Tại cuối Q4/2022, công ty có cơ cấu vốn khá an toàn khi tỷ lệ vay nợ ở mức thấp, chỉ chiếm 18.5% tổng tài sản. Công ty không có nợ dài hạn. Tiền mặt ròng (sau khi trừ các khoản vay) đạt 2,603 tỷ, chiếm 25.4% tổng tài sản. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ Tiền mặt ròng/ Tổng tài sản sẽ tiếp tục tăng trưởng hằng năm trong giai đoạn 2023-2027 và duy trì ở mức trên 30% tổng tài sản.

Với giả định công ty không đầu tư các dự án lớn trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi kỳ vọng công ty duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức cao trên 80% LNST nhờ dòng tiền tự do ổn định ở mức 1,000-1,500 tỷ hằng năm.

Hình 9. Lưu chuyển dòng tiền trong giai đoạn 2017-2027F (tỷ đồng)



Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Dự phóng & Định giá

1. Điểm nổi bật 2022

Kết quả kinh doanh:

Trong 2022, QNS ghi nhận tổng doanh thu hợp nhất (bao gồm doanh thu tài chính và các hoạt động khác) đạt 8,558 tỷ đồng (+13% CK) và LNST đạt 1,285 tỷ đồng (+2.5% CK), hoàn thành lần lượt 107% và 127% kế hoạch năm do các yếu tố:

- Nhờ kinh tế Việt Nam dần phục hồi, QNS ghi nhận doanh thu thuần năm 2022 tăng 12.6% CK, đạt 8,259 tỷ đồng. Đáng lưu ý, doanh thu thuần tăng mạnh 25% CK trong Q4/2022. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp cả năm lại giảm từ 30.8% xuống 29.8% do tăng chi phí nguyên vật liệu và khấu hao dây chuyền đường tinh luyện RE mới.
- Do chi phí bán hàng tăng mạnh 25.4% CK (chủ yếu đến từ mảng sản phẩm sữa chua thực vật ra mắt trong Q3/2022), lợi nhuận hoạt động cả năm chỉ tăng nhẹ 3.1% CK.
- Lợi nhuận tài chính tăng mạnh 40% CK đạt 107 tỷ đồng, chủ yếu nhờ khoản cổ tức được chia đạt 140 tỷ đồng từ công ty con.
- Lợi nhuận hoạt động khác đạt 39 tỷ đồng (-15.9%). QNS đã ghi nhận gần 60% số tiền nộp phạt của nhà máy điện sinh khối An Khê trong 2022, tương đương 427 triệu đồng.

Tình hình tài chính:

- Tại cuối Q4/2022, quy mô tổng tài sản của QNS tăng nhẹ 3.9% lên 10,261 tỷ đồng, chủ yếu nhờ các khoản tiền mặt và tiền gửi ngân hàng (chiếm 43.8% tổng tài sản) tăng 9.7% lên 4,499 tỷ đồng.
- Dư nợ vay (không có nợ dài hạn) giảm 6.7% so với 2021, còn 1,896 tỷ đồng (lần lượt chiếm tỷ trọng 18.5% và 25.4% cơ cấu tổng tài sản và vốn chủ sở hữu).

Bảng 1. Báo cáo kết quả kinh doanh 2022

(Tỷ đồng)	2021	2022	CK
Doanh thu thuần	7,335	8,259	12.6%
Giá vốn hàng bán	5,073	5,799	14.3%
Lợi nhuận gộp	2,262	2,460	8.8%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>30.8%</i>	<i>29.8%</i>	
Chi phí bán hàng	694	871	25.4%
Chi phí quản lý	253	234	-7.4%
<i>Chi phí SG&A/Doanh thu thuần</i>	<i>12.9%</i>	<i>13.4%</i>	

Lợi nhuận từ HĐKD	1,316	1,356	3.1%
<i>Biên lợi nhuận từ HĐKD</i>	<i>17.9%</i>	<i>16.4%</i>	
EBITDA	1,789	1,845	3.1%
<i>Biên EBITDA</i>	<i>24.4%</i>	<i>22.3%</i>	
Lợi nhuận ròng tài chính	77	107	40%
Lợi nhuận khác	47	39	-15.9%
Lợi nhuận trước thuế	1,439	1,503	4.4%
Lợi nhuận sau thuế	1,254	1,285	2.5%
<i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>	<i>17.1%</i>	<i>15.6%</i>	

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

2. Tóm tắt dự phóng

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST 2023 của QNS lần lượt là 9,240 tỷ đồng (+11.9% CK) và 1,344 tỷ đồng (+4.6% CK). Trong giai đoạn 2023-2027, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST của QNS sẽ đạt CAGR lần lượt là 6.8% và 5.5%, dựa trên các giả định chính:

- Trong giai đoạn 2023-2027, doanh thu thuần mảng sữa được dự phóng tăng trưởng thận trọng ở mức 5.1% CK, tương ứng với mức giá bán 2% CK và sản lượng 3% CK. Đối với mảng đường, trong 2023, doanh thu thuần được dự phóng tăng trưởng ở mức 38% CK nhờ vùng nguyên liệu mía tiếp tục được mở rộng (+18.4% CK). Giá bán bình quân dự kiến giảm 5% trong bối cảnh dư cung toàn cầu. Trong giai đoạn 2024-2027, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng đường tăng trưởng bình quân trên 10%/năm. Đối với mảng điện sinh khối, chúng tôi kỳ vọng sẽ đem về cho QNS trung bình 300 tỷ đồng hằng năm, tương ứng với CAGR doanh thu đạt 8.6% trong giai đoạn dự phóng.
- Trong 2023, biên lợi nhuận gộp của công ty được dự phóng giảm 0.5 điểm phần trăm xuống 29.3%, do: 1) Biên lợi nhuận gộp mảng sữa được nới rộng thêm 1.1% và đạt 41.8% trong 2023 nhờ tăng giá bán, cơ cấu sản phẩm và giá nguyên liệu đậu nành giảm. Tuy nhiên, tỷ trọng đóng góp của mảng này dự kiến giảm từ 52.1% xuống 48.1%; 2) Biên lợi nhuận gộp mảng đường giảm 3 điểm phần trăm xuống 16% do giá mía đầu vào tiếp tục tăng 100-150 nghìn đồng/tấn mía nhằm đảm bảo lợi nhuận cho nông dân và 3) Biên lợi nhuận gộp mảng điện sinh khối đạt 23.2% với giả định giá thu mua nguyên liệu đầu vào ngoài mía đường (dăm gỗ, mùn cưa,...) đạt trung bình 900 nghìn đồng/tấn. Trong giai đoạn 2024-2027, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp các mảng không biến động nhiều so với 2023.
- Nợ dài hạn kỳ vọng không phát sinh thêm với giả định không có dự án đầu tư lớn nào trong giai đoạn dự phóng.
- Thuế suất TNDN duy trì ở mức 15-16%, chủ yếu nhờ mảng đường được miễn thuế do sản xuất ở địa bàn có điều kiện kinh tế khó khăn.

Bảng 2. Dự phóng KQKD 2022-2027F

(Tỷ đồng)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu hợp nhất	8,259	9,240	9,820	10,506	11,310	12,027
Sữa đậu nành	4,305	4,477	4,703	4,941	5,191	5,454
Đường	1,973	2,723	3,020	3,398	3,868	4,250
Điện sinh khối	297	307	328	358	397	427
Khác	1,685	1,734	1,768	1,808	1,853	1,896
Giá vốn hàng bán	5,798	6,532	7,002	7,513	8,097	8,628
Sữa đậu nành	2,553	2,608	2,740	2,878	3,024	3,177
Đường	1,597	2,286	2,558	2,861	3,224	3,530
Điện sinh khối	287	236	272	308	345	381
Khác	1,361	1,403	1,432	1,466	1,504	1,540
Lợi nhuận gộp	2,461	2,708	2,818	2,992	3,213	3,399
Chi phí SG&A	1,104	1,235	1,313	1,405	1,512	1,608
Lợi nhuận từ HĐKD	1,356	1,472	1,505	1,587	1,701	1,791
EBITDA	1,845	1,972	2,026	2,140	2,287	2,412
Doanh thu tài chính	191	172	189	199	211	225

Chi phí tài chính	84	78	80	82	87	92
Lợi nhuận tài chính	107	93	109	117	124	133
Doanh thu khác	44	45	47	49	52	54
Chi phí khác	4	7	7	8	8	9
Lợi nhuận khác	39	38	40	42	43	46
Lợi nhuận từ cty liên kết	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1,503	1,603	1,653	1,746	1,868	1,970
Thuế TNDN	218	259	268	278	290	302
Lợi nhuận sau thuế	1,285	1,344	1,386	1,467	1,578	1,667
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế cty mẹ	1,285	1,344	1,386	1,467	1,578	1,667

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

3. Định giá

Bảng 3. Dự phóng FCFF từ 2022-2027F

(Tỷ đồng)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận sau thuế cổ đông cty mẹ	1,285	1,344	1,386	1,467	1,578	1,667
Trước thay đổi Vốn lưu động	1,832	1,896	1,959	2,074	2,221	2,350
Thay đổi Vốn lưu động	(731)	(634)	(323)	(438)	(502)	(457)
Chi phí Tài sản cố định	(99)	(120)	(367)	(381)	(397)	(412)
Dòng tiền thuần Doanh nghiệp (FCFF)	1,002	1,142	1,269	1,254	1,323	1,480

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 4. Định giá DCF

Giá trị hiện tại từ 2023-2027	4,373
WACC	14.0%
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn	1.0%
Hiện giá của giá trị cuối cùng	5,946
Giá trị cuối cùng/ Tổng giá trị DN	57.6%
Tổng giá trị DN	10,319
Nợ ròng	-3,044
Giá trị Vốn chủ sở hữu	13,363
Số lượng cổ phiếu lưu hành	301,405,350
Giá trị mỗi cổ phiếu	44,335

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn của QNS là 1%, phản ánh tốc độ tăng trưởng chậm lại của thị trường nội địa do cạnh tranh khốc liệt. Chi phí nợ vay là 5.0% do phần lớn các khoản nợ của công ty là ngắn hạn.

Bảng 5. Định giá Tương đối

	2023F
EPS dự phóng	4,414
P/E mục tiêu	9.3
Giá trị mỗi cổ phiếu (P/E)	41,054

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 6. Kết quả tổng hợp

Phương pháp định giá	Kết quả	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	44,335	50%	22,167
P/E	41,054	50%	20,527
Giá trị trung bình mỗi cổ phiếu			42,694

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Kết hợp cả hai phương pháp DCF (50.0%) và P/E (50.0%), giá trị nội tại của QNS trên mỗi cổ phiếu tương đương với 42,700 đồng (+10.3% tiềm năng tăng giá).

Rủi ro

1. Biến động chi phí nguyên vật liệu (đậu nành, đường,...) do bất ổn chính trị thế giới.
2. Tác động của hiện tượng El Nino làm năng suất mía giảm nhiều hơn mức dự phóng thận trọng là 62 tấn/ha, ảnh hưởng tiêu cực đến diện tích vùng mía nguyên liệu.
3. Tình hình buôn lậu đường tiếp tục diễn biến phức tạp, gây sức ép lên giá bán đường nội địa và làm ảnh hưởng đến doanh thu QNS.
4. Cạnh tranh trong thị trường sữa thực vật. Người tiêu dùng có nhiều lựa chọn thay thế đậu nành như: sữa hạnh nhân, sữa dừa, sữa gạo...

CTCP Đường Quảng Ngãi (HOSE: QNS)

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh

(VND tỷ)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	7,335	8,259	9,240	9,820
Giá vốn hàng bán	5,073	5,799	6,532	7,002
Lợi nhuận gộp	2,262	2,460	2,708	2,818
Chi phí SG&A	946	1,104	1,235	1,313
Lợi nhuận HĐKD (đ/c)	1,316	1,356	1,472	1,505
Lợi nhuận HĐKD	1,316	1,356	1,472	1,505
Lợi nhuận Phi HĐKD	124	147	131	148
Doanh thu tài chính	143	191	172	189
Chi phí tài chính	66	84	78	80
Lợi nhuận tài chính	77	107	93	109
Lợi nhuận khác	47	39	38	40
Lợi nhuận từ CT liên doanh, liên kết	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1,439	1,503	1,603	1,653
Thuế TNDN	186	218	259	268
Lợi nhuận từ Hoạt động Tiếp diễn	1,439	1,503	1,603	1,653
Lợi nhuận từ Hoạt động không liên tục	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	1,254	1,285	1,344	1,386
Lợi nhuận ròng cổ đông mẹ	1,254	1,285	1,344	1,386
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
EBITDA	1,789	1,845	1,972	2,026
FCFF (Dòng tiền thuần Doanh nghiệp)	355	1,002	1,142	1,269
Biên EBITDA (%)	24.4%	22.3%	21.3%	20.6%
Biên LNHĐKD (%)	17.9%	16.4%	15.9%	15.3%
Biên lợi nhuận ròng (%)	17.1%	15.6%	14.5%	14.1%

Bảng Lưu chuyển tiền tệ

(VND tỷ)	2021	2022	2023F	2024F
Dòng tiền thuần HĐKD	1,476	1,383	1,210	1,582
Lợi nhuận sau thuế	1,188	1,349	1,344	1,386
Trích lập dự phòng	3	1	-	(1)
Doanh thu từ CT liên kết	-	-	-	-
Khấu hao Tài sản cố định	474	490	500	521
Chi phí lãi vay ròng	0	1	-	-
Thay đổi Vốn lưu động	(189)	(457)	(634)	(323)
Thay đổi các Khoản phải thu	(0)	(55)	(1)	6
Thay đổi Hàng tồn kho	26	(131)	(83)	(34)
Thay đổi các Khoản phải trả	(119)	(33)	(3)	35
Điều chỉnh khác	(97)	(237)	(547)	(329)
Dòng tiền thuần HĐĐT	(1,274)	(319)	(143)	(398)
Thay đổi TSCĐ	(95)	(99)	(143)	(398)
Thay đổi Đầu tư CT liên kết	-	-	-	-
Thay đổi Tài sản Tài chính	(1,284)	(373)	-	-
Cổ tức & Tiền lãi nhận được	105	153	-	-
Dòng tiền thuần HĐTC	(445)	(1,041)	(1,038)	(1,170)
Thay đổi các khoản Vay	309	(136)	97	1
Thay đổi Vốn chủ sở hữu	-	-	-	-
Tiền trả cổ tức	(754)	(904)	(1,136)	(1,171)
Khác	-	-	-	-
Thay đổi tiền thuần trong kỳ	(243)	24	28	14
Tiền và tương đương tiền - Đầu kỳ	422	179	203	231
Tiền và tương đương tiền - Cuối kỳ	179	203	231	245

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng Cân đối kế toán

(VND tỷ)	2021	2022	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	5,323	6,084	6,767	7,149
Tiền và tương đương tiền	179	203	231	245
Khoản phải thu	84	129	129	123
Hàng tồn kho	816	948	1,031	1,067
Tài sản ngắn hạn khác	4,245	4,805	5,376	5,713
Tài sản dài hạn	4,552	4,177	3,830	3,707
Tài sản cố định hữu hình	4,274	3,906	3,527	3,378
Xây dựng cơ bản dở dang	47	33	37	39
Tài sản cố định vô hình	12	8	26	50
Tài sản dài hạn khác	220	230	240	240
Tổng tài sản	9,876	10,261	10,597	10,856
Nợ ngắn hạn	2,710	2,747	2,888	2,944
Khoản phải trả	364	479	475	509
Vay ngắn hạn	2,032	1,896	1,993	1,994
Nợ ngắn hạn khác	314	372	421	441
Nợ dài hạn	71	52	42	32
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	71	52	42	32
Tổng nợ	2,781	2,799	2,930	2,976
Vốn góp	3,088	3,088	3,088	3,088
Lợi nhuận chưa phân phối	3,368	3,698	3,872	4,062
Vốn khác	638	676	707	729
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	7,095	7,463	7,667	7,880

Dự phóng/Định giá

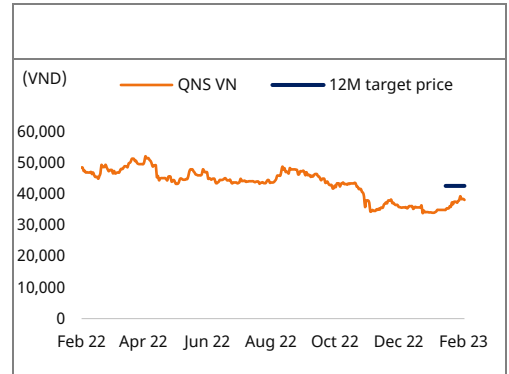
	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	9.4	9.2	8.8	8.5
P/B (x)	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBIT (x)	6.9	6.7	6.2	6.0
EV/EBITDA (x)	5.1	4.9	4.6	4.5
EPS (VND)	4,117	4,219	4,414	4,551
BPS (VND)	23,539	24,760	25,439	26,143
DPS (VND)	3,000	3,000	3,000	3,000
Tỷ lệ thanh toán cổ tức (%)	85.4%	83.4%	84.5%	84.5%
Tỷ suất cổ tức (%)	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
Tăng trưởng doanh thu (%)	13.0%	12.6%	11.9%	6.3%
Tăng trưởng EBITDA (%)	9.5%	3.1%	6.9%	2.7%
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động (%)	13.1%	3.1%	8.6%	2.3%
Tăng trưởng EPS (%)	19.0%	2.5%	4.6%	3.1%
Vòng quay Tài sản (x)	0.8	0.8	0.9	0.9
Vòng quay Khoản phải thu (x)	81.7	67.2	63.0	68.3
Vòng quay Hàng tồn kho (x)	6.1	6.6	6.6	6.7
Vòng quay Khoản phải trả (x)	13.5	13.6	13.5	14.0
ROA (%)	12.5%	12.3%	12.5%	12.5%
ROE (%)	18.3%	17.6%	17.8%	17.8%
ROIC (%)	14.6%	14.7%	15.5%	15.6%
Tỷ lệ Nợ phải trả/ Vốn chủ sở hữu (%)	39.2%	37.5%	38.2%	37.8%
Tỷ lệ Thanh toán Hiện hành (%)	196.4%	221.5%	234.3%	242.8%
Tỷ lệ Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (%)	-29.2%	-34.9%	-39.7%	-42.6%
Hệ số Thanh toán Lãi vay (x)	22.8	19.1	21.6	21.7

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Đường Quảng Ngãi	17/02/2023	Tăng tỷ trọng	42,700



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích 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. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các

khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060

Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336