

Đường Quảng Ngãi (QNS)

Được định giá lại nhờ triển vọng mảng đường

Thông trị thị trường sữa đậu nành Việt Nam

Với sự thống trị thị phần, mảng sữa đậu nành đạt tỷ suất lợi nhuận gộp cao trên 40% và đóng góp lần lượt 50% doanh thu và 70% lợi nhuận gộp cho QNS. Mảng này đã qua giai đoạn đầu tư vốn lớn, và đang mang về dòng tiền hoạt động gần 1,000 tỷ đồng/năm. Nếu có thể, Capex tiềm năng tiếp theo có thể là giai đoạn 2 của dự án nhà máy sữa đậu nành Bình Dương. Dòng tiền dồi dào trong những năm tiếp theo, giúp tăng mức cổ tức bằng tiền mặt cao hơn cho cổ đông.

Mảng đường đang bước vào chương mới

QNS nắm giữ diện tích trồng mía lớn nhất Việt Nam, đầu tiên là ở tỉnh Gia Lai (nhà máy An Khê) với 26,000 ha (có thể mở rộng lên 40,000 ha trong tương lai), năng suất 70 tấn/ha, thứ hai là ở Quảng Ngãi (nhà máy Phổ Phong) với 2,500 ha, năng suất 60 tấn/ha. Tuy nhiên, sau nhiều năm gặp khó khăn, năm 2023 là một năm bản lề với mảng đường, khi mà trong 6T23, mảng đường của QNS đạt 2.2 nghìn tỷ đồng doanh thu (+164% n/n) và 470 tỷ đồng LNST (+488% n/n) khi tổng lượng đường tiêu thụ đạt 120,000 tấn (+126% n/n) trong 6T23.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu về Đường Quảng Ngãi (QNS VN) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 65.900 đồng, mức tăng kỳ vọng 33.0% bằng việc sử dụng phương pháp DCF (50%) và PE (50%). QNS là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành F&B tại Việt Nam nhờ sự thống trị trong ngành sữa đậu nành Việt Nam và tiềm năng tăng trưởng dựa trên kỳ vọng về sự tiến bộ của ngành đường Việt Nam. Rủi ro của cổ phiếu QNS bao gồm đường nhập lậu và khả năng giá đường giảm mạnh.

	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh Thu (tỷ đồng)	7.335	8.255	10.069	10.058	10.470
LN hoạt động (tỷ đồng)	1.316	1.359	1.796	1.768	1.911
LNTT (tỷ đồng)	1.439	1.505	1.984	1.941	2.096
LN ròng (tỷ đồng)	1.254	1.287	1.684	1.643	1.768
EBITDA (tỷ đồng)	1.789	1.848	2.285	2.264	2.414
Nợ ròng (tỷ đồng)	(2.070)	(2.603)	(3.223)	(3.810)	(4.319)
Biên LNHD (%)	17,9	16,5	17,8	17,6	18,3
ROE (%)	18,3	17,7	21,8	20,0	20,3
Tỷ suất cổ tức (%)	4,3	5,1	15,0	15,4	14,3
EPS (đồng, adj.)	3.298	3.519	4.562	4.451	4.790
Tăng trưởng (% n/n)	16,7	6,8	29,6	(2,4)	7,6
BPS (đồng, adj.)	19.877	20.914	22.315	23.682	25.153
DPS (đồng, adj.)	2.113	2.533	3.302	3.222	3.468
PE (x)	15,0	14,1	10,9	11,1	10,4
PB (x)	2,5	2,4	2,2	2,1	2,0
EV/EBITDA (x)	8,7	8,2	6,3	6,1	5,5

Ghi chú: LN ròng, EPS và ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Khuyến nghị **Mua (lần đầu)**

Giá mục tiêu **65,900**

Lợi nhuận **+33.0%** (bao gồm 15% cổ tức bằng tiền)

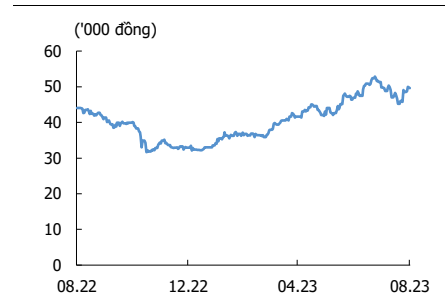
Thông kê

VNIndex (31/08, điểm)	1,222
Giá cp (31/08, đồng)	49,600
Vốn hóa (tỷ đồng)	17,704
SLCP lưu hành (triệu)	357
Caol/Tháp 52 tuần (đồng)	52,852/31,691
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	37
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	60.7/16.3
Cổ đông lớn (%)	
Công ty Thành Phát	15.56
Võ Thành Đăng	6.68
VinaCapital	6.54

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(0.4)	34.7	12.6
Tương đối với VNI (%p)	(0.8)	14.2	15.6

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Hoang Phung

Hoang.pm@kisvn.vn

Nội dung

I. Thống trị thị trường sữa đậu nành Việt Nam

- Mảng sữa đậu nành mang về dòng tiền ổn định
- Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mở rộng

II. Mảng đường đang bước vào một chương mới

- Giá đường thế giới và trong nước đều tăng mạnh
- Thuế nhập khẩu mới giúp doanh nghiệp mía đường hồi sinh
- Nhà máy sinh khối để hoàn thiện chuỗi giá trị

III. Dự báo lợi nhuận đi ngang trong giai đoạn 2024F-25F

- Lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2023F
- Tăng trưởng lợi nhuận có thể đi ngang trong năm 2024-25F

IV. Định giá và khuyến nghị

- Định giá: DCF, WACC, COE, PE
- Khuyến nghị
- Độ nhạy: WACC, tăng trưởng dài hạn
- So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tổng quan công ty

Nội dung báo cáo phân tích

- Mảng sữa đậu nành mang về dòng tiền dồi dào
- Mảng đường đang bước vào chương mới
- Khuyến nghị MUA dựa trên mức định giá hấp dẫn

I. Sự thống trị thị trường sữa đậu nành Việt Nam

1. Mảng sữa đậu nành mang về dòng tiền ổn định

Đường Quảng Ngãi (QNS) có 3 nhà máy sữa đậu nành trải dài 3 miền, Bắc Ninh - 180 triệu lít ở miền Bắc, Quảng Ngãi - 120 triệu lít ở miền Trung và Bình Dương - 90 triệu lít ở miền Nam. Sản lượng sản xuất đạt khoảng 265 triệu lít vào năm 2022, đạt gần 70% công suất. Các sản phẩm của công ty thuộc hai thương hiệu Fami và Vinasoy. Fami đóng góp khoảng 90% doanh số bán hàng, trong khi Vinasoy là thương hiệu cao cấp. QNS có kênh phân phối rộng khắp cả nước với 150 nhà phân phối và 170,000 điểm bán lẻ, tương đương với các ông lớn F&B khác như VNM, FrieslandCampina hay TH True Milk. QNS dẫn đầu thị trường sữa đậu nành đóng hộp với công suất 390 triệu lít/năm, chiếm khoảng 87% thị phần sữa đậu nành có thương hiệu (theo Nielsen), tương đương gần 40% tổng thị trường sữa đậu nành Việt Nam. Vẫn còn dư địa để tăng trưởng nhờ xu hướng chuyển đổi từ tiêu dùng sữa đậu nành không có thương hiệu sang có thương hiệu vẫn tiếp tục diễn ra, tuy nhiên xu hướng này không mạnh.

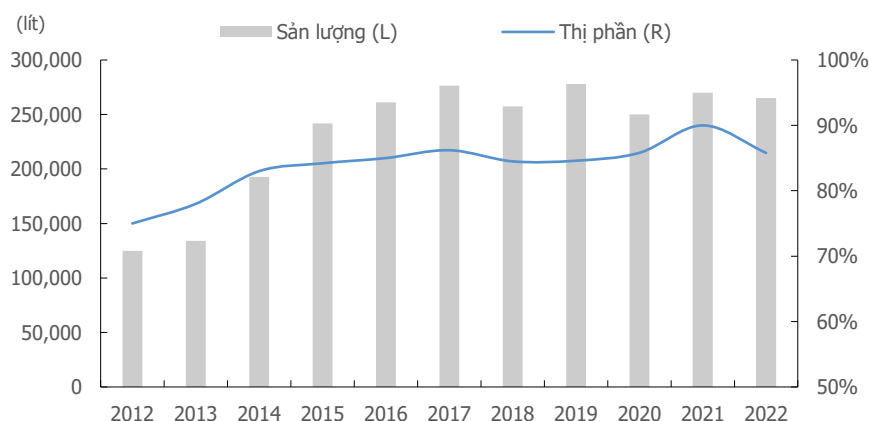
Kênh phân phối rộng khắp với 150 nhà phân phối và 170,000 điểm bán lẻ

Hình 1. Danh mục sản phẩm của QNS



Nguồn: QNS, KIS VN

Biểu đồ 1. Sản lượng và thị phần sữa đậu nành ổn định



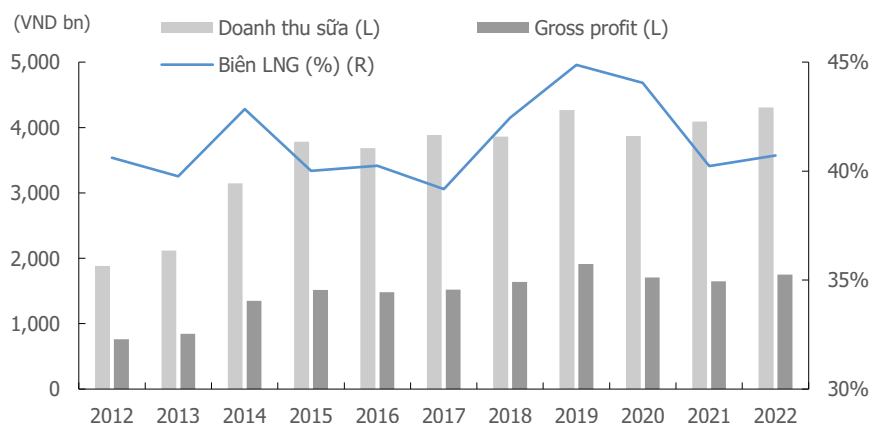
Nguồn: QNS, KIS VN

Với việc thống trị thị phần, mảng sữa đậu nành đạt tỷ suất lợi nhuận gộp rất cao trên 40% và đóng góp lần lượt 50% doanh thu và 70% lợi nhuận gộp cho QNS. Mảng sữa đậu nành đã qua giai đoạn đầu tư vốn lớn, vì vậy mang về dòng tiền hoạt động đều đặn, gần 1,000 tỷ đồng/năm. Nếu có, Capex tiềm năng tiếp theo có thể là giai đoạn 2 của dự án nhà máy sữa đậu nành Bình Dương. Dòng tiền được củng cố trong những năm tiếp theo, khả năng chia cổ tức bằng tiền mặt cao hơn cho cổ đông.

2. Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mở rộng

Trong cơ cấu chi phí sản xuất của mảng sữa đậu nành, bao bì và nguyên liệu đậu nành chiếm trên 70% giá vốn hàng bán, trong khi đó, khấu hao, chi phí nhân công lần lượt chiếm 15% và 10% giá thành sản xuất. QNS sử dụng nguyên liệu đậu nành chủ yếu nhập khẩu và một phần từ vùng trồng ở khu vực Tây Nguyên. Công ty hợp tác với nông dân đầu tư vùng trồng đậu nành, cung cấp giống đậu nành, chuyên môn kỹ thuật và hỗ trợ tự động hóa nhằm nâng cao chất lượng nguyên liệu.

Biểu đồ 2. BLN gộp sữa đậu nành co lại trong giai đoạn 2021-22



Nguồn: QNS, KIS VN

Giá đậu nành tương lai tiếp tục quỹ đạo tăng trong 6T23, lên 15 cent/ pound, cao hơn khoảng 70% so với mức trung bình trước đại dịch ảnh hưởng tiêu cực lên biên LNG của QNS giai đoạn 2021-22, giá đậu nành tăng chủ yếu do chi phí sản xuất tăng đột ngột trong môi trường lạm phát cao, đồng USD tăng mạnh và mức tồn kho của thế giới đã giảm đáng kể trong ba năm qua. Bên cạnh đó,

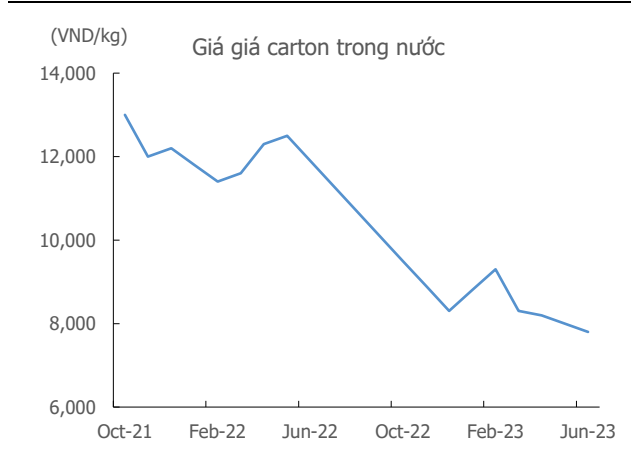
đà tăng giá đậu nành cũng được thúc đẩy bởi mối lo ngại về năng suất cây trồng ở Mỹ do điều kiện hạn hán, cùng với sự cải thiện về triển vọng tăng nhu cầu của Trung Quốc. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng giá đậu nành có thể hạ nhiệt trong giai đoạn 2024-25F khi mà các yếu tố trên được cải thiện. Ngoài ra, theo ban lãnh đạo QNS, công ty đã tiến hành tăng giá bán trung bình vào năm 2021-22 và tăng gần nhất 5% trong 6T23 để bù đắp giá đậu nành đầu vào cao. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của QNS có thể phục hồi trong năm 2024-25 do giá đậu nành và chi phí đóng gói giảm.

Biểu đồ 3. Giá đậu nành vẫn ở mức cao



Nguồn: Bloomberg, KIS VN

Biểu đồ 4. Chi phí đóng gói đã giảm mạnh

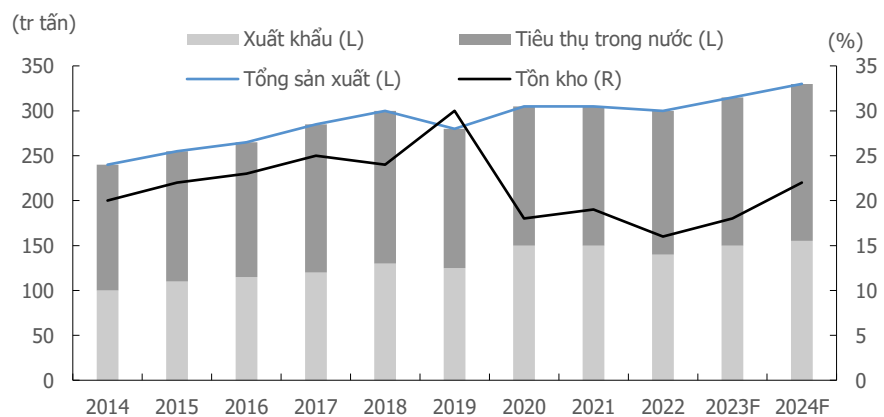


Nguồn: thitruonggiay.com, KIS VN

Nguồn cung dư thừa cùng với tồn kho được cải thiện có thể hạ nhiệt giá đậu nành

Chiến tranh Nga-Ukraine và hạn hán trên toàn thế giới vào năm 2021 kết hợp với nhu cầu cao từ Trung Quốc đã khiến giá hàng hóa nông nghiệp lên mức cao nhất trong nhiều năm, bao gồm cả đậu nành. Trung Quốc dự kiến sẽ nhập khẩu 96 triệu tấn năm 2023, tăng 4.8% so với niên vụ 2022. Tuy nhiên, nguồn cung tiềm năng dư thừa do bội thu vụ mùa 2023 của Brazil cùng với mức tồn kho đã được cải thiện có thể hạ nhiệt giá đậu nành. Theo USDA, sản lượng đậu nành thế giới trong niên vụ 2022/23 và 2023/24 dự kiến sẽ tăng lần lượt 4.7% n/n và 9.6% n/n, từ mức 358 triệu tấn trong niên vụ 2021/22. Brazil là nhà sản xuất đậu nành lớn nhất và sẽ dẫn đầu tăng trưởng sản xuất toàn cầu, ước tính sản lượng của Brazil tăng mạnh lần lượt là 18.1% n/n và 4.5% n/n trong mùa vụ 2022/23 và 2023/24, sẽ đạt 163 triệu tấn trong năm Mùa giải 2023/24. Ngoài ra, dự trữ đậu nành cuối kỳ dự kiến sẽ tăng nhẹ trong năm nay và tăng mạnh trong năm tới, nhờ sự thúc đẩy của Brazil và Trung Quốc.

Biểu đồ 5. Tồn kho đậu nành thế giới đang hồi phục



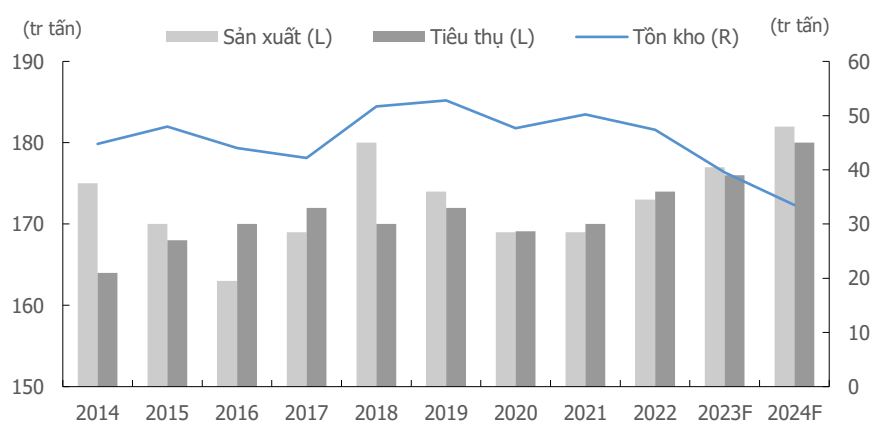
Nguồn: USDA, Korea Investment & Securities

II. Mảng đường bước vào chương mới

1. Giá đường thế giới và trong nước đều tăng mạnh

Giá đường tăng mạnh trong 2 năm qua do chi phí sản xuất tăng và nhu cầu sản xuất ethanol từ mía đường cao. Bên cạnh đó, lo ngại nguồn cung sụt giảm và hạn chế xuất khẩu tại các nước châu Á như Ấn Độ, Thái Lan do hiện tượng El Nino cũng thúc đẩy giá đường. Theo USDA, sản lượng đường toàn cầu dự kiến sẽ tăng 1.6% vào năm 2023F, đạt 183 triệu tấn. Nguồn cung được dự phóng sẽ mở rộng hơn nữa, với tốc độ tăng trưởng hàng năm dự kiến là 2.0-3.0% trong giai đoạn 2024F-25F.

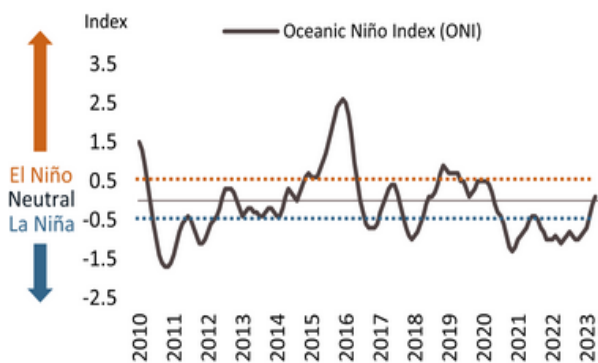
Biểu đồ 6. Cung - cầu của ngành đường thế giới



Nguồn: USDA, KIS VN

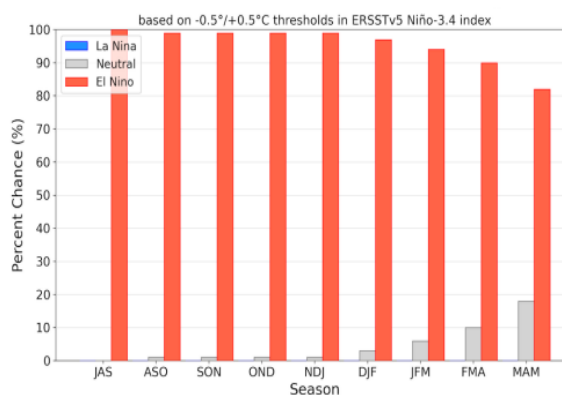
Sản lượng đường của Brazil được dự đoán sẽ tăng đáng kể 7.3% n/n trong năm 2023, đạt 35.8 triệu tấn và dự kiến sẽ tiếp tục giảm nhẹ trong những năm tiếp theo. Xu hướng này được cho là do điều kiện thời tiết thuận lợi và nhu cầu gia tăng từ các ngành công nghiệp hạ nguồn. Tiêu thụ đường được dự đoán sẽ tăng 0.5-1.5% hàng năm trong giai đoạn 2023F-25F, tiếp tục phục hồi sau tác động của đại dịch COVID-19.

Biểu đồ 7. Chỉ số ONI đang ngụ ý hiện tượng El Nino



Nguồn: National Oceanic, KIS VN

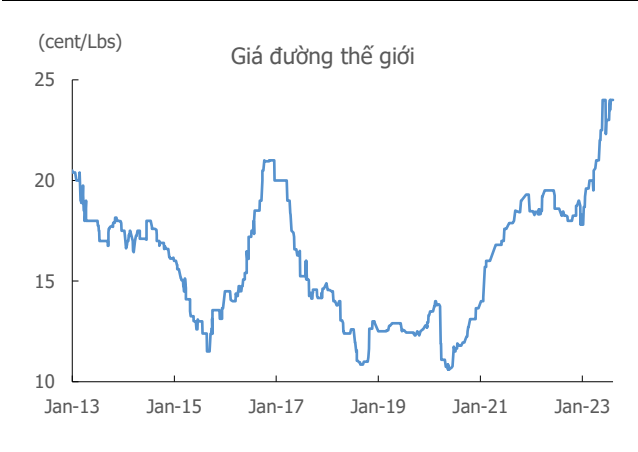
Biểu đồ 8. Xác suất El Nino theo CPC NOAA ENSO (8/23)



Nguồn: National Oceanic, KIS VN

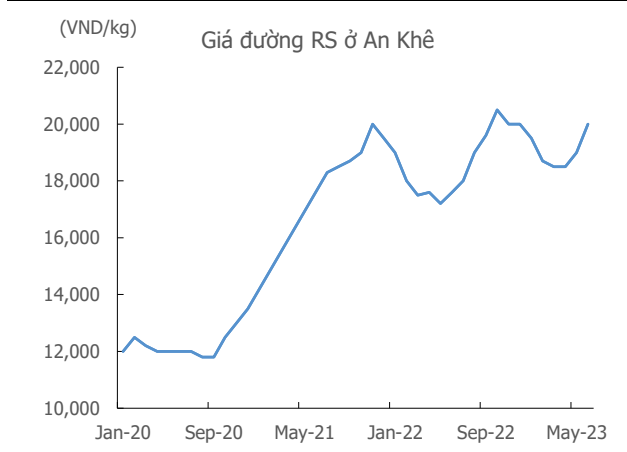
Tuy nhiên, bất chấp mức tiêu thụ tăng, tăng trưởng nguồn cung toàn cầu dự kiến sẽ vượt nhu cầu, và sẽ gây áp lực lên giá đường trong những năm tới. Do đó, trong ba năm tới, chúng tôi dự đoán giá đường thô thế giới sẽ giảm so với mức cao nhất trong thập kỷ, có thể ở mức trung bình 16-28 Cent mỗi pound, giảm từ mức trung bình Cent 23 mỗi pound trong năm 2023F. Trong khi giá đường trong nước được dự đoán sẽ giảm những vẫn tiếp tục ở mức cao, trên 16.000 đồng/kg trong những năm tới nhờ tác động của thuế chống bán phá giá.

Biểu đồ 5. Giá đường thế giới tăng vọt trong 6T23



Nguồn: Company data, KIS

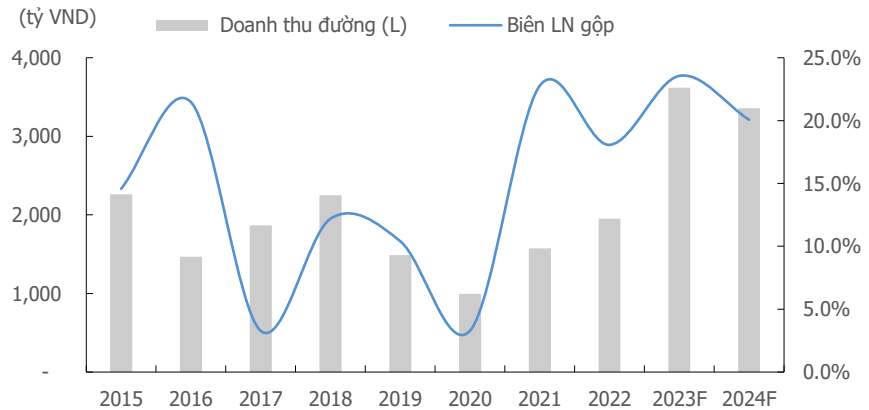
Biểu đồ 6. Giá đường trong nước duy trì ở mức cao trong 2022-23



Nguồn: Company data, KIS

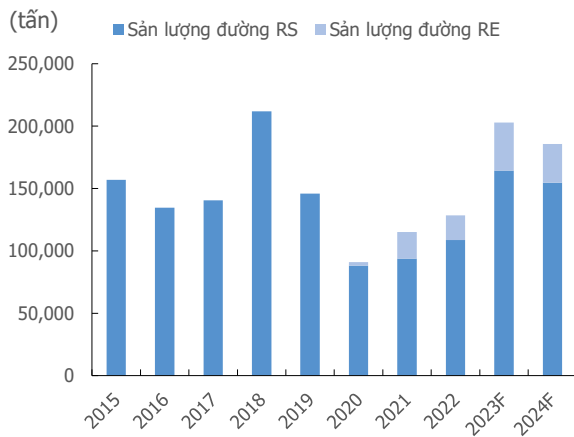
2. Thuế chống gian lận thương mại giúp doanh nghiệp mía đường hồi sinh

Mía nguyên liệu của QNS được cung cấp chủ yếu từ mía thu mua của nông dân mà công ty có hợp tác và bao tiêu sản phẩm. QNS có vùng nguyên liệu mía với diện tích lớn nhất Việt Nam, một là ở tỉnh Gia Lai (nhà máy An Khê) với 26,000 ha (có thể mở rộng lên 40,000 ha trong tương lai) có năng suất đến 70 tấn/ha, thứ hai là ở Quảng Ngãi (nhà máy Phổ Phong) với 2,500 ha với năng suất 60 tấn/ha. Sản phẩm của nhà máy An Khê được dùng để bán thương mại trong khi sản phẩm của nhà máy Phổ Phong được cung cấp cho hoạt động sản xuất sửa chữa ngành của QNS. Hai vùng trồng mía đang cung cấp khoảng 2 triệu tấn mía/năm, đảm bảo công suất ép mía 20,000 tấn/ngày, tương đương 14% tổng công suất cả nước và là doanh nghiệp mía đường lớn thứ 2 tại Việt Nam. Ngoài ra, QNS còn vận hành dây chuyền sản xuất đường tinh luyện (RE), công suất 1,000 tấn/ngày, đáp ứng các yêu cầu khắt khe để sản xuất các sản phẩm như nước giải khát có ga và bánh kẹo cao cấp. Doanh nghiệp còn tận dụng bã mía để phát điện cung cấp cho các nhà máy và bán cho lưới điện quốc gia.

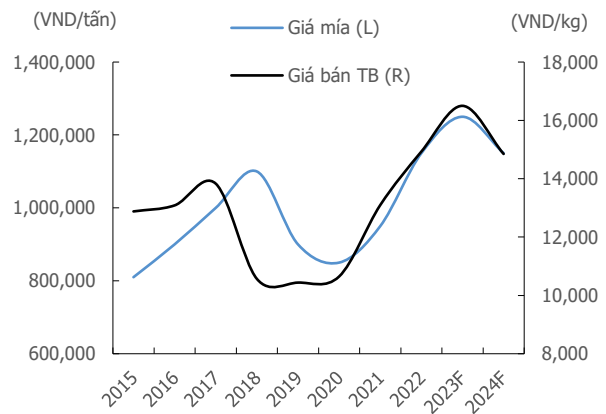
Biểu đồ 7. Doanh thu mảng đường tăng mạnh trong 2023-24F

Nguồn: QNS, Đầu tư & Chứng khoán Hàn Quốc

Từ tháng 8 2022, Bộ Công Thương chính thức thực hiện biện pháp chống lẩn tránh phòng vệ thương mại với mức thuế 47.64% đối với sản phẩm mía đường có xuất xứ từ Thái Lan được nhập khẩu từ 5 nước ASEAN (Indonesia, Malaysia, Campuchia, Lào, Myanmar). Biện pháp này đã bắt đầu bảo vệ các công ty mía đường trong nước và đẩy giá đường trong nước tăng cao khi lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan, Lào và Campuchia giảm đáng kể, tổng lượng đường nhập khẩu giảm 12% n/n năm 2022. Trong khi giá thu mua mía từ các nhà máy cũng có sự phục hồi đáng kể, đạt bình quân 1,150,000 đồng/tấn (+21% n/n) trong năm 2022 do nguồn cung khan hiếm. Điều này đã tạo tiền đề khuyến khích nông dân mở rộng diện tích trồng mía trong những năm tới.

Biểu đồ 8. Sản lượng đường của QNS tăng trong giai đoạn 2023-24F

Nguồn: QNS, KIS

Biểu đồ 9. Diễn biến giá mía nguyên liệu và giá bán TB

Nguồn: QNS, KIS

Mảng đường tăng trưởng mạnh trong 6T23

Mảng đường của QNS ghi nhận 2.2 nghìn tỷ đồng doanh thu (+164% n/n) và 470 tỷ đồng LNST (+488% n/n) trong 6T23. Tổng lượng đường tiêu thụ đạt 120,000 tấn (+126% n/n) trong 6T23, lượng tiêu thụ của QNS lên tới 40,000 tấn (+90% n/n) trong 1Q23 và 80,000 tấn (+150% n/n) trong 2Q23. Trong 2Q23, giá đường trong nước ghi nhận mức 20,000 đồng/kg (+12% n/n, +10% q/q) do tác động từ giá lượng đường dự trữ giảm dần trong 1Q23. Vì vậy, giá đường trong nước cũng bắt đầu chịu ảnh hưởng bởi giá đường thế giới trong 2Q23. Với sự bảo hộ từ thuế chống bán phá giá, giá đường dự kiến sẽ tiếp tục ở mức cao trong những năm tới, khuyến khích nông dân QNS mở rộng diện tích trồng

trọt. Ngoài ra, QNS đang giúp các hộ gia đình tăng năng suất mía. Vì vậy, chúng tôi dự đoán sản lượng đường của QNS sẽ được duy trì ở mức cao, đảm bảo giá bán tốt và tỷ suất lợi nhuận cao cho QNS trong những năm tới.

3. Nhà máy điện sinh khối để hoàn thiện chuỗi giá trị

Năm 2016, công ty đã đầu tư một nhà máy điện sinh khối với vốn đầu tư 1,900 nghìn tỷ đồng, công suất 95MW để tận dụng bã mía từ nhà máy Đường An Khê. Nhà máy được vận hành từ cuối năm 2018 và sản lượng điện sản xuất năm 2022 khoảng 148 triệu kWh, đạt 60% công suất do thiếu hụt bã mía, trong đó 75% sản lượng bán cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam. Giá bán ước tính khoảng 7.03 cent/kWh đối với các dự án đồng phát nhiệt điện và 8.47 Uscents/kWh đối với các dự án đồng phát điện phi nhiệt điện trong năm 2022. Hiện tại, dự án này chưa hiệu quả và đóng góp khiêm tốn vào kết quả kinh doanh của công ty, tuy nhiên nhà máy có thể cải thiện doanh thu và lợi nhuận do có thêm bã mía nhờ sự kỳ vọng mở rộng diện tích trồng mía hoặc sử dụng nguyên liệu thay thế bã mía trong những năm tiếp theo. Trong 6T23, sản lượng mía tăng cũng đóng góp đáng kể vào mảng điện sinh khối, ghi nhận LNTT đạt 55 tỷ đồng

III. Dự báo lợi nhuận 2024F-25F đi ngang

Trong giai đoạn 2024-25F, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sữa đậu nành sẽ phục hồi và nguồn cung thị trường đường Việt Nam sẽ thắt chặt. Ở mảng sữa đậu nành, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sữa đậu nành sẽ tăng từ cơ sở thấp trong năm 2023 và tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ phục hồi nhờ giá đậu nành và chi phí đóng gói giảm. Đối với mảng đường, sản lượng và biên lợi nhuận gộp có thể đi ngang so với mức cao nhất của năm 2023.

Chúng tôi ước tính doanh thu của QNS sẽ tăng lên 10,069 tỷ đồng (+22.0% n/n), LNST tăng mạnh lên 1,680 tỷ đồng (+30.6% n/n) dựa trên các giả định sau:

- Chúng tôi dự phóng doanh thu sữa đậu nành sẽ giảm 6%, trong khi doanh thu đường tăng mạnh 85% n/n trong năm 2023F.
- Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống 29.2%, giảm 0.6%p n/n trong năm 2023F.
- Chi phí QL&BH/doanh thu giảm xuống 11.4%, giảm 1.9% n/n vào năm 2023F.

2023F: DT tăng lên 10,069 tỷ đồng (+22% n/n), LNST tăng lên 1,680 tỷ đồng (+30.6% n/n)

Doanh thu và LNST của QNS đi ngang và lần lượt đạt 10,058 tỷ đồng (-0.1% n/n) và 1,635 tỷ đồng (-2,7% n/n) dựa trên một số kỳ vọng dưới đây:

- Doanh thu sữa đậu nành tăng 5%, trong khi doanh thu đường giảm 7% n/n vào năm 2024F.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp không đổi ở mức 29.2% vào năm 2024F.
- Chi phí QL&BH/doanh thu tăng lên 11.6%, +0,2% n/n vào năm 2024F.

2024F: Doanh thu và LNST dự kiến đi ngang

Doanh thu thuần của QNS và LNST tăng nhẹ trong năm 2025F ở mức 10,470 tỷ đồng (+4,1% n/n) và 1,755 tỷ đồng (+7,4% n/n),

- Chúng tôi dự phóng doanh thu sữa đậu nành và đường năm 2025F có thể tăng trưởng lần lượt là 4,534 đồng (+7% n/n) và 3,422 đồng (+2% n/n).
- Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 30.0% vào năm 2025F
- Chi phí QL&BH/doanh thu đi ngang ở mức 11,8%

2025F: Doanh thu và LNST ghi nhận tăng trưởng lần lượt là +2.8% n/n và +9.3% n/n

Bảng 1. Dự phóng kết quả kinh doanh của QNS giai đoạn 2022-27F

	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND))	8,255	10,069	10,058	10,470	11,149	11,587
Sữa đậu nành	4,305	4,029	4,233	4,534	4,856	5,201
Đường	1,953	3,618	3,357	3,422	3,733	3,778
Khác	2,326	2,422	2,467	2,514	2,561	2,609
GVHB	5,796	7,131	7,120	7,328	7,770	8,031
LN góp	2,459	2,938	2,938	3,142	3,380	3,556
Biên LN góp (%)	29.8%	29.2%	29.2%	30.0%	30.3%	30.7%
Chi phí QLDN&BH	1,100	1,142	1,170	1,230	1,306	1,373
Thu nhập tài chính	191	265	235	250	267	283
Chi phí tài chính	84	121	109	118	128	137
LNTT	1,505	1,980	1,933	2,083	2,252	2,368
LNST	1,287	1,680	1,635	1,755	1,891	1,981
LNST-CTM	1,287	1,680	1,635	1,755	1,891	1,981

Nguồn: QNS, KISVN

IV. Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 65,900 đồng

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu MUA với Cổ phiếu Đường Quảng Ngãi (QNS VN) và giá mục tiêu là 65,900 đồng, kỳ vọng mức tăng 33.0% bằng phương pháp DCF (50%) và PE (50%). Theo phương pháp DCF, chúng tôi tính toán giá trị hợp lý là 78,100 đồng/cổ phiếu với tăng trưởng dài hạn kỳ vọng là 2.0% và WACC là 10.9%, chi phí vốn cổ phần là 12.5% (beta 1.0, lợi suất phi rủi ro của 4.5% và phần bù rủi ro thị trường là 8.0%). Với phương pháp PE, giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên mức P/E trung bình 2023-25F là 11.7 lần, cũng là mức PE trung bình của QNS trong lịch sử 6 năm niêm yết. QNS là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong lĩnh vực F&B tại Việt Nam nhờ sự thống trị trong ngành sữa đậu nành Việt Nam và tiềm năng tăng trưởng dựa trên kỳ vọng về sự tiến bộ của ngành đường Việt Nam. Rủi ro của cổ phiếu QNS bao gồm đường nhập lậu và giá đường giảm mạnh.

Bảng 2. Chi phí vốn cổ phần

Chỉ số	%
Beta	1.0
LS phi rủi ro	4.5
Phần bù rủi ro VCSH	8.0
Chi phí VCSH	12.5

Nguồn: Korea Investment & Securities

Bảng 3. Tính toán WACC

Chỉ số	%
Chi phí vốn vay	6.0
Hệ số nợ	20.6
Thuế suất	20.0
WACC	10.9

Nguồn: Korea Investment & Securities

Bảng 4. Định giá DCF**(tỷ đồng)**

FCFF	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F
EBIT	1.796	1.768	1.911	2.073	2.183	2.289
<i>Cộng: khấu hao</i>	(299)	(298)	(327)	(361)	(387)	(413)
<i>Trừ: capex</i>	490	496	503	510	516	523
<i>(tăng) / giảm VLĐ ròng</i>	(290)	(390)	(440)	(340)	(340)	(340)
Dòng tiền tự do cho DN	(116)	(2)	(86)	(116)	(98)	(73)
Giá trị hiện tại của dòng tiền (DTTĐN)	1.799	1.737	1.746	1.971	2.084	2.212
Tích lũy giá trị hiện tại của dòng tiền (DTTĐN)	1.799	1.737	1.574	1.602	1.527	1.462
<i>Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng</i>	<i>3.101</i>	<i>4.838</i>	<i>6.413</i>	<i>8.015</i>	<i>9.542</i>	<i>11.004</i>
EBIT(1-Thuế)						16.726

Nguồn: Korea Investment & Securities

Bảng 5. Định giá DCF

	FY24F
Tổng GTHH của dòng tiền HDKD	27,730
WACC	10.9%
Cộng: Tiền mặt	6,026
Trừ: Nợ	(2,844)
Trừ: Lợi ích CĐ thiểu số	-
Giá trị VCSH	27,885
Số lượng CP lưu hành (triệu)	357
Giá mục tiêu	78,124

Nguồn: Korea Investment & Securities

Bảng 6. Định giá tổng hợp

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị
P/E, 3-năm dự phóng 11.7x	53,832	50%	26,916
DCF	78,124	50%	39,062
Giá mục tiêu của QNS			65,978

Nguồn: Korea Investment & Securities

Bảng 7. Phân tích độ nhạy

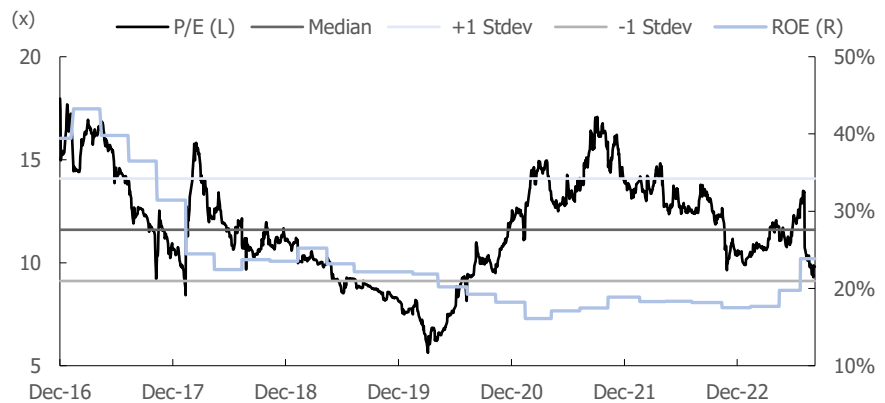
		WACC				
		8,9%	9,9%	10,9%	11,9%	12,9%
Tăng trưởng dài hạn (g)	1.0%	88.919	80.381	73.545	67.943	63.263
	1.5%	92.643	83.184	75.713	69.656	64.642
	2.0%	96.905	86.341	78.124	71.542	66.146
	2.5%	101.832	89.924	80.821	73.629	67.796
	3.0%	107.591	94.026	83.860	75.949	69.611

Nguồn: Korea Investment & Securities

Bảng 8. Định giá các công ty cùng ngành trong nước

	PE (x)			EV/EBITDA (x)			PB (x)			Dividend yield (%)		
	TTM	2023F	2024F	TTM	2023F	2024F	TTM	2023F	2024F	TTM	2023F	2024F
TB ngành sữa	13.4	19.3	17.5	8.7	12.1	11.0	3.0	5.3	5.2	5.0	5.2	5.6
VNM vn Equity	20.9	19.3	17.5	11.8	12.1	11.0	4.6	5.3	5.2	5.0	5.2	5.6
IDP vn Equity	-	-	-	9.4	-	-	-	-	-	-	-	-
HNM vn Equity	5.8	-	-	4.9	-	-	1.3	-	-	-	-	-
TB ngành đường	20.5	16.8	-	6.0	6.4	-	1.1	-	-	-	-	-
SBT VN Equity	27.1	16.8	-	9.6	6.4	-	1.3	-	-	-	-	-
SLS VN Equity	4.0	-	-	2.7	-	-	1.8	-	-	-	-	-
LSS VN Equity	46.1	-	-	7.1	-	-	0.6	-	-	-	-	-
KTS VN Equity	4.6	-	-	4.6	-	-	0.9	-	-	-	-	-
QNS VN Equity	11.8	9.3	8.6	4.4	6.2	5.9	2.0	1.9	1.7	6.3	6.3	6.7

Nguồn: Bloomberg, Korea Investment & Securities

Biểu đồ 9. Tương quan giữa ROE và PE của QNS

Nguồn: Fiinpro, Korea Investment & Securities

Biểu đồ 10. Diễn biến giá cổ phiếu QNS giai đoạn 2016-23

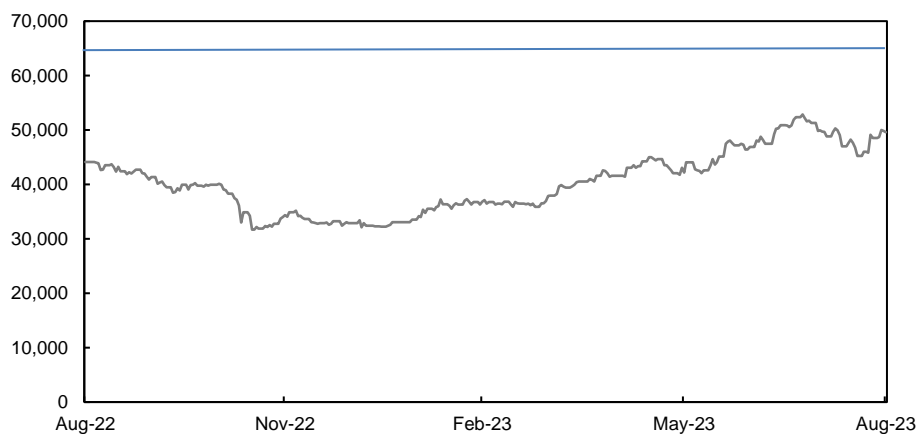
Nguồn: Fiinpro, Korea Investment & Securities

■ Tổng quan Công ty

Tổng công ty Đường Quảng Ngãi (QNS: UPCoM) là công ty dẫn đầu thị trường sữa đậu nành và là nhà sản xuất đường lớn thứ hai tại Việt Nam. QNS còn sở hữu nhà máy điện sinh khối chạy bằng bã mía để sản xuất điện cho các nhà máy và cung cấp cho lưới điện quốc gia.

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

Công ty (mã CP)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	% với T/bình giá	% với cao (thấp)
Đường Quảng Ngãi(QNS)	05-09-23	MUA	VND65,900	+50.0	+21.2/+96.8



Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	5.323	6.090	7.671	8.256	9.082
Tiền và tương đương tiền	4.102	4.499	6.026	6.607	7.322
Phải thu	386	587	626	693	768
Hàng tồn kho	816	947	977	910	938
Tài sản dài hạn	4.552	4.176	3.978	3.873	3.814
Tài sản cố định	4.285	3.914	3.714	3.607	3.544
Đầu tư tài chính	47	33	33	33	33
Khác	239	286	273	278	291
Tổng tài sản	9.876	10.266	11.649	12.129	12.897
Người mua trả tiền trước	41	32	63	53	54
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	364	479	417	419	448
Phải trả khác	343	395	401	407	414
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	2.032	1.896	2.803	2.797	3.003
Nợ và TP dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng nợ và phải trả	2.781	2.802	3.684	3.676	3.918
VCSH	7.095	7.465	7.965	8.453	8.978
Vốn điều lệ	3.569	3.569	3.569	3.569	3.569
Thặng dư	353	353	353	353	353
Quỹ khác	638	676	726	776	829
LN giữ lại	3.368	3.701	4.150	4.589	5.061
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng VCSH	7.095	7.465	7.965	8.453	8.978

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc T12	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền hoạt động	1.476	1.385	1.859	1.931	1.978
LN ròng	1.254	1.287	1.684	1.643	1.768
Khấu hao và khấu trừ	474	491	490	496	503
Tăng vốn lưu động ròng	(251)	(392)	(315)	(208)	(294)
Dòng tiền đầu tư	(1.274)	(322)	(360)	(494)	(532)
Tài sản cố định	(114)	(102)	(290)	(390)	(440)
Tăng đầu tư tài chính	(1.161)	(220)	(70)	(104)	(92)
Dòng tiền tài chính	(445)	(1.041)	(272)	(1.156)	(1.032)
Tăng vốn chủ	-	-	-	-	-
Tăng nợ	309	(136)	907	(6)	206
Chi trả cổ tức	(754)	(904)	(1.179)	(1.150)	(1.238)
Dòng tiền khác	-	-	-	-	-
Tăng tiền mặt	(243)	23	1.227	281	414

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc T12	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	7.335	8.255	10.069	10.058	10.470
Giá vốn hàng bán	5.073	5.796	7.131	7.120	7.328
Lợi nhuận gộp	2.262	2.459	2.938	2.938	3.142
Chi phí bán hàng & QLDN	946	1.100	1.142	1.170	1.230
LN hoạt động	1.316	1.359	1.796	1.768	1.911
Doanh thu tài chính	143	191	265	235	250
Thu nhập lãi	115	159	230	196	208
Chi phí tài chính	66	84	121	109	118
Chi phí lãi vay	66	83	121	109	118
LN khác	47	39	43	48	52
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	1.439	1.505	1.984	1.941	2.096
Thuế TNDN	186	219	300	298	328
LN sau thuế	1.254	1.287	1.684	1.643	1.768
LN ròng cho công ty mẹ	1.254	1.287	1.684	1.643	1.768
EBITDA	1.789	1.848	2.285	2.264	2.414

Chỉ số tài chính

Năm tài chính kết thúc T12	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)	3.298	3.519	4.562	4.451	4.790
EPS	19.877	20.914	22.315	23.682	25.153
BPS	2.113	2.533	3.302	3.222	3.468
DPS					
Tăng trưởng (%)	13,0	12,5	22,0	(0,1)	4,1
Doanh thu	13,1	3,3	32,2	(1,6)	8,1
LN hoạt động	19,0	2,6	30,9	(2,4)	7,6
LN ròng	16,7	6,8	29,6	(2,4)	7,6
EPS	9,5	3,3	23,6	(0,9)	6,6
EBITDA					
Khả năng sinh lợi (%)	17,9	16,5	17,8	17,6	18,3
Biên LN hoạt động	17,1	15,6	16,7	16,3	16,9
Biên LN ròng	24,4	22,4	22,7	22,5	23,1
Biên EBITDA	13,2	12,8	15,4	13,8	14,1
ROA	18,3	17,7	21,8	20,0	20,3
ROE	4,3	5,1	15,0	15,4	14,3
Suất sinh lợi cổ tức	64,1	71,9	72,4	72,4	72,4
Tỷ lệ chi trả cổ tức					
Đòn bẩy	(2.069)	(2.602)	(3.223)	(3.810)	(4.318)
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(29,2)	(34,9)	(40,5)	(45,1)	(48,1)
Nợ ròng/ VCSH (%)					
Định giá (x)	15,0	14,1	10,9	11,1	10,4
PE	2,5	2,4	2,2	2,1	2,0
PB	8,7	8,2	6,3	6,1	5,5

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. stock ratings based on 12-month forward performance**

- BUY: Expected total return will be 15% or more
- Hold: Expected total return will be between -5% and 15%
- Sell: Expected total return will be -5% or less
- KIS Vietnam Securities Corp. does not offer target prices for stocks with Hold or Sell ratings.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. sector ratings for the next 12 months**

- Overweight: Recommend increasing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Neutral: Recommend maintaining the sector's weighting in the portfolio in line with its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Underweight: Recommend reducing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.

■ **Analyst Certification**

I/We, as the research analyst/analysts who prepared this report, do hereby certify that the views expressed in this research report accurately reflect my/our personal views about the subject securities and issuers discussed in this report. I/We do hereby also certify that no part of my/our compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this research report.

■ **Important compliance notice**

As of the end of the month immediately preceding the date of publication of the research report or the public appearance (or the end of the second most recent month if the publication date is less than 10 calendar days after the end of the most recent month), KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not own 1% or more of any class of common equity securities of the companies mentioned in this report.

There is no actual, material conflict of interest of the research analyst or KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates known at the time of publication of the research report or at the time of the public appearance.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not managed or co-managed a public offering of securities for the companies mentioned in this report in the past 12 months;

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not received compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the past 12 months; KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the next 3 months.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates was not making a market in securities of the companies mentioned in this report at the time that the research report was published.

KIS Vietnam Securities Corp. does not own over 1% of shares of the companies mentioned in this report as of 5 Tháng 9 2023.

KIS Vietnam Securities Corp. has not provided this report to various third parties.

Neither the analyst/analysts who prepared this report nor their associates own any shares of the company/companies mentioned in this report as of 5 Tháng 9 2023.

KIS Vietnam Securities Corp. has issued CW with underlying stocks of Đường Quảng Ngãi(QNS) and is the liquidity provider.

Prepared by: Hoang Phung

Global Disclaimer

■ General

This research report and marketing materials for Vietnamese securities are originally prepared and issued by the Research Center of KIS Vietnam Securities Corp., an organization licensed with the State Securities Commission of Vietnam. The analyst(s) who participated in preparing and issuing this research report and marketing materials is/are licensed and regulated by the State Securities Commission of Vietnam in Vietnam only. This report and marketing materials are copyrighted and may not be copied, redistributed, forwarded or altered in any way without the consent of KIS Vietnam Securities Corp..

This research report and marketing materials are for information purposes only. They are not and should not be construed as an offer or solicitation of an offer to purchase or sell any securities or other financial instruments or to participate in any trading strategy. This research report and marketing materials do not provide individually tailored investment advice. This research report and marketing materials do not take into account individual investor circumstances, objectives or needs, and are not intended as recommendations of particular securities, financial instruments or strategies to any particular investor. The securities and other financial instruments discussed in this research report and marketing materials may not be suitable for all investors. The recipient of this research report and marketing materials must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein and investors should seek the advice of a financial adviser. KIS Vietnam Securities Corp. does not undertake that investors will obtain any profits, nor will it share with investors any investment profits. KIS Vietnam Securities Corp., its affiliates, or their affiliates and directors, officers, employees or agents of each of them disclaim any and all responsibility or liability whatsoever for any loss (direct or consequential) or damage arising out of the use of all or any part of this report or its contents or otherwise arising in connection therewith. Information and opinions contained herein are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or KIS Vietnam Securities Corp. The final investment decision is based on the client's judgment, and this research report and marketing materials cannot be used as evidence in any legal dispute related to investment decisions.

■ Country-specific disclaimer

United States: This report is distributed in the U.S. by Korea Investment & Securities America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934. All U.S. persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Korea Investment & Securities, Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Korea Investment & Securities America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the U.S. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. person absent registration or an applicable exemption from the registration requirement.

United Kingdom: This report is not an invitation nor is it intended to be an inducement to engage in investment activity for the purpose of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom ("FSMA"). To the extent that this report does constitute such an invitation or inducement, it is directed only at (i) persons who are investment professionals within the meaning of Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended) of the United Kingdom (the "Financial Promotion Order"); (ii) persons who fall within Articles 49(2)(a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations etc.") of the Financial Promotion Order; and (iii) any other persons to whom this report can, for the purposes of section 21 of FSMA, otherwise lawfully be made (all such persons together being referred to as "relevant persons"). Any investment or investment activity to which this report relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. Persons who are not relevant persons must not act or rely on this report.

Hong Kong: This research report and marketing materials may be distributed in Hong Kong to institutional clients by Korea Investment & Securities Asia Limited (KISA), a Hong Kong representative subsidiary of Korea Investment & Securities Co., Ltd., and may not otherwise be distributed to any other party. KISA provides equity sales service to institutional clients in Hong Kong for Korean securities under its sole discretion, and is thus solely responsible for provision of the aforementioned equity selling activities in Hong Kong. All requests by and correspondence with Hong Kong investors involving securities discussed in this report and marketing materials must be effected through KISA, which is registered with The Securities & Futures Commission (SFC) of Hong Kong. Korea Investment & Securities Co., Ltd. is not a registered financial institution under Hong Kong's SFC.

Singapore: This report is provided pursuant to the financial advisory licensing exemption under Regulation 27(1)(e) of the Financial Advisers Regulation of Singapore and accordingly may only be provided to persons in Singapore who are "institutional investors" as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This report is intended only for the person to whom Korea Investment & Securities Co., Ltd. has provided this report and such person may not send, forward or transmit in any way this report or any copy of this report to any other person. Please contact Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd in respect of any matters arising from, or in connection with, the analysis or report (Contact Number: 65 6501 5600).

VIET NAM

JAE HEUNG LEE, Business Director (jhlee@kisvn.vn +8428 3914 8585 - 1466)
UYEN LAM, Head of Institutional Brokerage (uyen.lh@kisvn.vn +8428 3914 8585 - 1444)
KIS Vietnam Securities Corporation
3rd floor, 180-192 Nguyen Cong Tru, Nguyen Thai Binh Ward, District 1, Ho Chi Minh City.
Fax: 8428 3821-6898

SOUTH KOREA

YEONG KEUN JOO, Managing Director, Head of International Business Division (ykjoo@truefriend.com, +822 3276 5157)
PAUL CHUNG, Sales Trading (pchung@truefriend.com +822 3276 5843)
27-1 Yoido-dong, Youngdeungpo-ku, Seoul 150-745, Korea
Toll free: US 1 866 258 2552 HK 800 964 464 SG 800 8211 320
Fax: 822 3276 5681~3
Telex: K2296

NEW YORK

DONG KIM, Managing Director (dkim@kisamerica.com +1 212 314 0681)
HOON SULL, Head of Sales (hoonsull@kisamerica.com +1 212 314 0686)
Korea Investment & Securities America, Inc.
1350 Avenue of the Americas, Suite 1110
New York, NY 10019
Fax: 1 212 314 0699

HONG KONG

DAN SONG, Managing Director, Head of HK Sales (dan.song@kisasia.com +852 2530 8914)
GREGORY KIM, Sales (greg.kim@kisasia.com, +822 2530 8915)
Korea Investment & Securities Asia, Ltd.
Suite 2220, Jardine House
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Fax: 852-2530-1516

SINGAPORE

ALEX JUN, Managing Director, Head of Singapore Sales (alex@kisasia.com.sg +65 6501 5602)
CHARLES AN, Sales (alex.jun@kisasia.com.sg +65 6501 5601)
Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd
1 Raffles Place, #43-04, One Raffles Place
Singapore 048616
Fax: 65 6501 5617

LONDON

Min Suk Key, Managing Director (peterkey@kiseurope.com +44 207 065 2766)
Korea Investment & Securities Europe, Ltd.
2nd Floor, 35-39 Moorgate
London EC2R 6AR
Fax: 44-207-236-4811

This report has been prepared by KIS Vietnam Securities Corp. and is provided for information purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy. While all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading at the time of publication, we make no representation as to its accuracy or completeness and it should not be relied upon as such. This report is provided solely for the information of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this report and the company accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. This report is not intended for the use of private investors.

Copyright © 2020 KIS Vietnam Securities Corp. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without permission of KIS Vietnam Securities Corp.