

## Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (QNS: UPCOM)

### Khuyến nghị: KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 1 năm: 46.600 Đồng/cp

#### Chuyên viên phân tích:

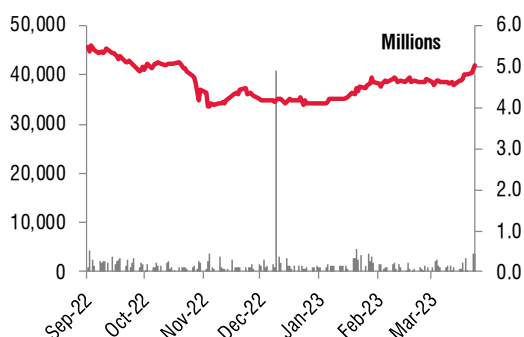
Hoàng Anh Tuấn (Mr.)

tuanha2@ssi.com.vn

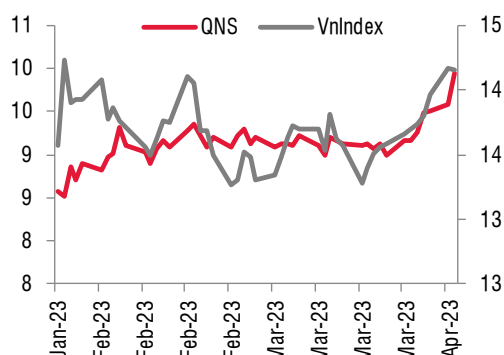
#### Thông số cơ bản

Giá	42.000
Vốn hóa (tỷ VND)	14.991
Số lượng CP lưu hành	356.940.000
KLGD TB 3T	166.996
GTGD TB 3T (tỷ VND)	6,27
P/E	9,94
P/B	1,70
ROE	17,5%
ROA	12,8%
Sở hữu NN	0,00%
Sở hữu NĐTNN	19,34%
Room NĐTNN	30%
Free-float	57,0%

#### Biên động giá cổ phiếu



#### P/E so sánh



### Cập nhật Đại hội Cổ đông

QNS đã tổ chức ĐHCĐ thường niên vào ngày 1/4/2023. Tất cả các đề xuất đều được cổ đông thông qua, bao gồm kế hoạch kinh doanh năm 2023, kế hoạch phân bổ lợi nhuận cho giai đoạn 2022-2023, và phát hành ESOP trong năm 2023.

Kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận ròng năm 2023 được đặt lần lượt là 8,4 nghìn tỷ đồng (+1% svck) và 1 nghìn tỷ đồng (-16% svck). Chúng tôi cũng xin lưu ý QNS thường đặt kế hoạch thận trọng, và lợi nhuận thực tế thường vượt kế hoạch đặt ra. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2023 của QNS sẽ đạt lần lượt là 9 nghìn tỷ đồng (+9% svck) và 1,4 nghìn tỷ đồng (+9% svck). Về việc phân bổ lợi nhuận năm 2022, QNS đã chi trả cổ tức tiền mặt 1.500 đồng/cp, và 1.500 đồng/cp còn lại sẽ được thanh toán vào ngày 27/4/2023 và ngày 18/4/2023 là ngày giao dịch không hưởng quyền. Đối với năm 2023, cổ đông đã thông qua phương án chi trả cổ tức tiền mặt tối thiểu ở mức 15%/mệnh giá, kế hoạch phát hành ESOP khoảng 1%-3% tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành, cụ thể như sau: (i) 1% số lượng cổ phiếu lưu hành nếu tăng trưởng lợi nhuận ròng trước khấu hao so với cùng kỳ đạt từ 7,5% đến 15%, (ii) 2% số lượng cổ phiếu lưu hành nếu tăng trưởng lợi nhuận ròng trước khấu hao so với cùng kỳ đạt từ 15% đến 20%, hoặc (iii) 3% số lượng cổ phiếu lưu hành nếu tăng trưởng lợi nhuận ròng trước khấu hao so với cùng kỳ đạt trên 20%.

**KQKD 2 tháng đầu năm 2023 rất ấn tượng, với động lực tăng trưởng đến từ mảng đường.**

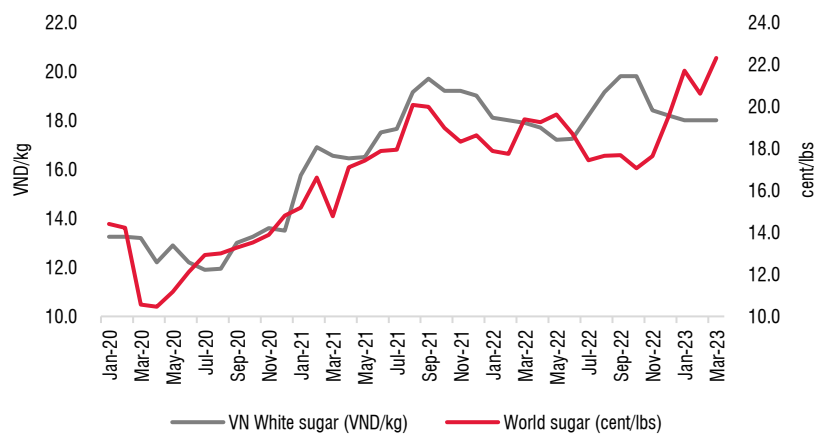
Doanh thu thuần trong 2 tháng đầu năm 2023 đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+27% svck) và LNTT đạt 210 tỷ đồng (+90% svck). Mảng đường là động lực tăng trưởng chính đối với doanh thu và LNTT, với sản lượng tiêu thụ ở mức cao là 22 nghìn tấn (+140% svck). Mảng đường ghi nhận doanh thu thuần đạt 400 tỷ đồng (+142% svck) và LNTT đạt 85 tỷ đồng (tăng gấp ba svck). Doanh thu thuần và LNTT mảng sữa đậu nành lần lượt đạt 535 tỷ đồng (+6% svck) và 65 tỷ đồng (+9% svck). Tăng trưởng của mảng sữa đậu nành là nhờ giá bán bình quân tăng 5% svck. Mức tiêu thụ sữa đậu nành đạt 32 triệu lít (+1% svck). Doanh thu mảng F&B đạt 412 tỷ đồng (+5% svck) và LNTT đạt 60 tỷ đồng (tăng gấp đôi svck). Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ đường trong nửa đầu năm quá khứ 2022 ở mức thấp do ban lãnh đạo chủ động giữ lượng đường tồn kho để tiêu thụ trong nửa cuối năm 2022 với kỳ vọng giá bán cao hơn (thuê AD-AS có hiệu lực từ tháng 8/2022). Ngoài ra, QNS thường ghi nhận chi phí khấu hao và chi phí bán hàng cao hơn trong Q1/2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LNST trong Q1/2023 sẽ thấp hơn so với 2T2023.

## Cập nhật ngành đường

Giá đường toàn cầu đã vượt đỉnh 6 năm do giá nhiên liệu sinh học tăng và sản lượng giảm từ các nước sản xuất lớn. Giá dầu thô tăng vọt sau khi OPEC+ bất ngờ tuyên bố giảm sản lượng, khuyến khích các doanh nghiệp sản xuất mía đường chuyển nguồn nguyên liệu sang nhiên liệu sinh học sinh thay vì ép mía đường, từ đó hạn chế nguồn cung đường. Bang Maharashtra của Ấn Độ dự kiến sẽ sản xuất 12,8 triệu tấn (-6,6% svck), thấp hơn 1 triệu tấn so với dự báo trước đó. Thời tiết mưa nhiều hạn chế sản lượng mía khiến các nhà máy tại Ấn Độ phải đóng cửa sớm hơn 45-60 ngày, dự kiến tạm nghỉ vào tháng 4 (so với tháng 6 hàng năm). Do đó, Tổ chức Đường Quốc tế (ISO) đã điều chỉnh giảm dự báo thặng dư đường toàn cầu trong niên vụ 2022/2023 từ 6,2 triệu tấn vào tháng 11/2022 xuống 4,2 triệu tấn vào tháng 2/2023.

Theo USDA, mức tiêu thụ đường nội địa của Việt Nam sẽ đi ngang so với cùng kỳ, trong khoảng 2,3-2,4 triệu tấn/năm. Theo VSSA, sản lượng đường trong nước dự kiến đạt 871 nghìn tấn (+16,6% svck) trong niên độ 2022/2023. Tuy nhiên, kho hàng của nhiều nhà máy đường đã hết chỗ do mức tiêu thụ đường trong tháng 2/2023 yếu hơn dự kiến. Theo VSSA, nguồn cung đường trong nước tăng mạnh trong Q1/2023 do: (i) đường nhập lậu tiếp tục gia tăng vào cuối năm 2022 và đầu năm 2023; và (ii) Q1/2023 là mùa cao điểm của sản xuất đường cho năm 2023. Giá đường trong nước tiếp tục đi ngang trong 4 tháng liên tiếp quanh mức 18.000 đồng/kg. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng giá đường tinh luyện sẽ duy trì trong khoảng 18.000 đồng/kg – 19.000 đồng/kg trong suốt năm 2023.

### Giá đường Việt Nam và giá đường thế giới



Nguồn: VSSA, Bloomberg, SSI Research

### Triển vọng lợi nhuận và luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì ước tính doanh thu thuần và LNST năm 2023 lần lượt là 9 nghìn tỷ đồng (+9% svck) và 1,4 nghìn tỷ đồng (+9% svck) do sản lượng đường tiêu thụ tăng trong 2T2023 vẫn phù hợp với ước tính của chúng tôi. Theo QNS, mức tiêu thụ sữa đậu nành và tỷ suất lợi nhuận gộp của sữa đậu nành ước tính sẽ đi ngang trong năm 2023 so với năm 2022 do mức tiêu thụ yếu. Đối với mảng đường, sản lượng đường tinh luyện (RS) dự kiến sẽ đạt 160.000 tấn (+23% svck) trong năm 2023, do QNS sẽ được hưởng lợi từ sản lượng mía cao hơn trong mùa vụ 2022/2023. Chúng tôi giả định sản lượng RE sẽ đi ngang ở mức 20.000 tấn cho năm 2023.

QNS hiện giao dịch với P/E dự phóng năm 2023 là 9,2x, nằm ở khoảng giữa dải P/E lịch sử 4 năm. Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 12x cho mảng sữa đậu nành (từ 11x) và 7x cho các mảng khác (từ 6x). Theo đó, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 1 năm mới cho cổ phiếu QNS là **46.600 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 11% (ROI là 18%). Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu QNS.

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	8.031	7.681	6.490	7.335	8.259	8.985
Lợi nhuận ròng	1.240	1.292	1.053	1.254	1.285	1.396
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	20,8%	4,1%	-18,5%	19,0%	2,5%	8,7%
EPS (VND)	5.036	4.286	3.494	4.159	4.262	4.574
ROE (%)	25,2%	21,9%	16,1%	18,3%	17,6%	18,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	4,3%	3,7%	7,7%	5,2%	8,4%	7,1%
Ng/VCSH (%)	0,32	0,26	0,26	0,29	0,25	0,26
P/E (x)	6,94	6,3	11,09	11,51	8,41	9,23
P/B (x)	1,61	1,26	1,77	2,03	1,45	1,60
EV/EBITDA (x)	4,14	3,3	5,71	6,25	3,95	4,18

Nguồn: QNS, SSI Research

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trường  
hungpl@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô  
trinhhtt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Đỗ Nam Tùng

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng  
tungdn@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhntk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Phó Giám đốc Chiến lược Đầu tư  
tamntd@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp  
nganlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

### Phân tích Ngành Mía đường

#### Hoàng Anh Tuấn

Chuyên viên Phân tích  
tuanha2@ssi.com.vn  
SĐT: +84 – 28 3636 3688 ext. 3089

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715