

# CTCP Đường Quảng Ngãi

(UPCOM: QNS)

## Triển vọng ngọt ngào

**Năm giữ**

(Cập nhật)

**Giá mục tiêu:****58,200 đồng**

(+8.8%)

CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)  
Huỳnh Hồng Hương, huong.hh@miraeasset.com.vn

### KQKD 6T23

Doanh thu thuần của CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS) đạt 5,282 tỷ đồng (+31.6% CK), với lợi nhuận sau thuế là 1,028 tỷ đồng (+90.1% CK), lần lượt hoàn thành 64% và 102% kế hoạch năm của công ty. Mảng đường đóng góp chủ yếu vào kết quả này, với doanh thu thuần đạt 2,220 tỷ đồng (+163.6% CK) và LNNT đạt 470 tỷ đồng (+488% CK). Ngược lại, mảng sữa đậu nành ghi nhận doanh thu thuần là 1,978 tỷ đồng (-7.3% CK) và LNNT là 430 tỷ đồng (+6% CK). Hoạt động khiếm tốn của phân khúc này là do nhu cầu tiêu dùng yếu, dẫn đến mức tiêu thụ sữa đậu nành chỉ đạt 115 triệu lít (-12% CK).

Biên lợi nhuận gộp chung cải thiện, đạt mức 30.2%, nhờ sự tăng trưởng đáng kể về quy mô bán hàng của mảng đường. Theo đó, biên lợi nhuận gộp mảng đường nở rộng lên mức 24.8% (6T22: 12.9%). Tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của QNS lần lượt hoàn thành 63.1% và 102% kế hoạch năm 2023.

### Cập nhật ĐHCĐ

- Kế hoạch kinh doanh của QNS cho năm 2023 bao gồm doanh thu dự kiến đạt 8,400 tỷ đồng (+1% CK) và LNST đạt 1,008 tỷ đồng (-16% CK). Tuy nhiên, điều đáng chú ý là QNS thường đặt ra các mục tiêu thận trọng và lợi nhuận thực tế thường vượt mục tiêu đã đề ra.
- Kế hoạch cổ tức đề xuất cho năm 2023 tối thiểu là 15% mệnh giá (bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu).
- Chi tiết đợt phát hành ESOP cho năm 2023 như sau: 1) 1% số cổ phiếu đang lưu hành sẽ được phân bổ nếu tăng trưởng lợi nhuận ròng trước khấu hao nằm trong khoảng 7.5-15% CK. 2) 2% số cổ phiếu đang lưu hành sẽ được phân bổ nếu tăng trưởng lợi nhuận ròng trước khấu hao nằm trong khoảng 15-20% CK. 3) 3% số cổ phiếu đang lưu hành sẽ được phân bổ nếu tăng trưởng lợi nhuận ròng trước khấu hao vượt quá 20% CK.

### Dự phóng và định giá

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu thuần hợp nhất năm 2023 tăng 9.2% lên 10,086 tỷ đồng (+22.2% CK) và dự phóng LNST tăng 30.1% lên 1,748 tỷ đồng (+35.9% CK) sau khi điều chỉnh tăng giá bán và sản lượng đường thương mại của QNS. Ngoài ra, WACC giảm đáng kể xuống còn 9.9% do điều chỉnh giảm phân bù rủi ro vốn chủ sở hữu thêm 157 điểm cơ bản và loại bỏ chiết khấu 1% do rủi ro thanh khoản thấp. Sau khi điều chỉnh, chúng tôi tăng giá mục tiêu cho QNS lên 58,200 đồng (từ 42,700 đồng), tương đương P/E dự phóng 2023 là 10.1x, tăng 3.3% so với mức P/E trung bình 2 năm. Tuy nhiên, do giá cổ phiếu đã tăng hơn 36% kể từ lần cập nhật cuối trong T2/23 (so với mức tăng 13% của VN-Index), chúng tôi cho rằng triển vọng tích cực trong năm 2023 đã được phản ánh hầu hết vào giá cổ phiếu. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

### Các chỉ số chính



Thị giá (21/07/23, VNĐ)	53,500	Vốn hóa (tỷ đồng)	16,125
LNHD (23F, tỷ đồng)	1,864	SLCP lưu hành (triệu cp)	301
Tăng trưởng EPS (23F, %)	35.9	Tỷ lệ tự do chuyển đổi (%)	60.8
Kỳ vọng thị trường (23F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	16.9
P/E (23F, x)	9.3	Beta (12M)	0.7
P/E thị trường (x)	16.0	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	31,200
VN-Index	1,172	Cao nhất 52 tuần (đồng)	54,200

### Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	8.4	51.4	20.2
Tương đối	2.9	45.6	22.0

### Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	6,490	7,335	8,255	10,086	10,738	11,411
LNHD (tỷ đồng)	1,163	1,316	1,359	1,864	1,980	1,994
EBITDA (tỷ đồng)	1,634	1,789	1,848	2,364	2,501	2,547
LNST (tỷ đồng)	1,053	1,254	1,287	1,748	1,823	1,849
EPS (VNĐ)	3,459	4,117	4,226	5,742	5,989	6,074
ROE (%)	16.1	18.3	17.7	22.7	22.2	21.2
P/E (x)	15.5	13.0	12.7	9.3	8.9	8.8
P/B (x)	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8

Nguồn: QNS, MAS Vietnam Research estimates

## Cập nhật 6T23

- Tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của QNS lần lượt hoàn thành 63.1% và 102% kế hoạch năm 2023. Đối với doanh thu thuần, công ty đã có mức tăng trưởng đáng kể với 31.6% CK, đạt 5,282 tỷ đồng. Chủ yếu do doanh thu thuần mảng đường tăng trưởng ấn tượng 163.6% CK (sản lượng thương mại tăng 126% CK) nhờ tác động tích cực của Quyết định 1514 và diện tích mía mở rộng (+18.1% CK). Ngược lại, doanh thu thuần của mảng sữa đậu nành giảm 7.3% CK (sản lượng tiêu thụ giảm 12% CK), do nhu cầu tiêu thụ yếu và mức nền so sánh cao trong cùng kỳ năm trước. Ngoài ra, doanh thu thuần từ các mảng khác ghi nhận mức tăng trưởng 4.7%.
- Biên lợi nhuận gộp chung cải thiện, đạt mức 30.2%, nhờ sự tăng trưởng đáng kể về quy mô bán hàng của mảng đường. Theo đó, biên lợi nhuận gộp mảng đường nới rộng lên mức 24.8% (6T22: 12.9%). Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành (40.5%) và các mảng khác (22.3%) cũng tăng thêm lần lượt 100 điểm cơ bản và 420 điểm cơ bản, nhờ việc quản lý chi phí đầu vào hiệu quả.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu thuần đã giảm đáng kể xuống 9.9% do doanh thu tăng mạnh và cắt giảm chi phí khuyến mãi.
- Lợi nhuận ròng tài chính tăng 97.6% CK lên 75 tỷ đồng, nhờ hưởng lợi từ lượng tiền mặt ròng và mức lãi suất tiền gửi duy trì ở mức cao tại thời điểm cuối năm 2022.
- Tóm lại, LNST của QNS đạt mức tăng trưởng đáng kể với 90.1% CK, tương đương 1,028 tỷ đồng.

**Bảng 1. Báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất 6T23**

(Tỷ đồng)	6T22	6T23	CK	2023F	% 2023F
Tổng doanh thu	4,043	5,298	31.0%	10,152	52.2%
Doanh thu thuần	4,012	5,282	31.6%	10,086	52.4%
<i>Sữa đậu nành</i>	<i>2,135</i>	<i>1,978</i>	<i>-7.3%</i>	<i>4,265</i>	<i>46.4%</i>
<i>Đường</i>	<i>842</i>	<i>2,220</i>	<i>163.6%</i>	<i>3,655</i>	<i>60.7%</i>
<i>Khác</i>	<i>1,035</i>	<i>1,084</i>	<i>4.7%</i>	<i>2,166</i>	<i>50.0%</i>
Giá vốn hàng bán	2,874	3,689	28.4%	6,931	53.2%
Lợi nhuận gộp	1,139	1,593	39.8%	3,155	50.5%
<i>Biên LNG</i>	<i>28.4%</i>	<i>30.2%</i>		<i>31.3%</i>	
Chi phí bán hàng	406	380	-6.4%	1,007	37.7%
Chi phí quản lý	127	144	13.4%	284	50.6%
<i>Chi phí SG&amp;A/DTT</i>	<i>13.3%</i>	<i>9.9%</i>		<i>12.8%</i>	
Lợi nhuận HĐKD	607	1,069	76.2%	1,864	57.4%
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>15.1%</i>	<i>20.2%</i>		<i>18.5%</i>	
EBITDA	969	1,743	79.9%	2,364	73.7%
<i>Biên EBITDA</i>	<i>24.1%</i>	<i>33.0%</i>		<i>23.4%</i>	
Lợi nhuận ròng tài chính	38	75	97.6%	125	59.8%
Lợi nhuận khác	(1)	10		35	27.5%
Lợi nhuận trước thuế	644	1,154	79.2%	2,024	57.0%
Lợi nhuận sau thuế	541	1,028	90.1%	1,748	58.8%
<i>Biên LNST</i>	<i>13.5%</i>	<i>19.5%</i>		<i>17.3%</i>	

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

- Tại cuối Q2/23, tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn của QNS chiếm 46.5% giá trị tổng tài sản (tăng từ mức 43.9% tại cuối Q1/23). Đòn bẩy duy trì ở mức hợp lý, với tỷ lệ D/A và D/E lần lượt là 0.24x và 0.37x.

## Dự phóng và định giá

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu thuần hợp nhất năm 2023 tăng 9.2% lên 10,086 tỷ đồng (+22.2% CK) và dự phóng LNST tăng 30.1% lên 1,748 tỷ đồng (+35.9% CK), do các yếu tố:

- Vì sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành đã giảm 12% CK trong 6T23, chúng tôi giảm tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành trong cả năm xuống mức -4.5% CK (dự phóng cũ: 4% CK). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2023 nhờ các chính sách kích cầu của chính phủ (ví dụ: giảm lãi suất, giảm thuế VAT,...). Kết hợp với việc tăng 5% giá bán của hầu hết các sản phẩm so với đầu năm trong tháng 3, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần mảng sữa đậu nành sẽ giảm nhẹ 0.9% CK (dự phóng cũ: +4% CK) trong năm 2023.
- Điều chỉnh tăng trưởng doanh thu thuần mảng đường trong năm 2023 lên mức 85.3% CK (dự phóng cũ: 38% CK), nhờ: Điều chỉnh tăng diện tích mía thu hoạch lên 25,000ha (dự phóng cũ: 23,000ha) và năng suất mía lên 67 tấn/ha (dự phóng cũ: 62 tấn/ha) do tình hình thời tiết thuận lợi hơn, khiến tổng sản lượng đường sản xuất tăng lên trên 196,000 tấn (dự phóng cũ: 175,000 tấn). Điều chỉnh tăng giá bán đường của QNS năm 2023 lên 8% CK (dự phóng cũ: -5% CK) sau khi ISO cắt giảm mạnh ước tính thặng dư đường toàn cầu niên vụ 2022/23 xuống mức 852,000 tấn (dự phóng cũ: 6 triệu tấn). Ngoài ra, trong tháng 5, giá bán đường nội địa đã tăng 12% CK lên mức 20,000 đồng/kg. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá bán đường nội địa sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2023, do: 1) tăng nguồn cung mới vào thị trường do vụ ép mía nội địa 2022/23 đã hoàn thành trong tháng 6. Đáng lưu ý, VSSA dự phóng cán cân đường trong nước vẫn ở mức thặng dư 290,000 tấn vào năm 2023; 2) nạn buôn lậu đường hiện tại sẽ làm giảm tác động tích cực của thuế quan bảo hộ. Đáng lưu ý, USDA dự phóng khối lượng xuất khẩu đường của Thái Lan sẽ tăng đáng kể trong niên vụ 2022/23 (+10% CK) do sản lượng được phép xuất khẩu lớn hơn và số lượng container vận chuyển tăng lên. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán đường nội địa sẽ tăng 10% CK trong cả năm 2023, thấp hơn mức tăng 12% CK trong 6T23. Chúng tôi giả định giá bán của QNS sẽ thấp hơn mức trung bình của thị trường nội địa do QNS đang đẩy mạnh tiếp cận nhu cầu nội địa thông qua các kênh bán lẻ hiện đại như Bách Hóa Xanh, Big C, Coop và WinMart.
- Trong năm 2024, chúng tôi dự đoán giá bán đường nội địa sẽ giảm nhẹ xuống mức trung bình của giai đoạn 2021-2022 với các giả định sau: 1) sản lượng đường sản xuất và xuất khẩu của Brazil sẽ tăng đáng kể do điều kiện thời tiết thuận lợi hơn trong giai đoạn El Nino (trong quá khứ, El Nino thường có lợi cho hoạt động nông nghiệp ở khu vực Nam Trung Bộ của Brazil), qua đó giảm bớt tình trạng thiếu hụt nguồn cung toàn cầu hiện tại; và 2) tiêu thụ đường nội địa có thể giảm nếu thuế tiêu thụ đặc biệt đối với đồ uống có đường (trừ sữa và đồ uống dinh dưỡng) được áp dụng. Đề xuất của Bộ Tài chính sẽ được thảo luận thêm tại kỳ họp thứ 7 của Quốc hội khóa XV (trong T5/24).
- Mặc dù giá đậu tương toàn cầu đã giảm 9.3% CK trong 6T23, QNS lại chốt giá mua nguyên liệu đậu tương ở mức cao hơn so với cùng kỳ năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì dự phóng biên lợi nhuận gộp sữa đậu nành năm 2023 ở mức 41.8% (2022: 40.7%) nhờ việc tăng giá bán hầu hết các sản phẩm thêm 5% so với đầu năm. Với giả định về vụ thu hoạch đậu tương kỷ lục của Brazil vào năm 2023/24 (+9.6% CK) và khả năng tự chủ của Trung Quốc được cải thiện, chúng tôi kỳ vọng giá đậu tương toàn cầu sẽ tiếp tục đi ngang ở mức hiện tại vào năm 2024. Theo đó, biên lợi nhuận gộp sữa đậu nành của QNS sẽ cải thiện rõ nét hơn trong năm 2024.
- Biên lợi nhuận gộp mảng đường năm 2023 được điều chỉnh tăng mạnh lên mức 24.8% (dự phóng cũ: 16%) nhờ công ty tăng đồng thời quy mô sản xuất lẫn giá bán.
- Điều chỉnh tăng lãi suất trung bình năm 2023 thêm 100 điểm cơ bản so với dự phóng cũ để phù hợp với kết quả 6T23.

**Bảng 2. Định giá DCF**

Giá trị hiện tại từ 2023-2027F	4,502
WACC	9.9%
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn	1.0%
Hiện giá của giá trị cuối cùng	10,456
Giá trị cuối cùng/ Tổng giá trị DN	69.9%
<b>Tổng giá trị DN</b>	<b>14,958</b>
Nợ ròng	-3,139
<b>Giá trị Vốn chủ sở hữu</b>	<b>18,097</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành	301,405,350
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu</b>	<b>60,043</b>

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

Sau khi điều chỉnh giảm phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu xuống 157 điểm cơ bản và loại bỏ chiết khấu 1% do rủi ro thanh khoản thấp, WACC giảm xuống mức 9.9%.

**Bảng 3. Định giá Tương đối**

	<b>2023F</b>
EPS dự phóng	5,742
P/E mục tiêu	9.8
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu (P/E)</b>	<b>56,362</b>

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

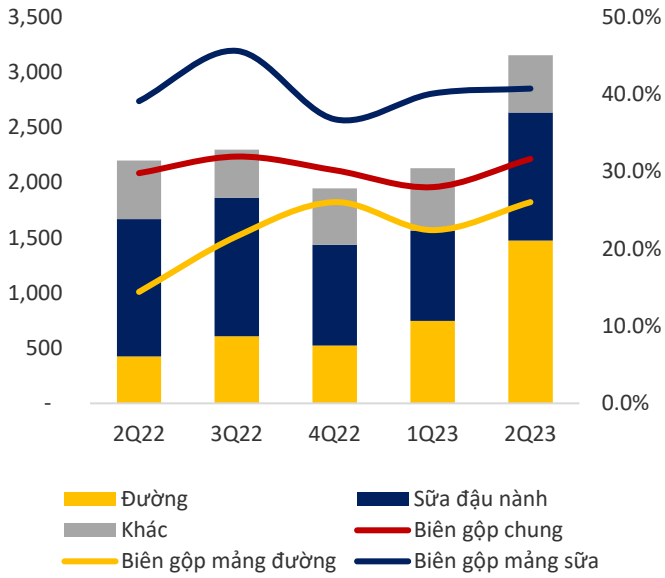
**Bảng 4. Kết quả tổng hợp**

Phương pháp định giá	Kết quả	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	60,043	50%	30,022
P/E	56,362	50%	28,181
<b>Giá trị trung bình mỗi cổ phiếu</b>			<b>58,202</b>

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

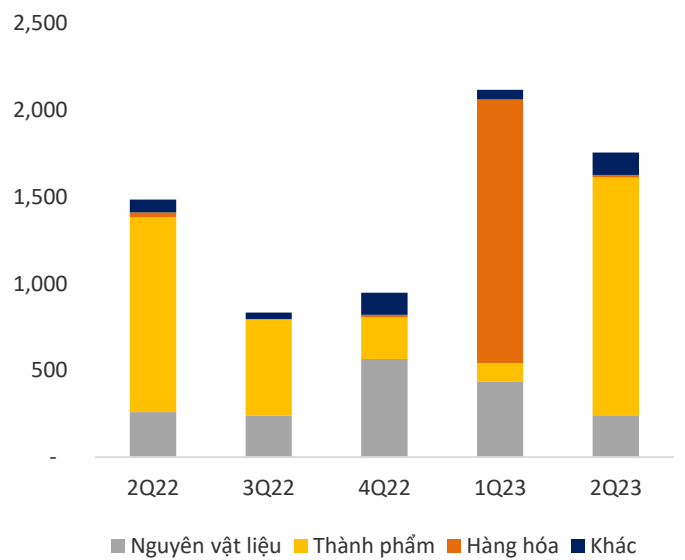
Kết hợp cả hai phương pháp DCF (50%) và P/E (50%), giá trị nội tại trên mỗi cổ phiếu của QNS đạt 58,200 đồng.

**Hình 1. Cơ cấu doanh thu QNS trong Q2/23 (tỷ đồng)**



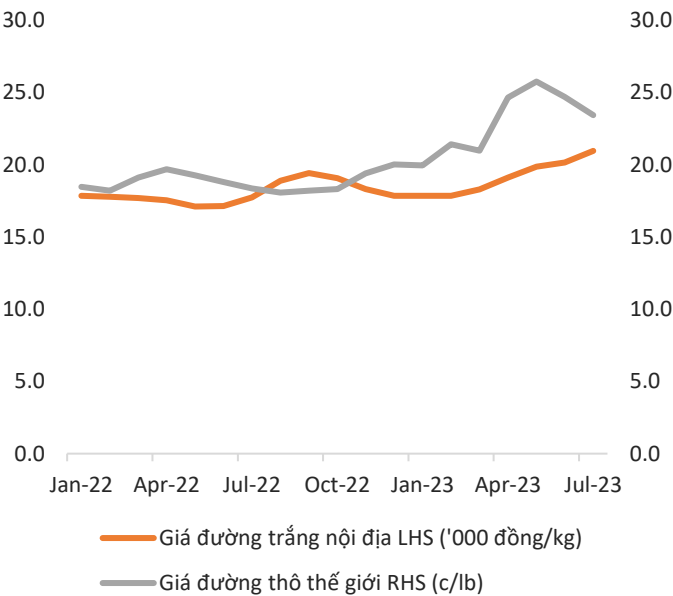
Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 2. Cơ cấu hàng tồn kho trong Q2/23 (tỷ đồng)**



Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 3. Tương quan giá đường thế giới và nội địa**



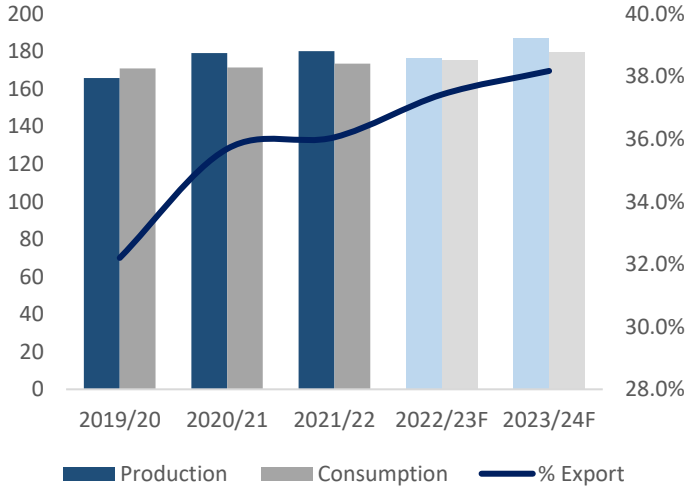
Nguồn: Bloomberg, VSSA, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 4. Giá đậu tương thế giới trong 2022-2023 (US\$/tấn)**



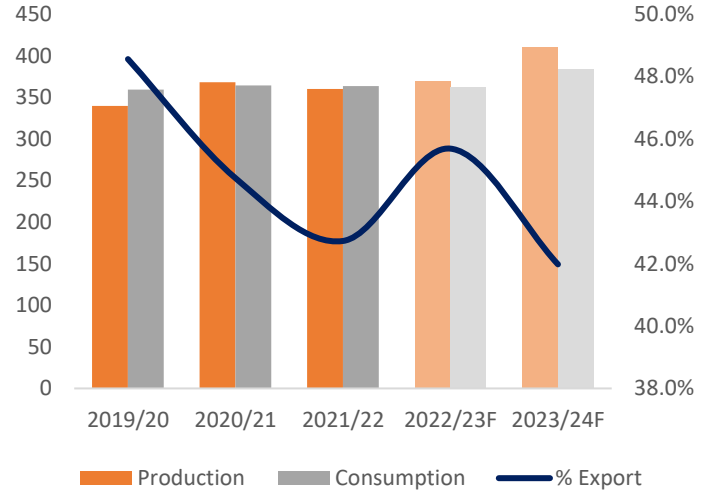
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 5. Dự phóng cung cầu đường thế giới (triệu tấn)**



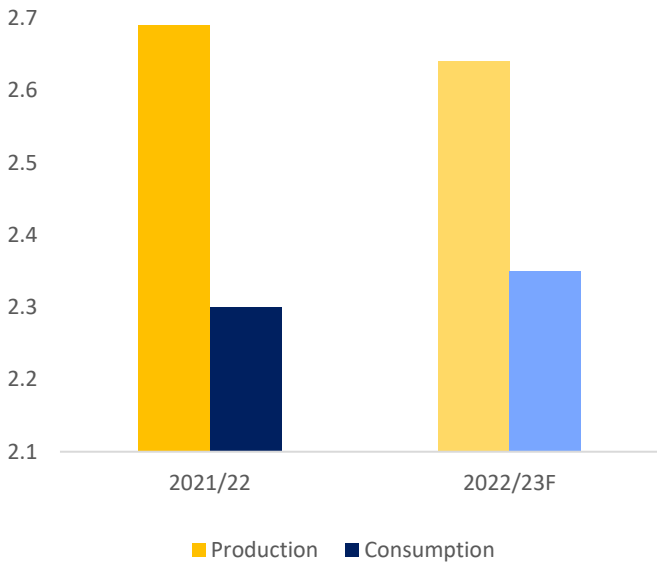
Nguồn: USDA, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 6. Dự phóng cung cầu đậu tương thế giới (triệu tấn)**



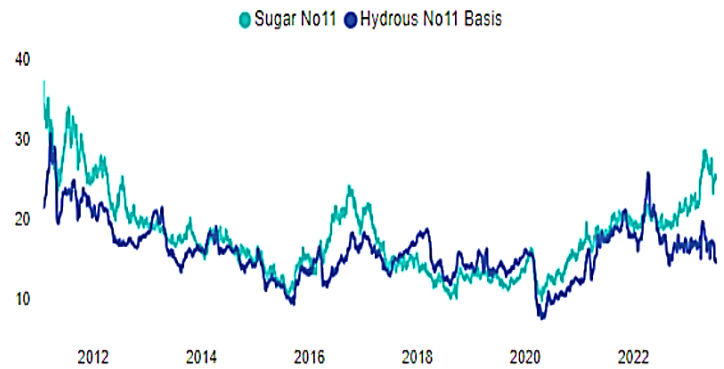
Nguồn: USDA, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 7. Dự cung đường ở Việt Nam giảm trong 2022/23F (triệu tấn)**



Nguồn: VSSA, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 8. Các nhà máy ở Brazil thu lợi nhuận cao hơn từ việc sản xuất đường so với sản xuất ethanol (c/lb)**



Nguồn: Czapp, Mirae Asset Vietnam Research

**CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (UPCOM: QNS)**

**Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh**

(VNDbn)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	7,335	8,255	10,086	10,738
Giá vốn hàng bán	5,073	5,796	6,931	7,384
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,262</b>	<b>2,459</b>	<b>3,155</b>	<b>3,354</b>
Chi phí SG&A	946	1,100	1,291	1,375
<b>Lợi nhuận HĐKD (đ/c)</b>	<b>1,316</b>	<b>1,359</b>	<b>1,864</b>	<b>1,980</b>
Lợi nhuận HĐKD	1,316	1,359	1,864	1,980
<b>Lợi nhuận Phi HĐKD</b>	<b>124</b>	<b>147</b>	<b>160</b>	<b>144</b>
Doanh thu tài chính	143	191	275	244
Chi phí tài chính	66	84	150	137
Lợi nhuận tài chính	77	107	125	107
Lợi nhuận khác	47	39	35	37
Lợi nhuận từ CT liên doanh, liên kết	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,439</b>	<b>1,505</b>	<b>2,024</b>	<b>2,124</b>
Thuế TNDN	186	219	276	301
Lợi nhuận từ Hoạt động Tiếp diễn	1,439	1,505	2,024	2,124
Lợi nhuận từ Hoạt động không liên tục	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,254</b>	<b>1,287</b>	<b>1,748</b>	<b>1,823</b>
Lợi nhuận ròng cổ đông mẹ	1,254	1,287	1,748	1,823
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
EBITDA	1,789	1,848	2,364	2,501
Biên lợi nhuận gộp (%)	30.8%	29.8%	31.3%	31.2%
Biên EBITDA (%)	24.4%	22.4%	23.4%	23.3%
Biên LNHĐKD (%)	17.9%	16.5%	18.5%	18.4%
Biên lợi nhuận ròng (%)	17.1%	15.6%	17.3%	17.0%

**Bảng Lưu chuyển tiền tệ**

(VNDbn)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Dòng tiền thuần HĐKD</b>	<b>1,476</b>	<b>1,386</b>	<b>1,937</b>	<b>2,447</b>
Lợi nhuận sau thuế	1,188	1,351	1,748	1,823
Trích lập dự phòng	3	1	-	-
Doanh thu từ CT liên kết	-	-	-	-
Khấu hao Tài sản cố định	474	490	501	521
Chi phí lãi vay ròng	0	1	-	-
Thay đổi Vốn lưu động	(189)	(456)	(311)	102
Thay đổi các Khoản phải thu	(0)	(66)	(54)	32
Thay đổi Hàng tồn kho	26	(131)	(226)	50
Thay đổi các Khoản phải trả	(119)	(27)	26	33
Điều chỉnh khác	(97)	(233)	(56)	(13)
<b>Dòng tiền thuần HĐĐT</b>	<b>(1,274)</b>	<b>(322)</b>	<b>(1,412)</b>	<b>(1,086)</b>
Thay đổi TSCĐ	(95)	(102)	(154)	(398)
Thay đổi Đầu tư CT liên kết	-	-	-	-
Thay đổi Tài sản Tài chính	(1,284)	(373)	(1,258)	(688)
Cổ tức & Tiền lãi nhận được	105	153	-	-
<b>Dòng tiền thuần HĐTC</b>	<b>(445)</b>	<b>(1,041)</b>	<b>(425)</b>	<b>(1,126)</b>
Thay đổi các khoản Vay	309	(136)	822	174
Thay đổi Vốn chủ sở hữu	-	-	-	-
Tiền trả cổ tức	(754)	(904)	(1,247)	(1,300)
Thay đổi khác	-	-	-	-
<b>Thay đổi tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(243)</b>	<b>24</b>	<b>100</b>	<b>234</b>
Tiền và tương đương tiền - Đầu kỳ	422	179	203	303
<b>Tiền và tương đương tiền - Cuối kỳ</b>	<b>179</b>	<b>203</b>	<b>303</b>	<b>537</b>

Nguồn: QNS, Mirae Asset Vietnam Research estimates

**Bảng Cân đối kế toán**

(VNDbn)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>5,323</b>	<b>6,090</b>	<b>7,844</b>	<b>8,725</b>
Tiền và tương đương tiền	179	203	303	537
Khoản phải thu	84	129	183	151
Hàng tồn kho	816	947	1,173	1,124
Tài sản ngắn hạn khác	4,245	4,812	6,184	6,913
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>4,552</b>	<b>4,176</b>	<b>3,840</b>	<b>3,717</b>
Tài sản cố định hữu hình	4,274	3,906	3,534	3,384
Xây dựng cơ bản dở dang	47	33	40	43
Tài sản cố định vô hình	12	8	26	50
Tài sản dài hạn khác	220	230	240	240
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9,876</b>	<b>10,266</b>	<b>11,684</b>	<b>12,442</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,710</b>	<b>2,750</b>	<b>3,692</b>	<b>3,931</b>
Khoản phải trả	364	479	504	537
Vay ngắn hạn	2,032	1,896	2,718	2,892
Nợ ngắn hạn khác	314	375	470	502
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>71</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	71	52	52	52
<b>Tổng nợ</b>	<b>2,781</b>	<b>2,802</b>	<b>3,743</b>	<b>3,983</b>
Vốn góp	3,088	3,088	3,088	3,088
Lợi nhuận chưa phân phối	3,368	3,701	3,934	4,413
Vốn khác	638	676	918	958
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7,095</b>	<b>7,465</b>	<b>7,940</b>	<b>8,459</b>

**Dự phóng/Định giá**

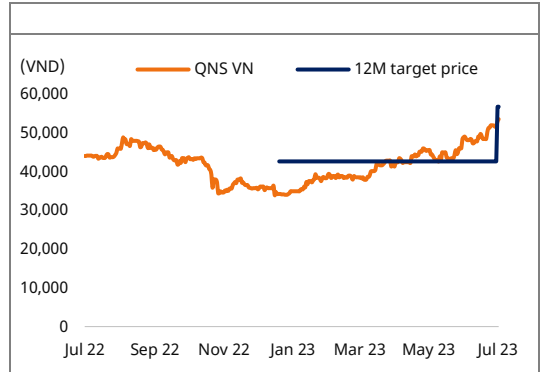
	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	13.0	12.7	9.3	8.9
P/B (x)	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBIT (x)	10.3	10.0	7.3	6.8
EV/EBITDA (x)	7.6	7.3	5.7	5.4
EPS (VND)	4,117	4,226	5,742	5,989
BPS (VND)	23,539	24,767	26,344	28,065
DPS (VND)	3,000	3,000	3,000	3,000
Tỷ lệ thanh toán cổ tức (%)	72.1%	70.3%	71.3%	71.3%
Tỷ suất cổ tức (%)	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
Tăng trưởng doanh thu (%)	13.0%	12.5%	22.2%	6.5%
Tăng trưởng EBITDA (%)	9.5%	3.3%	27.9%	5.8%
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động (%)	13.1%	3.3%	37.2%	6.2%
Tăng trưởng EPS (%)	19.0%	2.6%	35.9%	4.3%
Vòng quay Tài sản (x)	0.8	0.8	0.9	0.9
Vòng quay Khoản phải thu (x)	81.7	67.1	58.1	58.2
Vòng quay Hàng tồn kho (x)	6.1	6.6	6.5	6.4
Vòng quay Khoản phải trả (x)	13.5	13.6	14.0	14.1
ROA (%)	12.4%	11.7%	14.5%	14.2%
ROE (%)	18.3%	17.7%	22.7%	22.2%
ROIC (%)	14.6%	14.8%	17.9%	18.2%
Tỷ lệ Nợ phải trả/ Vốn chủ sở hữu (%)	39.2%	37.5%	47.1%	47.1%
Tỷ lệ Thanh toán Hiện hành (%)	196.4%	221.5%	212.5%	221.9%
Tỷ lệ Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (%)	-29.2%	-34.9%	-39.5%	-46.0%
Hệ số Thanh toán Lãi vay (x)	22.8	19.1	14.5	16.6

# 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	28/07/2023	Nắm giữ	58,200
CTCP Đường Quảng Ngãi	01/03/2023	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, vĩ 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