

CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS VN)

[Việt Nam / Thực phẩm và đồ uống]

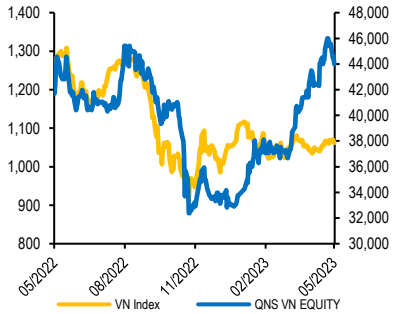
Mã Bloomberg (QNS VN) | Mã Reuters (QNS.HM)

MUA

BC Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 55,700**
Giá hiện tại (14/06/23)	VND 44,600
Suất sinh lời	25%

VNINDEX			1,117
P/E thị trường (23F, x)			11.3
Vốn hóa (tỷ VND)			15,920
SLCP đang lưu hành (triệu)			301
SLCP tự do giao dịch(triệu)			235
52 tuần cao/thấp(VND)			49,800/31,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)			0.33
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)			16
Sở hữu nước ngoài (%)			n.a
Cổ đông lớn (%)	CT TNHH MTV TM Thành Phát		16.0
	HĐQT và gia đình		15.0
Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	17.4	24.6	-1.3
Tg đối với VN-Index (%)	9.9	18.2	7.8



Nguồn: Bloomberg

Vị ngọt của đường

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 55,700 đồng

CTCP Đường Quảng Ngãi (UpCOM: QNS) là doanh nghiệp đầu ngành sản xuất sữa đậu nành và đứng thứ hai về sản xuất đường mía tại Việt Nam. Dựa trên phương pháp FCFF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua QNS với giá mục tiêu ở mức 55,700 đồng. Doanh thu và lợi nhuận của QNS dự kiến sẽ tăng trưởng trong thời gian tới vì: (1) QNS tiếp tục củng cố vị thế đầu ngành sữa đậu nành nhờ dư địa tăng trưởng cao, biên lợi nhuận gộp được cải thiện; (2) Doanh thu mảng đường tăng trưởng nhờ sản lượng và giá bán cải thiện; và (3) Tiềm lực tài chính mạnh, duy trì cổ tức cao.

Vị thế đầu ngành sữa đậu nành thương hiệu

QNS là doanh nghiệp thống lĩnh mảng sữa đậu nành đóng hộp tại Việt Nam với thị phần chiếm 90%. Tiềm năng tăng trưởng cao đến đến từ việc chuyển đổi thói quen của nhóm tiêu thụ sữa không thương hiệu (chiếm 68%). Việc đa dạng hóa sản phẩm góp phần đáp ứng nhu cầu thay đổi không ngừng của khách hàng hiện tại và thu hút khách hàng mới. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tăng trưởng 3% trong giai đoạn 2023F-2027F (cao hơn mức dự báo ngành là 1%). Ngoài ra, với cơ cấu nguyên liệu chiếm khoảng 70% giá thành sản phẩm, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng sữa hạt sẽ cải thiện lên 43% trong giai đoạn 2023F-2027F nhờ sự hạ nhiệt của giá nguyên liệu nhập khẩu và tối ưu hóa sản xuất.

Doanh thu mảng đường tăng trưởng nhờ sản lượng và giá bán cải thiện

Chúng tôi dự phóng sản lượng đường từ mía niên vụ 2022/23 đạt 160 nghìn tấn (+47% YoY) bởi thời tiết thuận lợi; giá bán đường tăng 10% năm 2023 nhờ (1) chính sách chống lẩn tránh PVTM áp mức thuế 47.64% lên đường Thái Lan và (2) giá đường thế giới ở mức cao nhất trong vòng 10 năm qua.

Tiềm lực tài chính mạnh, duy trì cổ tức cao

Tỷ số nợ/VCSH của QNS ở mức 0.44x, xấp xỉ các doanh nghiệp đầu ngành sữa, nhưng thấp hơn 66% so với các doanh nghiệp sản xuất đường khác. Khoản tiền và tương đương tiền đạt hơn 5,100 tỷ đồng (chiếm 44% tổng tài sản tại quý I/2023), các chỉ số thanh toán được cải thiện qua các năm. Ngoài ra, doanh nghiệp duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao ở mức từ 60-86%.

Rủi ro: (1) Rủi ro giá đậu nành nguyên liệu nhập khẩu tăng; (2) Rủi ro đa dạng hóa; (3) Rủi ro tác động của El Nino và La Nina lên sản lượng đường; (4) Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) đối với nước giải khát có đường; (5) Diễn biến phức tạp của đường nhập lậu.

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**8,255**	**9,825**	**10,854**	**11,924**	**13,144**
LN HĐKD (tỷ VND)	1,359	1,707	1,816	1,994	2,152
LNST (tỷ VND)	**1,286**	**1,583**	**1,716**	**1,852**	**1,997**
EPS (đồng)	4,226	5,259	5,701	6,153	6,635
BPS (đồng)	20,914	22,124	23,656	25,184	26,839
Biên LN HĐKD (%)	16.5	17.4	16.7	16.7	16.4
Biên LNST (%)	15.6	16.1	15.8	15.5	15.2
ROE (%)	**17.2**	**20.0**	**20.3**	**20.6**	**20.8**
PER (x)	8.5	10.6	9.8	9.0	8.4
PBR (x)	1.4	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA (x)	5.3	7.3	6.9	6.4	6.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mở tài khoản [Chuyên viên]

Trang Võ

☎ (84-28) 6299-7751

✉ trang.vo@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029

✉ ly.btt@shinhan.com

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

12 **Dự phóng kết quả kinh doanh**

14 **Định giá và khuyến nghị**

18 **Rủi ro**

19 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

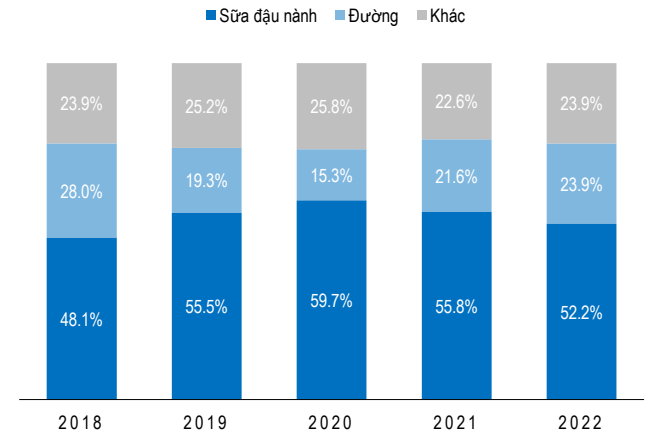
1. Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Đường Quảng Ngãi (UpCOM: QNS) tiền thân là công ty Đường Quảng Ngãi, được thành lập từ những năm 70 của thế kỉ XX. Ban đầu, QNS chủ yếu kinh doanh đường thô (Refine Standard – RS) và Cồn. Đến năm 2005, công ty đổi tên thành CTCP Đường Quảng Ngãi và chính thức niêm yết trên sàn GDCK UpCOM vào năm 2016.

Hiện nay, doanh nghiệp đang cung ứng cho thị trường thực phẩm và đồ uống gồm sữa đậu nành, đường, bia, đồ uống không cồn, bánh kẹo và điện sinh khối. QNS hiện dẫn đầu mảng sữa đậu nành đóng hộp với thị phần gần 90% và là doanh nghiệp sản xuất mía đường chiếm thị phần thứ 2 tại Việt Nam.

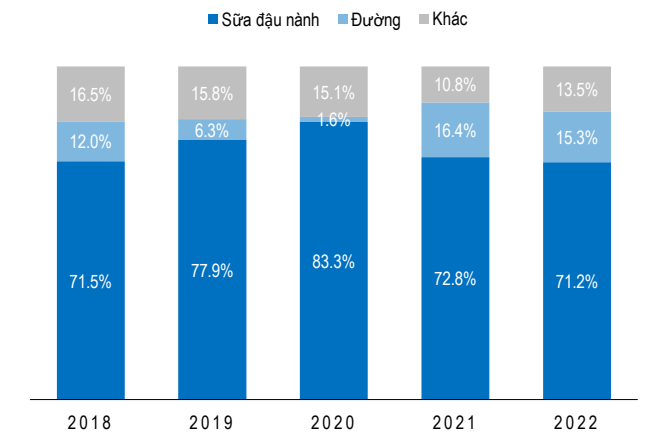
Sữa đậu nành là mảng chủ lực của doanh nghiệp với hai sản phẩm chính là Fami và Vinasoy. Mảng này đóng góp tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận gộp cao nhất cho QNS với tỷ trọng lần lượt là 52% và 71%. Bên cạnh đó, mảng đường cũng đóng góp khoảng 24% doanh thu và 15% lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp. QNS chủ yếu sản xuất đường từ mía (chiếm hơn 80%) và tinh luyện đường RE (Refined Extra - RE) (chiếm gần 20%). Các mảng khác bao gồm sản xuất bia, bánh kẹo, điện sinh khối đóng góp tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 24% và 14%.

Cơ cấu doanh thu QNS



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

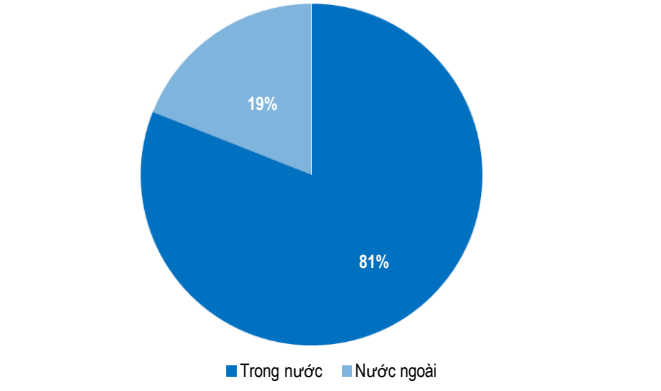
Cơ cấu lợi nhuận gộp QNS



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

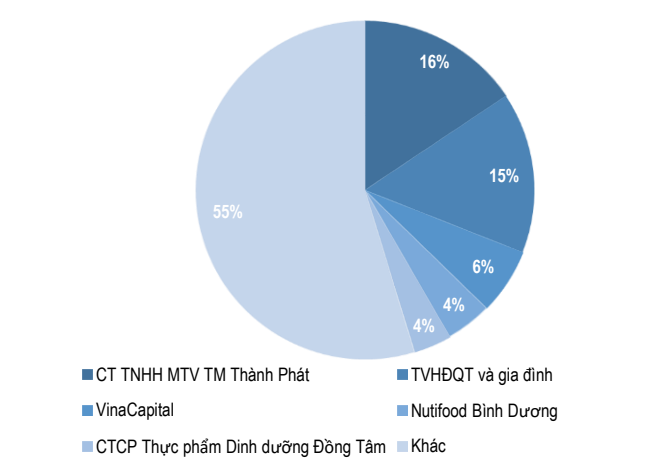
Cổ đông nước ngoài và cổ đông trong nước chiếm lần lượt là 19% và 81% cơ cấu sở hữu tại QNS. Trong đó, cổ đông lớn nhất là Công ty TNHH MTV TM Thành Phát với tỷ lệ sở hữu chiếm 16%. Đây là công ty con mà QNS nắm giữ 100% tỷ lệ sở hữu và quyền biểu quyết.

Tỷ lệ sở hữu trong nước và nước ngoài tại QNS tại ngày 10/02/2023



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

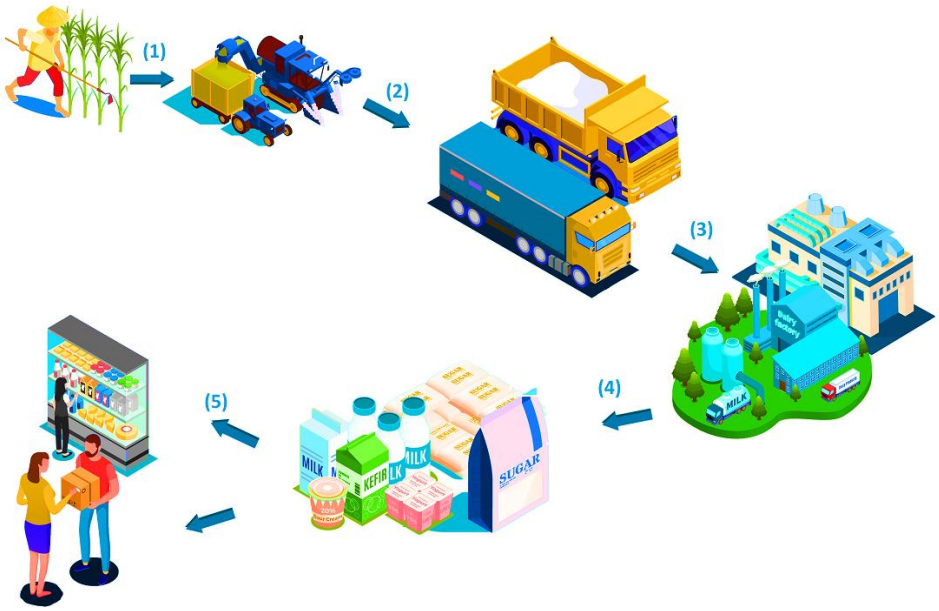
Cơ cấu sở hữu tại QNS tại ngày 10/02/2023



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Chuỗi giá trị ngành sữa đậu nành và đường mía

Chuỗi giá trị ngành mía đường



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Với mảng đường mía, doanh nghiệp sử dụng mía nguyên liệu, trải qua một loạt quy trình để phân phối đường mía đến tay người tiêu dùng.

1. Mía nguyên liệu: Doanh nghiệp liên kết với nông dân vùng An Khê – Gia Lai để trồng mía. Diện tích nông nghiệp vùng này lớn (87 nghìn hecta), năng suất và tỷ lệ chuyển đổi đường – mía (chữ đường trong mía – CCS) đều cao. Trong đó, diện tích vùng nguyên liệu của nhà máy đường An Khê năm 2023 đạt 25 nghìn hecta (+14% YoY). Doanh nghiệp thường chuyển giao các giống mía được khảo nghiệm tốt cho nông dân có kí hợp đồng hợp tác với doanh nghiệp. Điều này giúp kiểm soát năng suất và chữ đường.

2. Thu hoạch: Thời gian thu hoạch và chế biến mía đường nhìn chung rơi vào quý 4 năm trước đến quý 2 năm sau. Ngành mía đường thường sản xuất một niên vụ cho tiêu thụ cả năm.

3. Vận chuyển đến nhà máy đường: Mía sau khi thu hoạch sẽ được vận chuyển đến nhà máy đường. Thông thường, mía cần được đưa vào chế biến trong khoảng 16 tiếng sau thu hoạch để đảm bảo chất lượng mía. Do đó, nhà máy đường thường gần các vùng nguyên liệu và quy mô vùng nguyên liệu cũng tác động đến quy mô của nhà máy đường.

4. Sản xuất: Mía đưa vào sản xuất trải qua các công đoạn gồm sơ chế - ép nước, lọc và luyện đường. Nhìn chung, kĩ thuật luyện đường khá đơn giản nhưng các nhà máy đường cần có quy mô lớn để đạt lợi thế về quy mô, nâng cao năng lực về giá. Nhà máy đường An Khê – Gia Lai của QNS được đầu tư với công suất lên đến 18,000 tấn mía/ngày (TMN). Đây là nhà máy đường có công suất lớn nhất tại Việt Nam. Được đầu tư với thiết bị hiện đại, nhà máy đường An Khê có thể tối ưu hóa sản xuất, giảm thất thoát chế biến.

5. Phân phối: Sản phẩm sau sản xuất được lưu trữ và phân phối đến người tiêu dùng.

Chuỗi giá trị ngành sữa đậu nành



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Với mảng sữa đậu nành, doanh nghiệp sử dụng đậu nành nguyên liệu trải qua một loạt quy trình để phân phối đến tay người tiêu dùng.

1. Đậu nành nguyên liệu: doanh nghiệp đầu tư đậu nành tại 4 vùng là Miền Trung, Tây Nguyên, đồng bằng sông Hồng và vùng ĐBSCL với diện tích lên đến 9,000 hecta. Với nguồn gen lên đến hơn 1,500 đơn vị, Ban lãnh đạo kì vọng tạo ra những loại đậu nành thích ứng tốt với tình hình biến đổi khí hậu, góp phần bền vững hóa nguồn cung trong nước. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng nhập khẩu từ 40-60% đậu nành từ các nước khác để phục vụ mục đích phối trộn, tăng hương vị sữa đậu nành.
2. Vận chuyển: Đậu nành sau khi thu hoạch được vận chuyển đến nhà máy để sản xuất.
3. Sản xuất: Đậu nành được đưa đến các nhà máy sữa của doanh nghiệp để chế biến. QNS hiện có 3 nhà máy sữa đậu nành VINASOY đặt tại Bắc Ninh, Quảng Ngãi và Bình Dương với tổng công suất thiết kế lên đến 390 triệu lít sữa/năm.
4. Phân phối: Sau khi sản xuất và đóng gói, sữa đậu nành được phân phối đến người tiêu dùng. Hiện tại, QNS đang tập trung vào các kênh truyền thống (General Trade – GT) và siêu thị với 150,000 điểm bán hàng và hợp tác với 178 nhà phân phối. Nhờ vậy, QNS có thể đưa sản phẩm đến người tiêu dùng một cách hiệu quả.

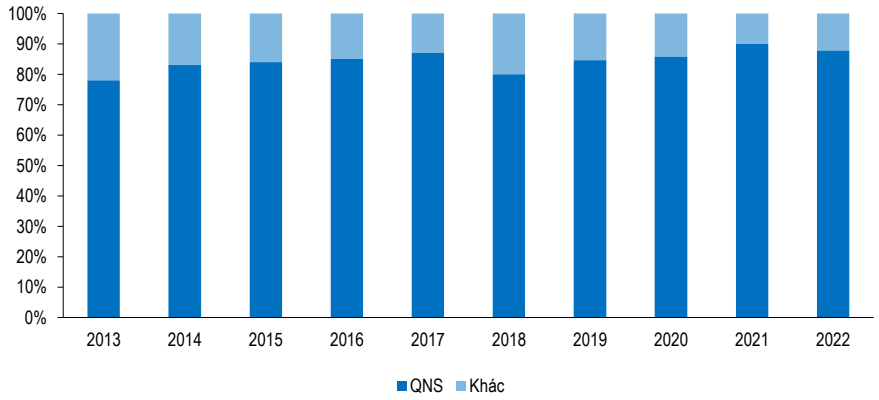
Quan điểm đầu tư

1. QNS tiếp tục củng cố vị thế đầu ngành sữa đậu nành nhờ dư địa tăng trưởng cao, biên lợi nhuận gộp được cải thiện

1.1 Vị thế đầu ngành sữa đậu nành và dư địa tăng trưởng cao

QNS hiện là doanh nghiệp đầu ngành sữa đậu nành thương hiệu tại Việt Nam với thị phần chiếm gần 90% (theo báo cáo Nielsen), và thuộc top 10 doanh nghiệp sản xuất sữa đậu nành lớn nhất thế giới (theo báo cáo Fortune Business Insights). Mảng sữa đậu nành đóng góp doanh thu và lợi nhuận gộp cao nhất cho QNS với tỷ trọng lần lượt là 52% và 71%.

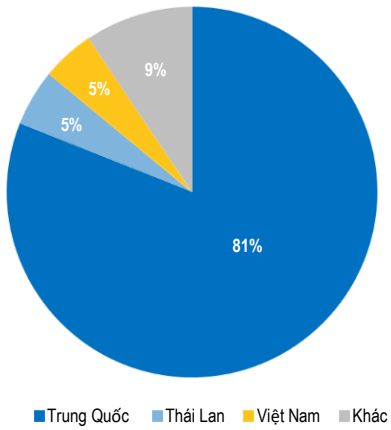
Thị phần QNS trong mảng sữa đậu nành thương hiệu



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

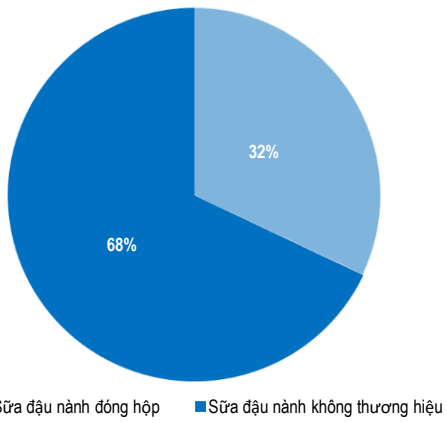
QNS vẫn còn dư địa tăng trưởng lớn nhờ sự chuyển dịch của nhóm tiêu thụ sữa đậu nành không thương hiệu. Việt Nam là một trong những quốc gia tiêu thụ sữa đậu nành lớn trên thế giới chỉ sau Trung Quốc và Thái Lan theo báo cáo của Hội đồng Xuất khẩu đậu nành Hoa Kì (USSEC) năm 2021. Trong đó, tiêu thụ sữa đậu nành không thương hiệu (làm tại nhà, bán trên đường phố, chợ) vẫn còn chiếm tỷ trọng cao (68%). Tuy vậy, sau đại dịch Covid-19, người tiêu dùng Việt quan tâm đến sức khỏe hơn và có xu hướng tìm kiếm và tiêu dùng các sản phẩm có nhãn hiệu. Do đó, chúng tôi kì vọng QNS, với thương hiệu sữa đậu nành số 1 tại Việt Nam, có thể tăng trưởng bền vững với sự chuyển dịch tiêu dùng này.

Tỷ lệ tiêu thụ sữa đậu nành trên thế giới (%)



Nguồn: USSEC (2021), Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ tiêu thụ (%) sữa đậu nành tại Việt Nam



Nguồn: USSEC (2021), Shinhan Securities Vietnam

QNS tiếp tục củng cố vị thế bằng việc ra mắt sản phẩm mới. Các sản phẩm mới chiếm khoảng 10-15% doanh thu của QNS. Ngoài các dòng đậu nành với hương vị truyền thống, QNS đa dạng danh mục của mình bằng các hương vị khác như vị cà phê, phô mai, tàu hủ gừng,… Nhìn chung, các sản phẩm này không chỉ đáp ứng thị hiếu của người tiêu dùng trung niên mà còn của nhóm tiêu dùng trẻ tuổi. Năm 2022, QNS còn tung ra dòng sữa chua uống thực vật đầu tiên tại Việt Nam. Chúng tôi kì vọng sự đổi mới không ngừng sẽ đáp ứng được nhu cầu ngày càng đa dạng của người tiêu dùng Việt. Qua đó, góp phần củng cố vị thế dẫn đầu của QNS. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa hạt của QNS sẽ tăng trưởng kép ở mức 3% trong giai đoạn 2023F-2027F, cao hơn mức tăng trưởng chung được dự báo của ngành theo báo cáo của Euromonitor (1%).

Sản phẩm sữa đậu nành vị hồng trà



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sữa chua uống thực vật Veyo

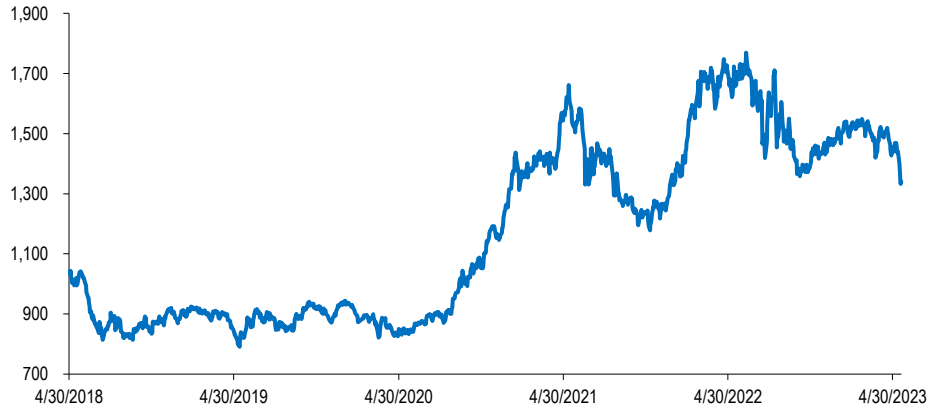


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

1.2 Biên lợi nhuận gộp sữa đậu nành được cải thiện nhờ giá đậu nành nhập khẩu hạ nhiệt

Nguyên liệu chiếm khoảng 70% cấu thành sản phẩm sữa đậu nành. Ngoài việc thu mua đậu nành nội địa, doanh nghiệp còn nhập khẩu 40-60% đậu nành phục vụ mục đích phối trộn. Với vụ mùa bội thu tại Brazil – một trong những thủ phủ đậu nành của thế giới – và sự sụt giảm trong nhu cầu tiêu thụ tại Trung Quốc, chúng tôi kì vọng giá đậu nành sẽ hạ nhiệt trong năm 2023. Từ đó, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành của doanh nghiệp được cải thiện từ mức 40.3% năm 2022 lên 43% trong năm 2023.

Biến động giá đậu nành thế giới (USD/Bu)



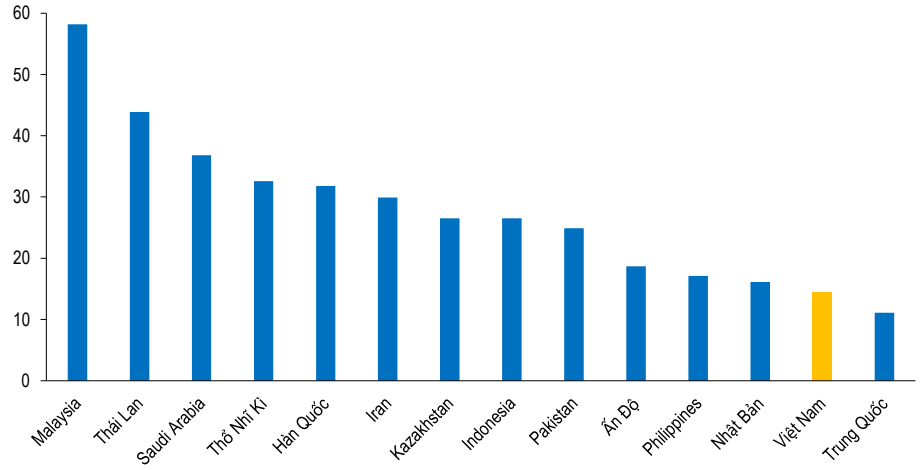
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

2. Doanh thu mảng đường tăng trưởng nhờ sản lượng và giá bán cải thiện

2.1 Sản lượng đường tăng nhờ thời tiết thuận lợi

Theo Hiệp hội mía đường Việt Nam (VSSA), lượng đường tiêu thụ tại Việt Nam ở mức 2.3-2.4 triệu tấn/năm. Theo báo cáo của OECD - FAO năm 2021, tiêu thụ đường bình quân đầu người của Việt Nam tương đối thấp so với các nước khác trong khu vực (14.4 kg/người) và được ước tính tăng trưởng lên mức 15.6 kg/người trong năm 2030 (+8.3%). Tuy nhiên, đường sản xuất trong nước hiện chỉ đáp ứng được khoảng 30% nhu cầu tiêu thụ và phải nhập khẩu đường để bù đắp cho phần thâm hụt này. Do đó, đây là cơ hội cơ hội cho các doanh nghiệp có vùng nguyên liệu lớn.

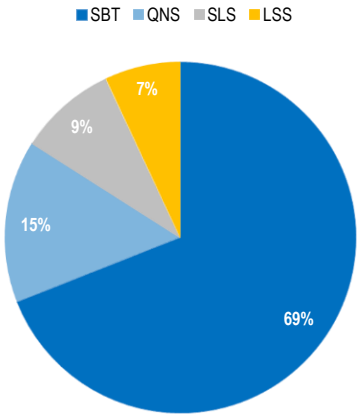
Ước tính tiêu thụ đường bình quân đầu người (kg/người) tại các nước Châu Á (2018-2020)



Nguồn: OECD – FAO (2021), Shinhan Securities Vietnam

Nguyên liệu đầu vào của đường sản xuất tại Việt Nam là cây mía. Vì vậy, bên cạnh chịu ảnh hưởng của đường nhập lậu, ngành đường còn chịu tác động bởi các pha thời tiết và sự canh tranh giữa mía và các cây trồng khác như sắn. Khi bước vào các pha cực đoan El Nino và La Nina (như niên vụ 2015/16), sản lượng, năng suất và chữ đường (Commercial Cane Sugar – CCS) trong mía giảm mạnh, từ đó, tác động tiêu cực lên ngành đường. Ngoài ra, khi giá sắn tăng, người dân chuyển đổi sang trồng sắn, làm giảm sản lượng mía cho nhà máy đường. Niên vụ năm 2022/23 (bắt đầu từ tháng 4 năm 2022 và kết thúc vào tháng 3 năm 2023) là năm có thời tiết thuận lợi cho cây mía.

Sản lượng đường sản xuất từ mía tại Việt Nam từ 4 công ty lớn niên vụ 2021/22

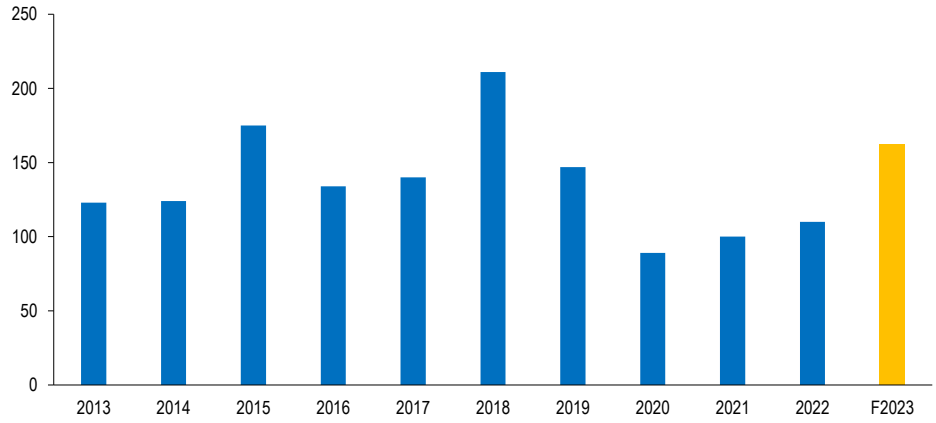


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

QNS đứng thứ 2 về sản lượng đường sản xuất từ mía tại Việt Nam. Việc đầu tư vào vùng nguyên liệu An Khê – Gia Lai góp phần giữ vững vị thế này của doanh nghiệp, bởi đây là vùng có diện tích nông nghiệp lớn, năng suất và trữ lượng đường trong mía đều cao. QNS chủ yếu liên kết với nông dân để sản xuất mía. Do thời tiết thuận lợi từ cuối năm ngoái đến đầu năm 2023, QNS ước tính lượng mía nguyên liệu cung cấp cho nhà máy An Khê của QNS năm nay khoảng 25 nghìn ha mía (+14%). Chúng tôi dự phóng sản lượng dự kiến đạt 1.68 triệu tấn và sản xuất được 160 nghìn tấn đường (+47% YoY).

Bên cạnh đó, QNS được cấp hạn ngạch nhập khẩu 20 nghìn tấn đường thô để tinh luyện năm 2022 và đã thực hiện nhập khẩu đường từ Australia vào tháng 3 năm 2023 với thuế nhập khẩu bằng 0. Như vậy, tính cả đường mía sản xuất và đường thô nhập khẩu, sản lượng đường sản xuất của QNS đạt hơn 180 nghìn tấn (+44% YoY).

Sản lượng đường sản xuất từ mía của QNS (nghìn tấn)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2.2 Giá đường nội địa tăng mạnh nhờ các biện pháp phòng vệ thương mại và giá đường thế giới đạt đỉnh

Thuế chống lẩn tránh biện pháp phòng vệ thương mại

Với chính sách hỗ trợ từ chính phủ, chi phí nguyên liệu đầu vào cho ngành đường mía Thái Lan thấp hơn, dẫn đến giá bán đường mía cạnh tranh hơn so với các nước trong khu vực. Sau khi Việt Nam thực hiện Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA) năm 2020, đường nhập khẩu được xóa bỏ hạn ngạch và chỉ chịu mức thuế 5%. Do đó, đường Thái Lan với giá bán cạnh tranh hơn ồ ạt nhập khẩu vào Việt Nam với sản lượng gấp 3 lần so với năm 2019, tác động tiêu cực đến đường mía sản xuất trong nước – vốn có giá thành sản xuất và giá bán cao hơn.

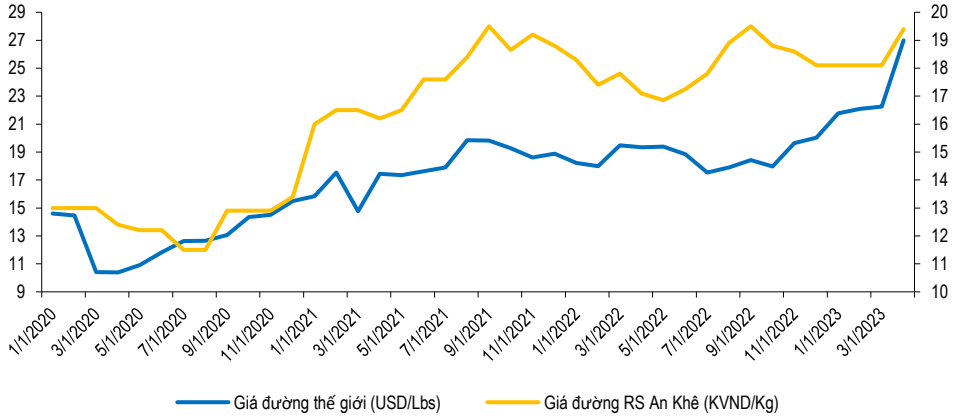
Nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh của đường mía sản xuất trong nước – ngành thâm dụng lao động và đảm bảo an sinh cho hàng triệu nông dân, Bộ Công thương đã ban hành quyết định áp dụng biện pháp phòng vệ thương mại gồm chống bán phá giá và chống trợ cấp (CBPG & CTC) với đường mía đến từ Thái Lan (Tháng 6/2021) và ban hành biện pháp chống lẩn tránh CBPG & CTC (Tháng 8/2022) đối với đường mía Thái Lan lẩn tránh qua 5 nước ASEAN gồm: Lào, Campuchia, Indonesia, Malaysia và Myanmar với mức thuế là 47.64%.

Sau khi áp thuế, giá đường Thái Lan nhập khẩu chính ngạch và lẩn tránh 5 nước ASEAN tăng mạnh, góp phần tạo lợi thế cạnh tranh cho đường nội địa. Cụ thể, giá đường Thái Lan trước khi áp thuế tháng 1 năm 2021 chỉ ở mức hơn 14,500 VND/kg tăng lên mức 17,700 VND/kg vào tháng 6 năm 2021 sau chính sách CBPG lần 1. Chúng tôi kì vọng cùng với các biện pháp xử lý đường nhập lậu, giá đường nội địa sẽ tăng 10% trong năm 2023 và tăng 2% cho giai đoạn 2024F-2027F.

Hưởng lợi từ sự tăng giá của đường thế giới

Giá đường thế giới ở mức cao nhất trong 10 năm qua, đạt mức 26.9 USD/Lbs vào tháng 4/2023 (+124% YoY) so với 18 USD/Lbs vào tháng 1/2023. Giá đường thế giới tăng đến từ sản lượng sản xuất và giao dịch giảm do (1) thời tiết bất lợi trong năm ngoái ảnh hưởng lên sản lượng đường của Ấn Độ và sản lượng được phép xuất khẩu của Ấn Độ chỉ đạt 6 triệu tấn trong niên vụ 2022/23 so với mức 11.2 triệu tấn niên vụ 2021/22; (2) Giá dầu thô cao khuyến khích các nhà máy đường chuyển sang sản xuất ethanol, trong đó có các nhà máy ở Brazil – quốc gia sản xuất đường hàng đầu thế giới.

Biến động giá đường thế giới và RS An Khê của QNS từ năm 2020

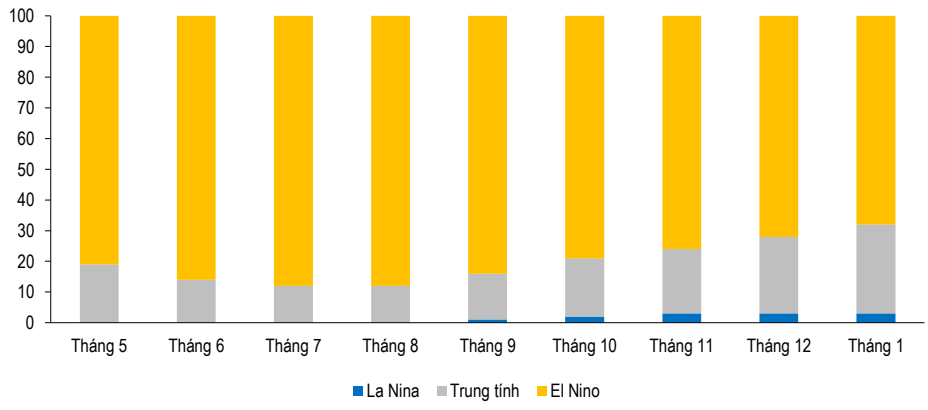


Nguồn: Bloomberg, AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Việt Nam phải nhập khẩu thêm đường mía nhằm đảm bảo nhu cầu tiêu thụ trong nước với cơ cấu sản xuất – nhập khẩu ước tính là 30:70. Trong đó, ngoài nhập khẩu từ 5 nước ASEAN và phải chịu mức thuế suất lên đến 47.64%, các công ty được cấp hạn ngạch nhập khẩu như QNS lựa chọn nhập đường thô từ Australia với thuế suất bằng 0. Việc nhập khẩu đường trong bối cảnh giá đường thế giới tăng góp phần kéo giá đường mía sản xuất nội địa tăng cao. Cụ thể, giá đường RS tại nhà máy An Khê trong tháng 5 của QNS đã tăng 7.1% YTD và 13.5% YoY.

IRI ENSO dự báo thế giới sẽ bước vào giai đoạn El Nino từ giữa cuối năm 2023. El Nino kéo dài được dự đoán gây ra hạn hán cho Ấn Độ và mưa lớn tại Brazil – hai vùng nguyên liệu mía lớn của thế giới. Chúng tôi kì vọng với tác động của hiện tượng này trong năm 2023-2024 sẽ làm sụt giảm sản lượng đường sản xuất cho niên vụ 2023/24 và tiếp tục giữ giá đường thế giới ở mức cao.

Xác suất La Nina, Trung Tính, El Nino (%) từ tháng 5/2023 đến tháng 1/2024

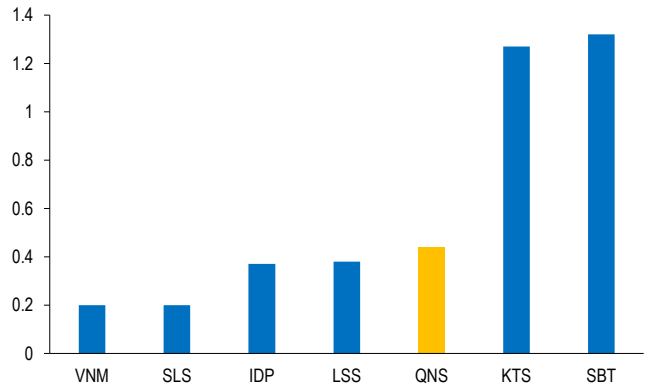


Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

3. Tiềm lực tài chính vững mạnh, duy trì cổ tức ổn định

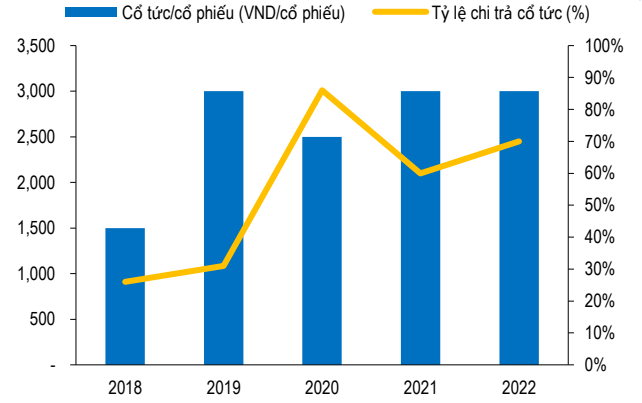
QNS là doanh nghiệp trong ngành thực thẩm – đồ uống với sản phẩm chủ lực là sữa và đường. Tỷ số nợ/VCSH của QNS nhìn chung xấp xỉ các doanh nghiệp sản xuất sữa đầu ngành như VNM và IDP, nhưng thấp hơn 66% so với các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh đường như KTS và SBT.

Cơ cấu nợ trên VCSH của các DN thực phẩm đồ uống



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

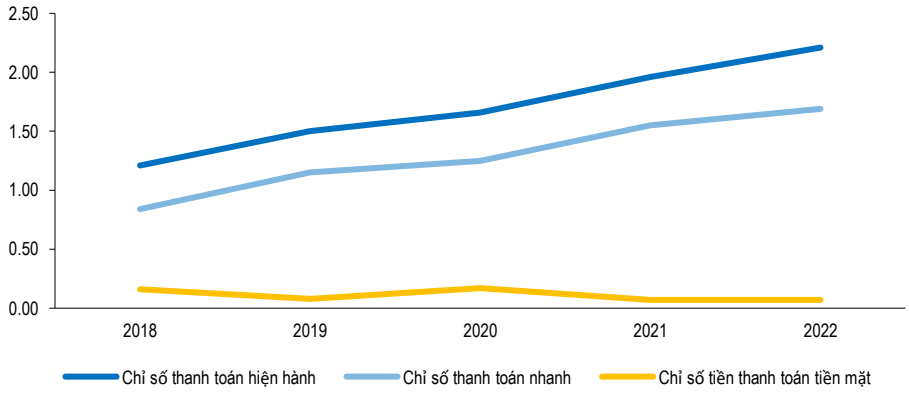
Mức chi trả cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn vốn vay của QNS là vốn vay ngân hàng ngắn hạn, chủ yếu để tài trợ cho vốn lưu động cho doanh nghiệp như mua hàng hóa phục vụ sản xuất kinh doanh và đã thanh toán hết khoản vay dài hạn từ năm 2018. Với tổng tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn đạt hơn 5,100 tỷ (chiếm 44% tổng tài sản tại ngày 31/3/2023), doanh nghiệp có nguồn tài chính dồi dào để tài trợ cho các dự án mở rộng sản xuất kinh doanh cho các năm tiếp theo. Các chỉ số thanh toán cũng đồng thời được cải thiện qua các năm.

Các chỉ số thanh toán qua các năm



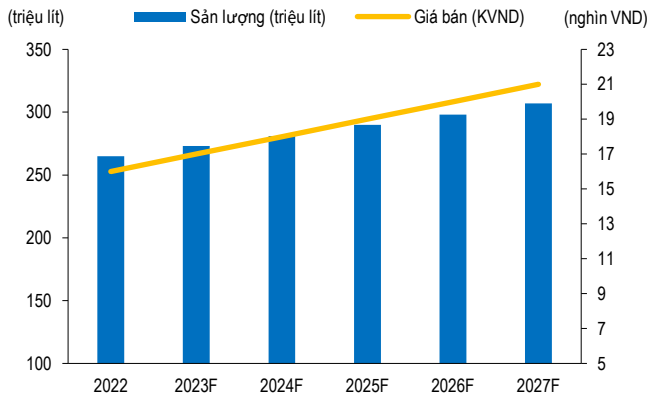
Nguồn: Dữ liệu công ty Shinhan Securities Vietnam

Ngoài ra, doanh nghiệp duy trì mức chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn qua các năm ở mức 2,500 VND đến 3,000 VND/cổ phiếu, với tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ 60 – 80% trong 3 năm qua sau khi đã hoàn thành nghĩa vụ nợ dài hạn. Hiện tại, QNS chưa thực hiện đầu tư dự án mới, do đó, chúng tôi kì vọng doanh nghiệp sẽ tiếp tục duy trì mức cổ tức này trong tương lai.

Dự phóng doanh thu

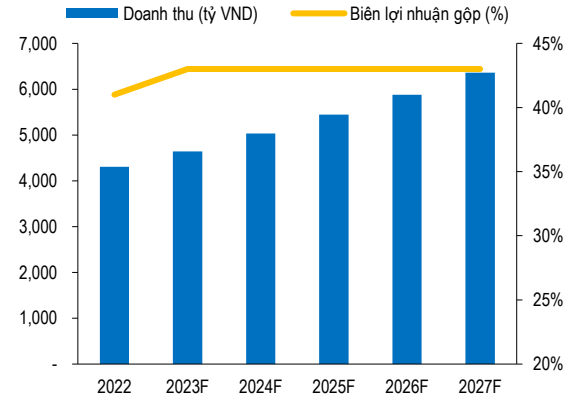
Với các luận điểm trên nói trên, chúng tôi kì vọng doanh thu của mảng sữa thực vật tăng trưởng 7.8% YoY lên mức 4,641 tỷ VND với biên lợi nhuận gộp đạt mức 43%, tương đương 1,996 tỷ VND trong năm 2023F. Cụ thể, giá bán và sản lượng tăng nhờ ra mắt sản phẩm mới với giá đậu nành nhập khẩu hạ nhiệt là động lực chính thúc đẩy doanh thu, phục hồi biên lợi nhuận gộp cho QNS cho năm nay. Giai đoạn 2024F – 2027F, chúng tôi thận trọng dự phóng sản lượng tăng 3% và giá bán tăng 5% mỗi năm bởi sự canh tranh trong mảng sữa và biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 43% nhờ tối ưu được sản xuất thông qua giống cây trồng và công nghệ.

Dự phóng sản lượng và giá bán bình quân của sữa thực vật



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

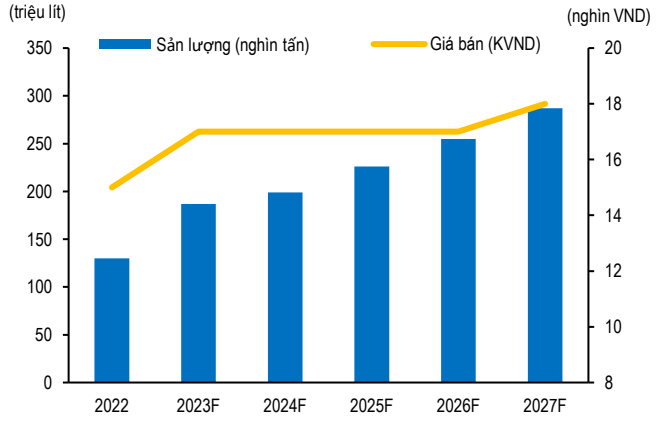
Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng sữa của QNS



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

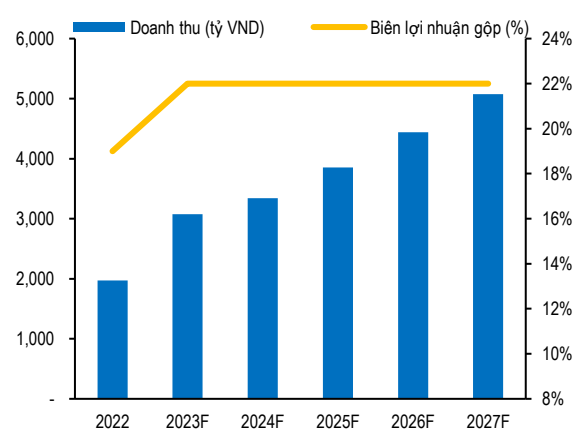
Với mảng đường, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng trưởng 56% YoY lên mức 3,077 tỷ đồng với giá bán tăng 10% YoY và sản lượng tăng 43% YoY trong năm 2023F nhờ sản lượng mía tăng mạnh. Biên lợi nhuận gộp ở mức 22%, tăng nhẹ so với năm ngoái bởi sự bù trừ trong việc tăng giá bán và tăng giá thu mua mía nguyên liệu. Chúng tôi thận trọng đánh giá tăng trưởng doanh thu chỉ duy trì quanh mức 14-15% cho giai đoạn 2024F-2027F do (1) tác động của biến đổi khí hậu lên sản lượng mía, (2) diễn biến phức tạp của đường nhập lậu và (3) chính sách thuế tiêu thụ đặc biệt cho nước giải khát có đường nếu được thông qua. Biên lợi nhuận gộp cho giai đoạn 2024F-2027F ở mức 22% bởi việc duy trì giá thu mua mía cho nông dân để duy trì vùng nguyên liệu được ổn định.

Dự phóng sản lượng và giá bán bình quân của đường



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng đường của QNS



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của QNS (2022-2027F)

(Đơn vị: tỷ VND)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	8,255	9,825	10,854	11,924	13,144	14,478
Sữa	*4,305*	*4,641*	*5,033*	*5,444*	*5,877*	*6,359*
Đường	*1,973*	*3,077*	*3,343*	*3,856*	*4,440*	*5,075*
*Thương mại**	*1,582*	*1,704*	*2,067*	*2,205*	*2,399*	*2,608*
Khác	*395*	*403*	*411*	*419*	*428*	*436*
Lợi nhuận gộp	2,459	2,985	3,260	3,568	3,900	4,262
Lợi nhuân từ HĐKD	1,359	1,707	1,816	1,994	2,152	2,337
Lợi nhuận ròng	1,286	1,583	1,716	1,852	1,997	2,163
Biên lợi nhuận (%)						
Biên lợi nhuận gộp	29.8	30.4	30.0	29.9	29.7	29.4
Biên lợi nhuận từ HĐKD	16.5	17.4	16.7	16.7	16.4	16.1
Biên lợi nhuận ròng	15.6	16.1	15.8	15.5	15.2	14.9
Tăng trưởng (%YoY)						
Doanh thu thuần	12.5	19.0	10.5	9.9	10.2	10.1
Lợi nhuận từ HĐKD	3.3	25.6	6.4	9.8	7.9	8.6
Lợi nhuận ròng	2.6	23.0	8.4	7.9	7.8	8.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

(*) Doanh thu thương mại từ công ty con là Công ty TNHH MTV TM Thành Phát. Công ty này chủ yếu bán các sản phẩm của QNS.

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 55,700 VND

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Đường Quảng Ngãi với khuyến nghị giữ và giá mục tiêu ở mức 55,700 đồng tương ứng với mức tăng 25% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, QNS là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

1) QNS tiếp tục củng cố vị thế đầu ngành sữa đậu nành nhờ dư địa tăng trưởng cao, biên lợi nhuận gộp được cải thiện
2) Sản lượng và giá bán đường tăng mạnh;
3) Tài chính vững chắc và cổ tức ổn định.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá QNS. Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành có quy mô tương đồng với QNS hoạt động trong nước và khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Trung bình P/E của các doanh nghiệp trong thống kê (ngoại trừ QNS) ở mức 11.0x. Kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2023 ở mức 5,259 đồng, chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu 12 tháng QNS ở mức 57,849 VND.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Mã chứng khoán	PE	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS (%)	ROA (%)	ROE (%)
BRCM IN Equity	14.27	22,395	(37.88)	5.73	10.03
KSL TB Equity	9.12	9,750	114.29	3.44	7.39
DCB IN Equity	8.74	8,215	(16.49)	6.56	9.88
HTC TB Equity	9.63	5,154	(18.80)	8.56	13.85
DSIL IN Equity	9.51	4,794	(32.40)	7.77	14.83
PWRT MK Equity	14.57	4,523	(8.54)	13.29	20.34
Trung bình	11.0				
EPS forward	5,259				
Giá mục tiêu	**57,849**				

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Company

Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3% là lãi suất phi rủi ro, Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử của QNS và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của QNS được định giá ở mức 53,510 đồng.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	**11.7**
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.0
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	11.1
Beta	0.86
Chi phí nợ (%)	4.0
Chi phí sử dụng vốn (%)	12.6
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.12
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	1,896

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCF của QNS

Đơn vị: tỷ VND	**2023F**	**2024F**	**2025F**	**2026F**	**2027F**
LN ròng	1,583	1,716	1,852	1,997	2,163
Cộng: Lãi vay sau thuế	71	79	94	105	118
Cộng: Khấu hao	488	489	491	499	504
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	62	117	136	126	111
Trừ: Vốn đầu tư	325	11	11	11	12
Dòng tiền tự do (FCFF)	**1,756**	**2,156**	**2,290**	**2,464**	**2,662**
Tỷ lệ chiết khấu	0.90	0.80	0.72	0.65	0.58
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,580	1,725	1,649	1,602	1,544
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	9,646				
Giá trị doanh nghiệp	17,746				
Nợ vay	1,896				
Tiền và tương đương tiền	203				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.301				
Giá mục tiêu (VND)	**53,510**				

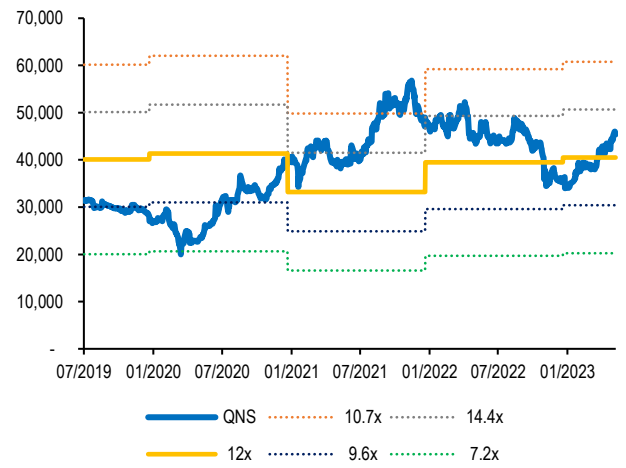
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của QNS từ 2017



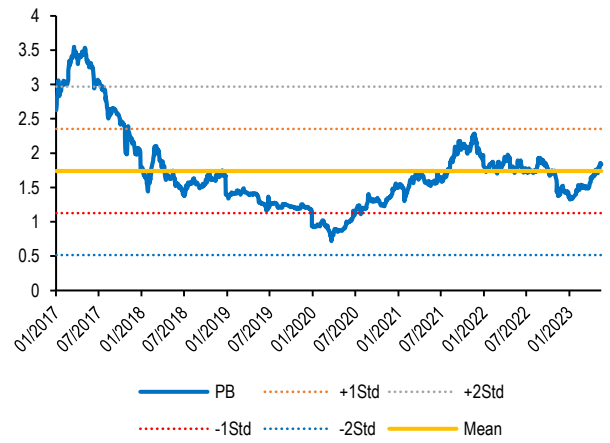
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của QNS



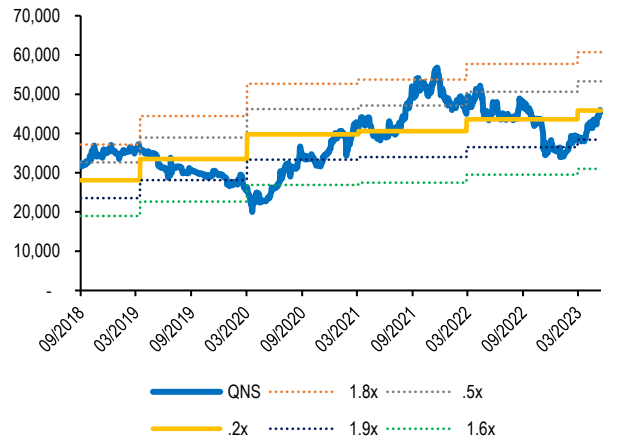
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của QNS từ 2017



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của QNS



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của QNS từ năm 2017



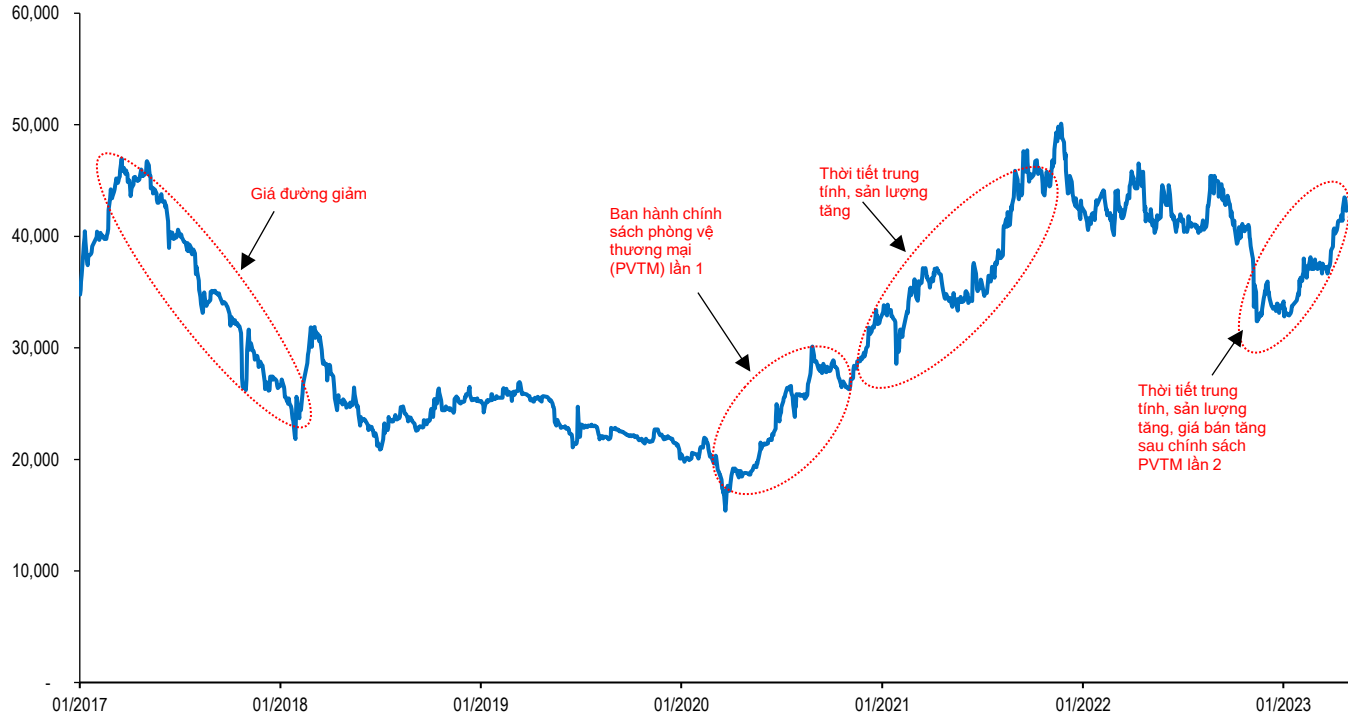
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR và ROE dự phóng của QNS



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của QNS



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro về giá đậu nành nguyên liệu nhập khẩu tăng

QNS nhập khẩu đậu nành từ 40-60% từ các quốc gia khác như Canada nhằm phối trộn nâng cao chất lượng sản phẩm. Khoảng 70% giá thành của sữa đậu nành đến từ đậu nành nguyên liệu, do đó, những biến động trong giá đậu nành thế giới sẽ tác động đến biên lợi nhuận gộp của QNS. Ngoài thời tiết, nhiều yếu tố ảnh hưởng lên giá đậu nành thế giới như giá trị đồng USD, giá phân bón, và các yếu tố khác.

Rủi ro đa dạng hóa

Thói quen tiêu thụ sản phẩm dinh dưỡng thực vật vẫn còn chưa cao. Theo Euromonitor, nguyên nhân chính đến từ việc suy nghĩ các sản phẩm dinh dưỡng từ thực vật chưa có giá trị cao như sữa tươi. Do đó, việc mở rộng thị trường, sản xuất các sản phẩm nguồn gốc thực vật như sữa chua uống thực vật là tiềm năng nhưng cũng đem đến rủi ro nhất định cho QNS khi thị trường còn chưa quen thuộc đối với loại sữa chua này.

Rủi ro tác động của El Nino và La Nina lên sản lượng đường

Sản lượng mía bị tác động mạnh bởi hiện tượng El NiNo và La Nina, do đó, lượng đường sản xuất được trong các năm có thời tiết cực đoan có khả năng giảm mạnh. Cụ thể, niên vụ 2015/16, sản lượng đường của QNS chỉ đạt 134 nghìn tấn so với mức 175 nghìn tấn trong niên vụ trước đó khi chịu ảnh hưởng của El Nino. Tuy vậy, hai loại hiện tượng thời tiết cực đoan này thường khó dự đoán trong dài hạn. Giữa cuối năm 2023 được dự báo là năm của El Nino. Do đó, khả năng sản lượng của niên vụ 2023/24 sẽ giảm do ảnh hưởng của hiện tượng này.

Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) đối với nước giải khát có đường

Dưới những ảnh hưởng tiêu cực của đường lên sức khỏe, Bộ Tài chính đề xuất áp thuế TTĐB đối với nước giải khát có đường trong dự án Luật Thuế Tiêu thụ đặc biệt. Cụ thể, ngoại trừ một số mặt hàng nước uống không thuộc đối tượng chịu thuế như: sữa; thực phẩm dạng lỏng dùng với mục đích dinh dưỡng; nước khoáng thiên nhiên, nước uống đóng chai, nước rau, quả và nectar (mật) rau, quả và sản phẩm từ cacao. Tuy chưa có khung thuế cụ thể, việc áp thuế TTĐB đối với nước giải khát có đường nếu được thông qua dự kiến sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ cho các sản phẩm giải khát chứa đường và ảnh hưởng tiêu cực lên doanh thu của ngành đường nói chung và các công ty sản xuất đường tinh nói riêng.

Diễn biến phức tạp của đường nhập lậu

Đường nhập lậu là một trong những trở ngại lớn của ngành đường Việt Nam. Việc sản xuất chỉ đáp ứng được khoảng 30% nhu cầu tiêu thụ trong nước và mức áp thuế cho đường Thái Lan nhập khẩu chính ngạch lên đến 47.64% dẫn đến việc nhập lậu đường vào Việt Nam tại khu vực biên giới tăng. Đường nhập lậu với giá đường thấp kìm hãm giá đường trong nước và tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp sản xuất đường. Vì vậy, sự phát triển của ngành đường còn phụ thuộc nhiều vào việc kiểm soát đường nhập lậu của các cơ quan chức năng.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	**10,266**	**11,069**	**11,928**	**12,806**	**13,771**
Tài sản ngắn hạn	6,090	6,991	8,297	9,623	11,040
Tiền và tương đương tiền	203	501	779	1,353	1,936
Đầu tư TC ngắn hạn	4,296	4,796	5,644	6,200	6,835
Các khoản phải thu	587	574	637	698	770
Hàng tồn kho	844	816	947	1,081	1,194
Tài sản ngắn hạn khác	160	304	290	291	305
Tài sản dài hạn	4,176	4,078	3,631	3,183	2,731
Tài sản cố định	3,914	3,470	2,992	2,672	2,337
Chi phí xây dựng cơ bản	33	313	313	153	0
Tài sản dài hạn khác	262	608	639	511	394
Tổng nợ	**2,802**	**3,173**	**3,485**	**3,818**	**4,192**
Nợ ngắn hạn	2,750	3,121	3,433	3,766	4,140
Khoản phải trả	479	590	651	715	789
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,896	2,162	2,378	2,615	2,877
Khác	375	369	404	436	474
Nợ dài hạn	52	52	52	52	52
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
Khác	52	52	52	52	52
Vốn chủ sở hữu	**7,465**	**7,896**	**8,443**	**8,988**	**9,579**
Vốn góp chủ sở hữu	3,569	3,569	3,569	3,569	3,569
Thặng dư vốn	354	354	354	354	354
Vốn khác	(159)	(123)	(88)	(52)	(16)
Lợi nhuận giữ lại	3,701	4,096	4,608	5,117	5,672
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0
*Nợ vay	1,896	2,162	2,378	2,615	2,877
*Nợ ròng (tiền)	(2,603)	(3,135)	(4,045)	(4,938)	(5,894)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**8,255**	**9,825**	**10,854**	**11,924**	**13,144**
Tăng trưởng (%)	12.5	19.0	10.5	9.9	10.2
Giá vốn hàng bán	**(5,796)**	**(6,840)**	**(7,594)**	**(8,356)**	**(9,244)**
Lợi nhuận gộp	**2,459**	**2,985**	**3,260**	**3,568**	**3,900**
Biên lợi nhuận gộp (%)	29.8	30.4	30.0	29.9	29.7
Chi phí BH & QLDN	**(1,100)**	**(1,278)**	**(1,444)**	**(1,574)**	**(1,748)**
LN từ HĐKD	**1,359**	**1,707**	**1,816**	**1,994**	**2,152**
Tăng trưởng (%)	3.3	25.6	6.4	9.8	7.9
Biên LN từ HĐKD (%)	16.5	17.4	16.7	16.7	16.4
LN khác	**146**	**155**	**179**	**185**	**197**
Thu nhập tài chính	191	196	230	252	278
Chi phí tài chính	(84)	(85)	(93)	(110)	(124)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(83)	(84)	(93)	(110)	(124)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	39	44	42	43	43
LNTT	**1,505**	**1,862**	**1,995**	**2,179**	**2,349**
Thuế TNDN	(219)	(279)	(279)	(327)	(352)
LNST	**1,286**	**1,583**	**1,716**	**1,852**	**1,997**
Tăng trưởng (%)	2.6	23.0	8.4	7.9	7.8
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.6	16.1	15.8	15.5	15.2
LNST cổ đông công ty mẹ	1,286	1,583	1,716	1,852	1,997
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	**1,588**	**1,946**	**2,088**	**2,289**	**2,473**
Tăng trưởng (%)	5.5	22.5	7.3	9.6	8.0
Biên LN (%)	19.2	19.8	19.2	19.2	18.8
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**2,078**	**2,434**	**2,577**	**2,780**	**2,972**
Tăng trưởng (%)	5.0	17.1	5.9	7.9	6.9
Biên LN (%)	25.2	24.8	23.7	23.3	22.6

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	**1,385**	**1,805**	**1,852**	**1,951**	**2,088**
Lợi nhuận ròng	1,505	1,583	1,716	1,852	1,997
Khấu hao TSCĐ	490	488	489	491	499
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(159)	(192)	(226)	(248)	(273)
Thay đổi vốn lưu động	(276)	(62)	(117)	(136)	(126)
Thay đổi khác	(175)	(12)	(10)	(8)	(9)
Tiền từ HĐ đầu tư	**(322)**	**(633)**	**(633)**	**(319)**	**(373)**
Thay đổi tài sản cố định	(102)	(325)	(11)	(11)	(11)
Thay đổi tài sản đầu tư	(373)	(500)	(848)	(556)	(635)
Khác	153	192	226	248	273
Tiền từ HĐ tài chính	**(1,041)**	**(874)**	**(941)**	**(1,058)**	**(1,132)**
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(136)	266	216	237	262
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(904)	(1,140)	(1,157)	(1,295)	(1,394)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**22**	**298**	**278**	**574**	**583**
Tổng tiền đầu năm	179	203	501	779	1,353
Thay đổi trong tỷ giá	2	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	203	501	779	1,353	1,936

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

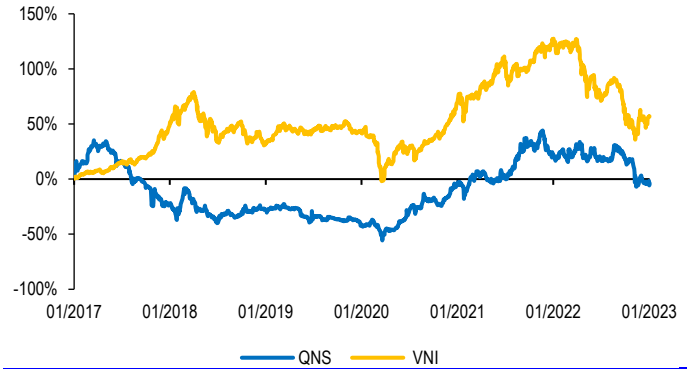
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	4,226	5,259	5,701	6,153	6,635
BPS (đồng)	20,914	22,124	23,656	25,184	26,839
DPS (đồng)	3,014	3,800	3,857	4,317	4,647
PER (x)	8.5	10.6	9.8	9.0	8.4
PBR (x)	1.4	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA (x)	5.3	7.3	6.9	6.4	6.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	70.3	72.0	67.4	69.9	69.8
Lãi cổ tức (%)	2.7	2.0	1.9	2.1	2.2
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	25.2	24.8	23.7	23.3	22.6
Biên LN từ HĐKD (%)	16.5	17.4	16.7	16.7	16.4
Biên LNST (%)	15.6	16.1	15.8	15.5	15.2
ROA (%)	12.5	14.3	14.4	14.5	14.5
ROE (%)	17.2	20.0	20.32	20.6	20.8
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	25.4	27.4	28.2	29.1	30.0
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(125.3)	(128.8)	(157.0)	(177.6)	(198.3)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	163.6	169.7	187.1	200.6	211.9
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	19.1	23.2	22.5	20.8	19.9
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	25.9	28.0	29.4	29.4	29.3
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	55.5	54.1	54.7	54.7	54.4
Số ngày khoản phải thu (ngày)	21.5	21.6	20.4	20.4	20.4

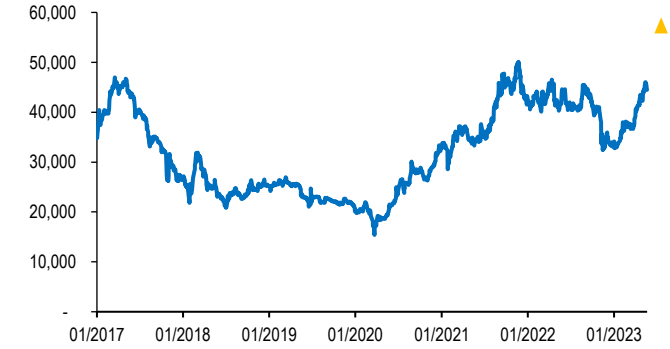
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
14/06/2023 (BC lần đầu)	MUA	55,700	17.7	32.5/4.2

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Trang Vo

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: QNS VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000