

Ngành : Tiêu dùng

Khuyến nghị

MUA

## Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi - (UPCOM:QNS) CƠ HỘI TỪ NGÀNH ĐƯỜNG

Giá hiện tại:	<b>46,500</b>	Ngày viết báo cáo:	23/9/2022	<b>Cơ cấu cổ đông</b>	
Giá mục tiêu trước đây	-	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	357	CTTNHH MTV TM Thành Phát	15.6%
Giá mục tiêu mới:	<b>56,800</b>	Vốn hóa (tỷ đồng)	16,598	Võ Thành Đàng	7.04%
Tỷ suất cổ tức	<b>4.3%</b>	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	3,351,600	CTCP TP DD Nutifood và pháp nhân liên quan	7.02%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>22%</b>	Sở hữu nước ngoài còn lại	30.86%		

### Bộ phận Equity Research:

Phạm Thị Minh Châu  
Chauptm@bsc.com.vn  
Ngành Tiêu dùng, bán lẻ

### Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

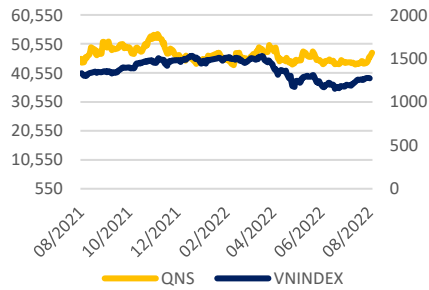
Vũ Việt Anh

Anhvv@bsc.com.vn

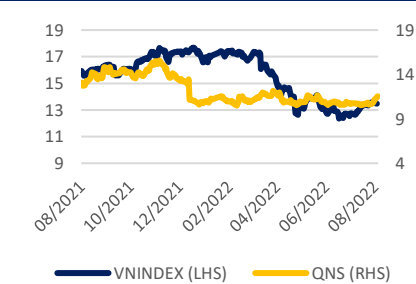
Giá khuyến nghị: VND

Giá cắt lỗ: VND

### Bảng so sánh giá CP và VN- Index



### Bảng so sánh P/E và VN index



## QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mã cổ phiếu QNS với **giá mục tiêu là 56,800 VND – Upside 22% so với giá đóng cửa ngày 23/9/2022**, theo phương pháp DCF với WACC =10%. Dựa trên (1) triển vọng tích cực của ngành đường; (2) giá nguyên vật liệu hạ nhiệt và (3) cơ cấu tài chính lành mạnh.

## DỰ BÁO KQKD

**BSC kỳ vọng DTT và LNST của QNS năm 2022 lần lượt đạt 8,147 tỷ đồng (+11%YoY) và 1,352 tỷ đồng (8%YoY), EPS FW = 3,637 VND, P/E FW =12.8 lần.** Động lực tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ (1) DT mảng đường tăng 14%YoY; (2) DT mảng sữa đậu nành tăng 9%YoY.

**Năm 2023, DTT và LNST lần lượt đạt 8,950 tỷ đồng (+10%YoY) và 1,527 tỷ đồng (+13%YoY)** chủ yếu đến từ (1) Mảng đường được hỗ trợ cả về giá và hiệu suất hoạt động của nhà máy đường RE tăng từ 8% CS (2022E) lên 13% CS (2023F) (2) Biên lợi nhuận gộp của mảng Sữa đậu nành được cải thiện từ 39.7% lên 41% nhờ xu hướng giảm của giá NVL.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ 2H/2022 nhờ (1) giá đường nội địa được hỗ trợ từ quyết định 1514/QĐ-BCT ngày 1/8/2022 và (2) mảng sữa đậu nành: đã tăng giá bán trong 1H/2022 và giá NVL có xu hướng giảm.
- Cơ cấu tài chính lành mạnh, cổ tức ổn định từ 4%-5%/năm.

## Catalyst

- Giá đường nội địa được hỗ trợ nhờ quyết định 1514/QĐ-BCT ngày 1/8/2022 áp dụng các biện pháp chống lẩn tránh phòng vệ thương mại đối với một số sản phẩm đường mía nhập khẩu từ 5 nước Asian.
- Nhà đầu tư chiến lược và CTHĐQT tăng tỷ lệ sở hữu.
- Tiềm năng đến từ việc hợp tác đầu tư với các doanh nghiệp lớn.

## RỦI RO

- Biến động giá đường thế giới và sản lượng đường nhập lậu tăng sau QĐ 1514/QĐ-BCT.
- Biến động giá NVL đầu do bất ổn chính trị trên thế giới.

	2021	2022F	2023F	Peer
P/E (x)	14	13	11	12.8
P/B (x)	2.3	2.1	1.9	4.2
EV/EBITDA (x)	8.5	8.5	8.5	9.2
ROA (%)	13%	12%	13%	8%
ROE (%)	18%	17%	17%	15%

	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu	6,490	7,335	8,147	8,950
Lợi nhuận gộp	2,051	2,262	2,518	2,830
LNST	1,053	1,254	1,352	1,527
EPS	2,832	3,371	3,637	4,107
Tăng trưởng EPS	-18%	19%	8%	13%

## CẬP NHẬT KQKD 1H/2022

	Q2/2022	Q2/2021	%YoY	1H/2022	1H/2021	%YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	2,202	2,022	9%	4,015	3,661	10%
Lãi gộp	657	654	1%	1,141	1,041	10%
<b>GPM</b>	<b>29.86%</b>	<b>32%</b>		<b>28.43%</b>	<b>28.44%</b>	
Chi phí bán hàng	(175)	(172)	1%	(407)	(338)	21%
Chi phí QLDN	(68)	(80)	-15%	(127)	(139)	-9%
<b>SG&amp;A/Rev</b>	<b>11.0%</b>	<b>12%</b>		<b>13.31%</b>	<b>13.027%</b>	
Lợi nhuận HĐKD	415	402	3%	607	564	
<b>Biên LN HĐKD</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>		<b>15.11%</b>	<b>15.41%</b>	
Thu nhập tài chính	47	32	47%	84	62.3	36%
Chi phí tài chính	(25)	(18)	39%	(47)	(34)	35%
Thu nhập khác, ròng	(0)	1	-131%	(1)	10	-106%
LNTT	436	417	5%	644	602	7%
<b>LNST</b>	<b>365</b>	<b>361</b>	<b>1%</b>	<b>541</b>	<b>521</b>	<b>4%</b>
<b>Biên LNST</b>	<b>16.59%</b>	<b>17.83%</b>		<b>13.48%</b>	<b>14.24%</b>	

Nguồn Fiinpro

**Trong 1H.2022, QNS ghi nhận DTT = 4,015 tỷ VNĐ (10% yoy) và LNST = 541 tỷ VNĐ (+4% yoy) – hoàn thành 52%KH và 54%KH. Trong đó:**

**(1) Doanh thu mảng sữa đậu nành (+12%YoY)** nhờ sản lượng KD tăng 7% YoY và giá bán tăng ~5%YoY. Biên LNG của mảng sữa đậu nành giảm 1.9 điểm phần trăm so với cùng kì, do mức tăng giá bán chỉ đủ bù đắp một phần mức tăng của chi phí NVL (+25-28%YoY)

**(2) Doanh thu mảng đường (-3%YoY)** do thị trường trầm lắng khiến sản lượng tiêu thụ giảm hai chữ số, nhưng công ty đánh giá với lượng tồn kho lớn, QNS sẽ nắm bắt được cơ hội sự kiện bộ công thương thông qua quyết định áp dụng các biện pháp chống lẩn tránh phòng vệ thương mại đối với một số sản phẩm đường mía nhập khẩu từ 5 nước Asian, làm sản lượng nhập khẩu đường giảm.

**Biên LNST của QNS trong 1H2022 giảm từ 14.2% xuống còn 13.5% do nhà máy Vinasoy Bắc Ninh hết giai đoạn được ưu đãi thuế suất.**

### **Biên lợi nhuận ngành đường được cải thiện nhờ Quyết định 1514/QĐ-BCT.**

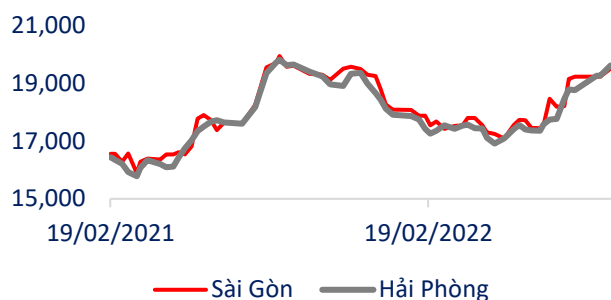
**Quyết định 1514/QĐ-BCT ngày 1/8/2022 áp dụng các biện pháp chống lẩn tránh phòng vệ thương mại đối với một số sản phẩm đường mía nhập khẩu từ 5 nước Asian gồm Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar, với tổng mức thuế là 47,64%, trong đó thuế chống bán phá giá là 42,99% và thuế chống trợ cấp là 4,65% - Tương đương với mức áp thuế CPTG và CTC trước đó đối với các SP đường từ Thái Lan vào 16/6/2021. Quyết định này sẽ có hiệu lực sau 7 ngày kể từ ngày được ban hành cho đến ngày 15/6/2026, trừ trường hợp được thay đổi, gia hạn theo các quyết định khác của Bộ Công Thương.**

**Chúng tôi kì vọng sự kiện này tác động tích cực tới ngành đường nội địa 2H/2022, về cả giá và sản lượng so với nửa đầu năm 2022** do giảm sự cạnh tranh không lành mạnh từ đường nhập khẩu chính ngạch và diễn biến tăng của giá đường sẽ có độ trễ từ 1-2 tháng do việc tích trữ tồn kho trước khi quy định được ban hành vào tháng 6,7/2022.

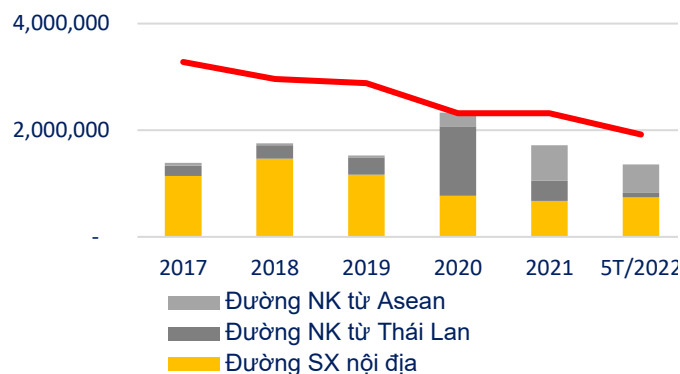
Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý ngành đường nội địa có thể đối mặt rủi ro, khi thực thi Quyết định 1514/QĐ-BTC sẽ làm giảm tác động của hiệp định ATIGA có thể dẫn đến tăng nguồn cung từ đường nhập lậu, khó kiểm soát bởi lẽ (1) nguồn cung nội địa chưa thể đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ do những hạn chế về năng lực sản xuất của các DN nội địa và vùng nguyên liệu phân mảnh khiến giá thành sản xuất đường nội địa còn khá cao so với

các nước trong khu vực (2) chi phí sản xuất của các ngành sản xuất thực phẩm sử dụng đường tăng cao, trong khi sức mua bị ảnh hưởng bởi lạm phát, khiến các DN sx nhỏ lẻ có nhu cầu lựa chọn NVL có giá thành rẻ hơn,

### Diễn biến giá đường tại cảng Hải Phòng và cảng Sài Gòn (VND/KG)



### Nguồn cung đường thay đổi trước và sau áp dụng ATIGA và thuế CBPG đối với đường Thái Lan



Nguồn: Agromonitor, Tổng cục hải quan

### CƠ HỘI CHO NGÀNH ĐƯỜNG TRONG 2H/2022- 2023

	2020	2021	2022F	2023F
DT Đường	994	1,584	1,807	2,298
%YoY	-33%	59%	14%	27%
DT Sữa đậu nành	3,875	4,091	4,451	4,806
%YoY	-9%	6%	9%	8%
Thành Phát	1,053	1,178	1,212	1,248
%YoY	-38%	12%	3%	3%
Khác	1,344	1,400	1,696	1,730
%YoY	-17%	4%	21%	2%
DTT	6,490	7,335	8,147	8,950
%YoY	-16%	13%	11%	10%
Lãi gộp	2,051	2,262	2,518	2,830
GPM	31.6%	30.8%	30.91%	31.62%
Chi phí bán hàng	(654)	(694)	(811)	(891)
Chi phí QLDN	(234)	(253)	(256)	(281)
SG&A/Rev	13.7%	12.9%	13.1%	13.1%
EBIT	1,163	1,316	1,451	1,658
Biên EBIT	17.9%	17.9%	17.8%	18.5%
Thu nhập tài chính	142	143	198	200
Chi phí tài chính	(72)	(66)	(86)	(87)
Thu nhập khác, ròng	33	47	47	47
LNTT	1,266	1,439	1,610	1,818
LNST	1,053	1,254	1,352	1,527
Biên LNST	16.2%	17.1%	16.6%	17.1%
%YoY	-18%	19%	8%	13%
EPS	2,832	3,371	3,637	4,107
P/E	16.4	13.8	12.8	11.3

Nguồn: BSC research

BSC kỳ vọng DTT và LNST của QNS năm 2022 lần lượt đạt 8,147 tỷ đồng (+11%YoY) và 1,352 tỷ đồng (8%YoY), EPS FW = 3,637 VND, P/E FW =12.8 lần– Cao hơn P/E trung bình 5 năm 8 lần. Động lực tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ

(1) DT mảng đường tăng 14%YoY nhờ sản lượng kinh doanh và giá được hỗ trợ khi sản lượng đường nhập khẩu dự kiến suy giảm sau quyết định 1514/QĐ-BCT,

(2) DT mảng sữa đậu nành tăng 9%YoY và biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành trong 2H/2022 được cải thiện ~30 điểm cơ bản so với 1h/2022 nhờ xu hướng giảm của giá NVL trong Q3/2022 (vd: Đậu Nành).

Tuy nhiên sự kiện nhà máy Vinasoy Bắc Ninh hết giai đoạn được ưu đãi thuế suất khiến thuế TNDN dự kiến tăng từ 13% (2021) lên 16% (2022).

**Năm 2023, DTT và LNST lần lượt đạt 8,950 tỷ đồng (+10%YoY) và 1,527 tỷ đồng (+13%YoY) chủ yếu đến từ** (1) Mảng đường được hỗ trợ cả về giá và hiệu suất hoạt động của nhà máy đường RE tăng từ 8% CS (2022E) lên 13% CS (2023F) (2) Biên lợi nhuận gộp của mảng Sữa đậu nành được cải thiện từ 39.7% lên 41% nhờ xu hướng giảm của giá NVL.

## Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mã cổ phiếu QNS với **giá mục tiêu là 56,800 VND – Upside 22% so với giá đóng cửa ngày 23/9/2022**, theo phương pháp DCF với WACC =10%. Dựa trên (1) triển vọng tích cực của ngành đường; (2) giá nguyên vật liệu hạ nhiệt và (3) cơ cấu tài chính lành mạnh, khiến doanh nghiệp ít chịu áp lực về lãi suất so với các doanh nghiệp cùng ngành trong bối cảnh lãi suất tăng cao.

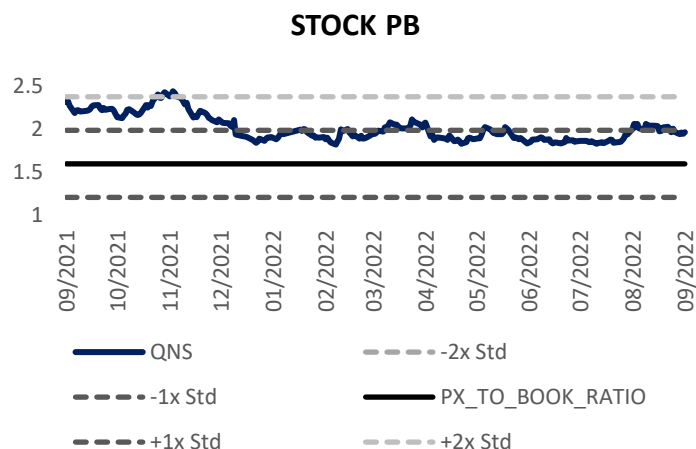
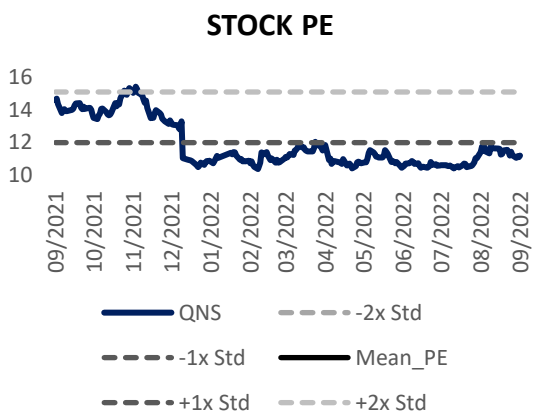
Phương pháp DCF	2022	2023	2024	2025	2026
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	1,184	1,395	1,553	1,673	1,803
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	1,140	1,219	1,233	1,206	1,181
Giá trị cuối cùng	17,865				
Chiết khấu giá trị cuối cùng	11,701				
Tổng giá trị chiết khấu	17,680				
(-) Nợ	(2,468)				
(+) Tiền mặt	5,064				
Tổng giá trị công ty	20,276				
SLCP Lưu hành (triệu)	357				
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>56,800</b>			Rf	5.6%
Giá Hiện tại	46,500			Beta	0.71
Upside	22%			Ke	12%
<b>Khuyến nghị</b>	<b>MUA</b>			Kd	5%
Tỷ lệ cổ tức	4.3%			WACC	10.1%
P/E TB ngành (Trailing)	12.8			g	0%

Nguồn: BBG, BSC

Bảng: Tổng hợp thông tin tài chính các doanh nghiệp trong ngành mía đường và ngành sữa.

Mã CK	Vốn hóa (Tỷ đồng)	EBITDA/(Nợ vay ngắn hạn+Tiền lãi vay)	Tỷ lệ tiền và các khoản tương đương/nợ vay	P/E Trailing	P/B Trailing	P/S Trailing
QNS	16,309	0.68	1.19	12.95	2.37	2.12
<b>Trung vị ngành</b>		<b>0.33</b>	<b>0.15</b>	<b>11.00</b>	<b>1.61</b>	<b>1.16</b>
Ngành đường	SBT	10,998	0.17	14.03	1.25	0.60
	SLS	1,494	0.49	7.96	1.97	1.72
	LSS	704	0.41	15.55	0.44	0.34
	KTS	90	0.22	11.20	0.53	0.51
<b>Trung vị ngành</b>		<b>1.47</b>	<b>1.16</b>	<b>13.57</b>	<b>5.23</b>	<b>2.17</b>
Ngành sữa	VNM	160,718	1.32	16.97	4.71	2.64
	IDP	8,842	1.62	10.17	5.75	1.69

Nguồn: FiinPro



Nguồn: Bloomberg

## PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	6,490	7,335	8,147	8,950
Giá vốn hàng bán	(4,438)	(5,073)	(5,628)	(6,120)
Lợi nhuận gộp	2,051	2,262	2,518	2,830
Chi phí bán hàng	(654)	(694)	(811)	(891)
Chi phí QLDN	(234)	(253)	(256)	(281)
Lãi/lỗ HDKD	1,163	1,316	1,451	1,658
Doanh thu tài chính	142	143	198	200
Chi phí tài chính	(72)	(66)	(86)	(87)
Chi phí lãi vay	(71)	(66)	(86)	(87)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	33	47	47	47
Lợi nhuận trước thuế	1,266	1,439	1,610	1,818
Thuế thu nhập DN	(213)	(186)	(257)	(291)
LN sau thuế	1,053	1,254	1,352	1,527
CĐTS	-	-	-	-
LNST - CĐTS	1,053	1,254	1,352	1,527
EBITDA	1,634	1,790	1,911	2,110
EPS	2,832	3,371	3,637	4,107

CĐKT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Tiền và tương đương tiền	422	179	586	1,187
Đầu tư ngắn hạn	2,639	3,923	4,478	4,272
Phải thu ngắn hạn	264	386	424	637
Tồn kho	844	816	1,407	1,790
TS ngắn hạn khác	19	19	21	23
TS ngắn hạn	4,188	5,323	6,916	7,910
TS hữu hình còn lại	3,807	4,285	3,716	3,144
Khấu hao lũy kế	(4,441)	(4,669)	(4,669)	(4,669)
TS dở dang dài hạn	928	47	265	504
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	227	220	220	220
TS dài hạn	4,963	4,552	4,201	3,868
Tổng TS	9,150	9,876	11,117	11,778
Nợ phải trả	383	364	373	405
Vay ngắn hạn	1,723	2,032	2,468	2,077
Nợ ngắn hạn khác	342	243	274	301
Tổng Nợ ngắn hạn	2,517	2,710	3,199	2,883
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	20	20	20	20
Tổng Nợ dài hạn	20	20	20	20
Tổng Nợ	2,538	2,730	3,219	2,904
Vốn góp	3,569	3,569	3,569	3,569
Thặng dư vốn cổ phần	353	353	353	353
LN chưa phân phối	2,910	3,368	4,172	5,148
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng Vốn chủ sở hữu	6,605	7,095	7,898	8,875
Tổng nguồn vốn	9,143	9,825	11,117	11,778
Số lượng cổ phiếu lưu hành	357	357	357	357

LCTT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
(Lỗ)/LNST	1,266	1,439	1,610	1,818
Khấu hao và phân bổ	471	474	460	452
Thay đổi vốn lưu động	(278)	(91)	(591)	(538)
Điều chỉnh khác	(315)	(332)	(343)	(377)
LCTT từ HĐ KD	1,108	1,477	1,052	1,257
Tiền chi mua TSCĐ	(199)	(114)	(109)	(120)
Đầu tư khác	143	(1,161)	-	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(56)	(1,274)	(109)	(120)
Tiền chi trả cổ tức	(904)	(754)	(535)	(535)
Tiền từ vay ròng	58	309	436	(391)
Tiền thu khác	(845)	(445)	(971)	(145)
LCTT từ HĐ Tài chính	(845)	(445)	(535)	(535)
Dòng tiền đầu kỳ	215	422	179	586
Tiền trong kì	207	(242)	407	601
Dòng tiền cuối kỳ	422	180	586	1,187

Chỉ số (%)	2020	2021	2022	2023
Khả năng thanh toán				
H số TT ngắn hạn	1.66	1.96	2.16	2.74
H số TT nhanh	1.32	1.66	1.55	2.01
Cơ cấu vốn				
H số Nợ/TTS	0.19	0.21	0.22	0.18
H số Nợ/VCSH	0.26	0.29	0.31	0.23
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	47.2	40.4	63.4	73.4
Số ngày phải thu	14.8	19.1	19.1	26.1
Số ngày phải trả	31.5	26.2	24.2	24.2
CCC	30.5	33.3	58.3	75.3
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	31.6%	30.8%	30.9%	31.6%
Lợi nhuận LNST	16.2%	17.1%	16.6%	17.1%
ROE	15.9%	17.7%	17.1%	17.2%
ROA	11.5%	12.8%	12.2%	13.0%
Định Giá				
PE	16.14	13.55	12.57	11.13
PB	2.47	2.30	2.07	1.84
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-15.5%	13.0%	11.1%	9.9%
Tăng trưởng EBIT	17.9%	17.9%	17.8%	18.5%
Tăng trưởng LNNT	-17.9%	13.6%	11.8%	12.9%
Tăng trưởng EPS	-18.5%	19.0%	7.9%	12.9%

Nguồn: Bloomberg, BSC

## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

*Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.*

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10&11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>  
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**