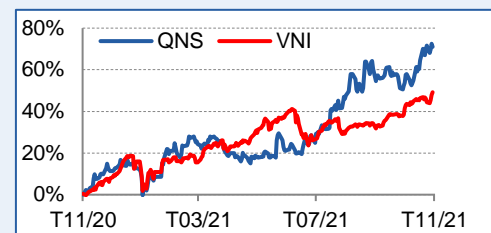


Ngành	F&B/Nông nghiệp		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	30/11/2021	Tăng trưởng DT	-15,5%	16,1%	11,7%	3,3%
Giá hiện tại	54.000VND	Tăng trưởng EPS	-19,5%	24,6%	15,4%	-0,3%
Giá mục tiêu	51.200VND	Biên LN gộp	31,6%	32,1%	32,2%	32,2%
Giá mục tiêu gần nhất	47.100VND	Biên LN ròng	16,2%	17,5%	18,1%	17,5%
TL tăng	-5,2%	EV/EBITDA	8,6x	7,3x	6,6x	6,5x
Lợi suất cổ tức	5,6%	Giá CP/DTHĐ	14,7x	9,0x	8,1x	7,9x
Tổng mức sinh lời	+0,4%	P/E	15,6x	12,6x	10,9x	10,9x



GT vốn hóa	702,5tr USD		QNS	VNI
Room KN	271,1tr USD	P/E (trượt)	13,5x	17,5x
GTGD/ngày (30n)	3,5tr USD	P/B (hiện tại)	2,5x	2,8x
Cổ phần Nhà nước	0%	Nợ ròng/CSH	-0,3x	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	301,4 tr	ROE	19,4%	15,8%
Pha loãng	301,4 tr	ROA	13,9%	2,5%

Tổng quan Công ty:
CTCP Đường Quảng Ngãi là nhà sản xuất sữa đậu nành hàng đầu và là một trong những nhà sản xuất đường lớn nhất Việt Nam. Ngoài ra, công ty còn hoạt động trong các lĩnh vực khác như bia, nước khoáng, bánh kẹo và điện sinh khối.

Đào Danh Long Hà, CFA
Chuyên viên cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Sữa đậu nành dẫn dắt tăng trưởng năm 2022

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** dành cho CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS). Theo quan điểm của chúng tôi, P/E dự phóng 2022 hiện tại của QNS là 10,9 lần hiện là khá phù hợp do đóng góp lợi nhuận ròng đáng kể (26% dự phóng vào năm 2022) từ HĐKD đường mang tính chu kỳ có biên lợi nhuận cao bất thường trong khi mảng kinh doanh sữa đậu nành có triển vọng tăng trưởng trung bình.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tăng 9% do chúng tôi đưa vào mô hình định giá nhà máy đường tinh luyện (RE) mới bắt đầu đi vào hoạt động vào cuối năm 2021, dự báo sữa đậu nành cao hơn và số dư tiền ròng lớn hơn.
- Mức tăng trưởng EPS 15% năm 2022 của chúng tôi được dẫn dắt bởi lợi nhuận từ sữa đậu nành (+16% YoY) nhờ tiêu thụ trong nước hơn và chi phí đầu vào thấp hơn. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng sản lượng đường sẽ tăng nhờ sản lượng mía cao hơn trong bối cảnh thời tiết thuận lợi hơn (lượng mưa cải thiện).
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS 2023-2024 sẽ giảm tốc đến mức đi ngang hoặc 1 chữ số thấp do giá bán trung bình của đường giảm khi chúng tôi cho rằng giá đường cao hiện tại và điều kiện thời tiết được cải thiện sẽ thúc đẩy nguồn cung đường trong nước bên cạnh rủi ro về đường nhập lậu từ Thái Lan.
- Yếu tố hỗ trợ: Các sự kiện của công ty giúp hỗ trợ giá cho mảng HĐKD sữa đậu nành của QNS, mà chúng tôi tin rằng có thể được thị trường định giá cao hơn nếu xem xét riêng.

QNS duy trì vị thế thống trị trên thị trường sữa đậu nành; chúng tôi nhận thấy dư địa để gia tăng biên lợi nhuận. QNS cho biết thị phần sữa đậu nành của công ty đã vượt mức 90% trong quý 3/2021. Chúng tôi cho rằng thị phần gia tăng một phần nhờ các thị trường chính của QNS là miền Bắc và miền Trung ít bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 hơn miền Nam. Chúng tôi dự báo doanh số sữa đậu nành sẽ đạt CAGR 7% trong giai đoạn 2021-2024 nhờ nhu cầu tiêu dùng tăng cao. Dựa theo kỳ vọng của chúng tôi về hiệu suất hoạt động cao hơn và giá đường (nguyên liệu đầu vào chính cho sữa đậu nành) thấp hơn - cùng với việc giá đậu nành điều chỉnh gần đây - chúng tôi dự báo biên lợi nhuận ròng của mảng sữa đậu nành sẽ tăng từ 17,1% trong năm 2021 lên 18,4%/19,9%/20,5% trong năm 2022/2023/2024.

Chúng tôi kỳ vọng giá đường trong nước sẽ hạ nhiệt vào năm 2022 do khả năng sản lượng mía đường tại Thái Lan phục hồi dẫn đến nguy cơ lượng đường lậu vào Việt Nam gia tăng. Trong quý 3/2021, biên lợi nhuận gộp của mảng đường tăng lên 31,1% so với mức trung bình trong giai đoạn 2012-2020 là 10,6%, được củng cố bởi (1) sản lượng bán phục hồi từ mức thấp do thời tiết khô hạn của năm 2020 và (2) giá bán trung bình cao hơn. Theo QNS, giá bán trung bình hàng tháng của đường trắng (RS) ở Việt Nam đã tăng 37% YoY trong 9 tháng đầu năm 2021 trong bối

cảnh sản lượng đường Thái Lan giảm và Việt Nam áp dụng thuế chống bán phá giá mới đối với đường Thái Lan. Với tiềm năng sản lượng đường tại Việt Nam và Thái Lan gia tăng nhờ thời tiết thuận lợi hơn, chúng tôi kỳ vọng giá đường sẽ bắt đầu giảm trong 6 tháng cuối năm 2022 khi mùa thu hoạch mía đường kết thúc. Dù mức thuế chống bán phá giá mới của Việt Nam, chúng tôi cho rằng nguy cơ gia tăng buôn lậu đường vào Việt Nam vẫn còn - tương tự như giai đoạn trước năm 2020 khi Việt Nam duy trì hệ thống hạn ngạch nhập khẩu để bảo vệ ngành đường trong nước. Tương ứng, chúng tôi dự báo giá bán đường RS trung bình của QNS sẽ tăng 40% vào năm 2021 và đi ngang trong năm 2022, sau đó giảm 15%/5% vào năm 2023/2024.

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	6.490	7.537	8.422	8.700
Giá vốn hàng bán	-4.438	-5.119	-5.708	-5.896
Lợi nhuận gộp	2.051	2.418	2.714	2.803
Chi phí bán hàng	-654	-748	-818	-874
Chi phí quản lý DN	-234	-272	-304	-314
LN thuần HĐKD	1.163	1.398	1.592	1.615
Thu nhập tài chính	142	155	191	225
Chi phí tài chính	-72	-75	-75	-65
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-71</i>	<i>-75</i>	<i>-75</i>	<i>-65</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	33	37	39	41
LNTT	1.266	1.514	1.748	1.816
Thuế TNDN	-213	-191	-222	-295
LNST trước CĐTS	1.053	1.323	1.526	1.521
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.053	1.323	1.526	1.521
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	1.053	1.323	1.526	1.521

EBITDA	1.634	1.935	2.122	2.162
EPS báo cáo, VND	3.451	4.301	4.963	4.947
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	3.451	4.301	4.963	4.947
EPS pha loãng, điều chỉnh ¹ VND	3.451	4.301	4.963	4.947
DPS, VND	3.000	3.000	3.000	3.000
DPS/EPS (%)	87%	70%	60%	61%

(1) điều chỉnh cho khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-15,5%	16,1%	11,7%	3,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	-20,2%	20,2%	13,9%	1,5%
Tăng trưởng LNTT	-17,9%	19,5%	15,5%	3,9%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-19,5%	24,6%	15,4%	-0,3%

Khả năng sinh lời	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN gộp %	31,6%	32,1%	32,2%	32,2%
Biên LN từ HĐ %	17,9%	18,5%	18,9%	18,6%
Biên EBITDA	25,2%	25,7%	25,2%	24,9%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	16,2%	17,5%	18,1%	17,5%
ROE %	16,1%	19,4%	20,8%	19,1%
ROA %	11,6%	13,9%	15,1%	14,4%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2020	2021F	2022F	2023F
Số ngày tồn kho	62	65	66	68
Số ngày phải thu	3	3	4	4
Số ngày phải trả	34	29	29	31
TG luân chuyển tiền	31	40	40	41

Thanh khoản	2020	2021F	2022F	2023F
CS thanh toán hiện hành	1,7	1,9	2,3	2,8
CS thanh toán nhanh	1,3	1,5	1,9	2,4
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,2	0,1
Nợ/Vốn CSH	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Khả năng thanh toán lãi vay	16,4	18,5	21,4	24,7

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

BẢNG ĐKKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương	422	490	548	566
Đầu tư TC ngắn hạn	2.639	3.496	4.179	4.949
Các khoản phải thu	66	76	85	88
Hàng tồn kho	844	973	1.085	1.121
TS ngắn hạn khác	217	252	282	291
Tổng TS ngắn hạn	4.188	5.288	6.179	7.015
TS dài hạn (gộp)	9.218	9.350	9.523	9.645
- Khấu hao lũy kế	-4.482	-5.020	-5.550	-6.097
TS dài hạn (ròng)	4.735	4.330	3.972	3.548
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	227	227	227	227
Tổng TS dài hạn	4.963	4.558	4.200	3.775
Tổng Tài sản	9.150	9.845	10.378	10.790

Phải trả ngắn hạn	383	441	492	508
Nợ ngắn hạn	1.723	1.874	1.679	1.439
Nợ ngắn hạn khác	412	478	534	552
Tổng nợ ngắn hạn	2.517	2.794	2.705	2.499
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	28	28	28	28
Tổng nợ	2.545	2.821	2.733	2.527

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.569	3.569	3.569	3.569
Thặng dư vốn CP	353	353	353	353
Lợi nhuận giữ lại	3.133	3.551	4.174	4.791
Vốn khác	-451	-451	-451	-451
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	6.605	7.024	7.646	8.263
Tổng cộng nguồn vốn	9.150	9.845	10.378	10.790

Số cp lưu hành cuối năm, tr	301,4	301,4	301,4	301,4
Số cp quỹ, tr	55,5	55,5	55,5	55,5

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền đầu năm	215	422	490	548
Lợi nhuận sau thuế	1.053	1.323	1.526	1.521
Khấu hao	471	538	531	547
Thay đổi vốn lưu động	-265	-50	-44	-14
Điều chỉnh khác	-151	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.108	1.810	2.013	2.054

Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-193	-133	-173	-123
Đầu tư	137	-857	-683	-770
Tiền từ HĐ đầu tư	-56	-989	-856	-892
Cổ tức đã trả	-904	-904	-904	-904
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	58	151	-196	-239
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-845	-753	-1.100	-1.144

Tổng lưu chuyển tiền tệ	207	68	58	18
Tiền cuối năm	422	490	548	566

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi 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. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyễn, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.