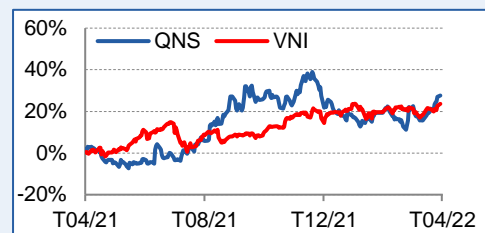


Ngành	F&B/Nông nghiệp		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	04/04/2022	Tăng trưởng DT	13,0%	13,1%	2,6%	2,0%
Giá hiện tại	51.400VND	Tăng trưởng EPS	17,0%	9,1%	-6,1%	-0,4%
Giá mục tiêu *	47.000VND	Biên LN gộp	30,7%	29,6%	29,4%	29,5%
TL tăng	-8,6%	Biên LN ròng	16,9%	16,3%	15,0%	14,6%
Lợi suất cổ tức	5,8%	EV/EBITDA	7,5x	7,3x	7,1x	7,0x
Tổng mức sinh lời	-2,7%	Giá CP/DTHĐ	10,5x	9,6x	9,0x	8,8x
Khuyến nghị*	PHTT	P/E	12,7x	11,7x	12,4x	12,5x



			QNS	VNI
GT vốn hóa	668,6tr USD	P/E (trượt)	12,7x	17,7x
Room KN	49,9tr USD	P/B (hiện tại)	2,2x	2,7x
GTGD/ngày (30n)	0,8tr USD	Nợ ròng/CSH	-0,3x	N/A
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	18,2%	15,3%
SL cổ phiếu lưu hành	301,4tr	ROA	13,1%	2,5%
Pha loãng	301,4tr			

### 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.

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 22/02/2022

**Đào Danh Long Hà, CFA**  
Chuyên viên cao cấp

**Hoàng Nam**  
Trưởng phòng

## Doanh thu sữa đậu nành Q1 2022 vượt kỳ vọng

- Chúng tôi đã tham dự ĐHCĐ thường niên năm 2022 của CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS) tại tỉnh Quảng Ngãi vào ngày 02/04/2022. Cuộc họp tập trung vào kết quả hoạt động quý 1/2022, cho thấy doanh thu bán sữa đậu nành và triển vọng kinh doanh cho năm 2022 tốt hơn dự kiến. Chúng tôi nhận thấy khả năng điều tăng so với dự báo hiện tại của chúng tôi, dù cần thêm đánh giá chi tiết.
- Kế hoạch kinh doanh năm 2022 bao gồm doanh thu 8,0 nghìn tỷ đồng (+9% YoY) và LNST đạt 1 nghìn tỷ đồng (-19% YoY). Chúng tôi lưu ý rằng QNS thường vượt kế hoạch lợi nhuận của công ty. Cụ thể, QNS đã vượt 37% kế hoạch LNST sau lợi ích CĐTS trong năm 2021.
- Cổ đông đã thông qua đợt chia cổ tức tiền mặt cuối cùng cho năm 2021 là 2.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 3,9%); ngày chốt danh sách và thanh toán cho đợt này lần lượt là ngày 22/04 và 06/05. Tính cả số tiền này, tổng cổ tức năm 2021 bằng tiền mặt sẽ là 3.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 5,8%).
- Cổ tức năm 2022 (bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu): Tối thiểu 15% mệnh giá.
- Phương án ESOP cho năm 2022: QNS sẽ phát hành (1) 1% số cổ phiếu đang lưu hành nếu tổng lợi nhuận ròng trước khấu hao tăng trưởng YoY từ 10% đến 20%, (2) 2% số cổ phiếu đang lưu hành nếu tổng tăng trưởng ròng theo năm lợi nhuận trước khấu hao dao động từ hơn 20% đến 30%, hoặc (3) 3% trên số cổ phiếu đang lưu hành nếu tổng lợi nhuận ròng trước khấu hao tăng hơn 30% YoY. Lượng cổ phiếu này sẽ được phát hành tại giá trị sổ sách của QNS tại cuối năm 2022 và có thời gian hạn chế giao dịch là 3 năm.

**Doanh thu từ sữa đậu nành tăng 21% YoY trong quý 1/2022 nhờ gia tăng tiêu thụ sữa đậu nành, các sản phẩm mới và giá bán tăng.** Mặc dù giá bán tăng 5% vào tháng 2/2022, sản lượng bán sữa đậu nành của QNS đã tăng 14% YoY trong quý 1/2022 so với mức tăng trưởng 8% vào năm 2021, cho thấy nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành trong nước cải thiện tốt. Trong khi đó, các SKU mới ra mắt vào năm 2020 và 2021 lần lượt đóng góp 10% và 5% vào doanh số bán hàng trong quý 1/2022. Trong thời gian tới, QNS sẽ tung ra nhiều sản phẩm sữa đậu nành cao cấp hơn (12 SKU vào năm 2022) và sữa chua uống từ thực vật mới để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng về đồ uống dinh dưỡng. QNS cũng đang hướng đến thị trường thực vật để mở rộng danh mục sản phẩm của công ty khi sẽ hợp tác với một công ty thịt thay thế của Mỹ vào cuối năm 2022.

**Chi phí đậu nành đầu vào cao hơn ảnh hưởng đến biên LN của sữa đậu nành, một phần được bù đắp do giá bán tăng và sự cải thiện về cơ cấu sản phẩm.** Theo ban lãnh đạo, chi phí đậu nành đã được chốt ở mức giá có lợi trong 6 tháng đầu năm 2022 nhưng có thể tăng cao trong 6 tháng cuối đầu năm 2022 do giá đậu nành tăng trong thời gian qua giữa bối cảnh xung đột Ukraine-Nga. QNS dự đoán biên lợi nhuận gộp của sữa đậu nành sẽ giảm 3-4 điểm % YoY nếu tổng chi phí

đầu vào tăng 7%-9% trong năm 2022. Theo đó, công ty cho rằng việc mở rộng đóng góp từ các sản phẩm cao cấp và giá bán tăng sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận sửa đầu nành.

**Ban lãnh đạo vẫn đánh giá lạc quan đối với hoạt động kinh doanh mía đường.** QNS có kế hoạch sản xuất lần lượt 126.000 tấn (+25% YoY) và 20.000 tấn (-20% YoY) đường tinh luyện tiêu chuẩn (RS) và đường tinh luyện cao cấp (RE) vào năm 2022. Trong khi đó, ban lãnh đạo dự kiến giá đường sẽ tiếp tục tăng vào năm 2022 nhờ nhu cầu tốt và các mức thuế chống lẩn tránh tiềm năng mới của Chính phủ đối với đường nhập khẩu từ các nước ASEAN. Trong quý 1/2022, sản lượng tiêu thụ đường giảm so với cùng kỳ năm ngoái trong khi giá bán tăng so với cùng kỳ năm ngoái. QNS cũng đang xem xét đầu tư 1 nghìn tỷ đồng vào một nhà máy sản xuất ethanol mới trong giai đoạn 2022-2023 sử dụng bã mía đường - một phụ phẩm từ đường - làm nguyên liệu đầu vào.

## 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 TAM 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

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

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138
- Nguyễn Trọng Nhân, Chuyên viên, ext 139

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

#### Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- 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

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Tuan Nhan

##### Giám đốc điều hành

##### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

##### Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Nguyễn Quốc Dũng

##### Giám đốc

##### Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (403)

#### Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, 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 Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Vật liệu và Công nghiệp

##### Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

## 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.