

BÁO CÁO CẬP NHẬT

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (QNS)

Giá mục tiêu: 63,710đ/cp (+33%)

TPHCM, ngày 17 tháng 8 năm 2023

Tổng quan doanh nghiệp	HSX: QNS
Ngành nghề kinh doanh	Mía đường
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,014
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	14,405
Tăng trưởng Doanh Thu 3 năm (%)	3.2%
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	1%
ROE	17%
P/E	9.8x
Dividend Yield	7.5%

Cơ cấu cổ đông	
Ban lãnh đạo và BLQ (Bao gồm Thành Phát)	34.8%
Vina Capital	4.95%
Nutifood	5.33%
Khác	55.12%

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI - QNS

Cơ hội đầu tư

TCSC khuyến nghị **Mua** cổ phiếu QNS cho những nhà đầu tư ưa thích cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt và hoạt động kinh doanh tăng trưởng theo những luận điểm sau:

- Mảng đường kỳ vọng hồi phục mạnh mẽ nhờ hưởng lợi về giá từ thuế chống bán phá giá và năng lực hồi phục vùng nguyên liệu nhanh chóng của QNS.
- Độc quyền thị trường sữa đậu nành hộp giấy với tăng trưởng ổn định.
- QNS hưởng lợi trong bối cảnh lãi suất cao.

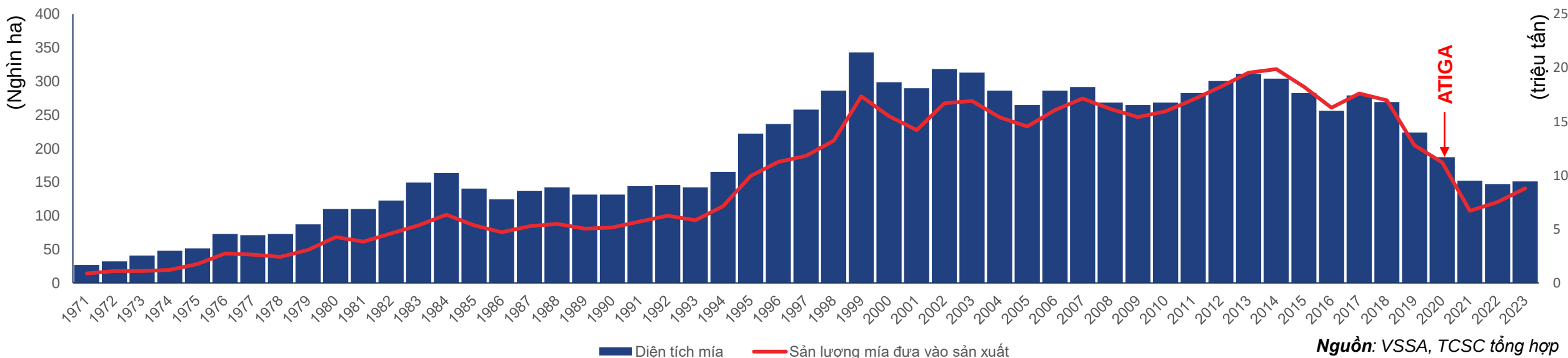
Định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu QNS được xác định ở mức **63,710 VND** dựa trên định giá PE mục tiêu 10 lần.

Đơn vị: Tỷ VND	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	7,723	6,522	7,374	8,259	10,245
Tăng trưởng DT	-4.3%	-15.6%	13.1%	12%	23.1%
LNST	1,292	1,053	1,254	1,287	1,920
Tăng trưởng LNST	4.2%	-18.5%	19.1%	2.5%	50%
EPS (VND)	4,350	3,459	4,117	4,219	6,371
Cổ tức tiền mặt (VND)	3,000	2,000	3,000	3,000	4,500

SỰ TRỞ LẠI CỦA NGÀNH MÍA ĐƯỜNG TRONG NƯỚC SAU THUẾ BẢO HỘ

Diện tích vùng nguyên liệu mía và sản lượng mía 1971-2021



1. Vùng nguyên liệu mía đường trong nước đã sụt giảm rất nhiều: Cho đến năm 2021 tổng diện tích trồng mía cả nước giảm xuống chỉ còn ½ so với 2 năm trước đó và gần ½ nhà máy đường đã phải đóng cửa vì thiếu mía nguyên liệu. Theo ước tính, nếu như vào năm 2017, năng lực sản xuất của Việt Nam trong 1 niên vụ đáp được 75% nhu cầu tiêu thụ, thì cho đến năm 2022 chúng ta chỉ còn đáp ứng được 33% nhu cầu tiêu thụ đường của cả nước. Có 2 nguyên nhân chính dẫn đến thực trạng trên:

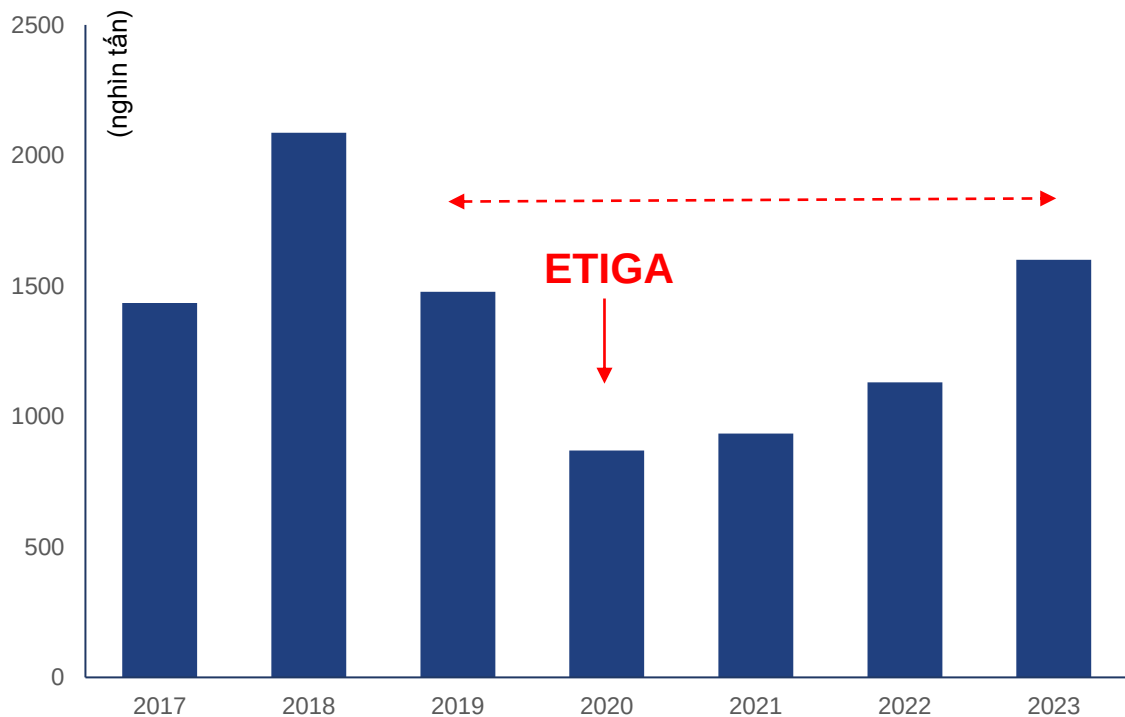
- Thị trường đường trong nước bị lép vế so với lượng đường nhập lậu giá rẻ (ước tính giá rẻ hơn 10% đường nội địa) nhập khẩu vào Việt Nam.
- Đường giá rẻ từ các nước ASEAN tràn vào Việt Nam sau khi hiệp định ATIGA chính thức có hiệu lực vào 1/1/2020 (dỡ bỏ hạn ngạch nhập khẩu và giảm thuế nhập khẩu về 5%). Trong đó, chủ yếu là đường có nguồn gốc từ Thái Lan.

2. Sự hồi phục của ngành đường được kỳ vọng nhờ vào: Việt Nam lần thứ 2 chính thức áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với đường giá rẻ từ các nước ASEAN nhằm giải cứu ngành mía đường trong nước.

- Ngày 15/6/2021 Việt Nam chính thức áp thuế chống bán phá giá và trợ cấp với đường mía nhập khẩu từ Thái Lan ở mức 47,64%. Tuy nhiên, đường từ Thái Lan lại lẩn tránh thuế bằng cách chuyển đường sang các nước ASEAN để tiếp tục nhập vào Việt Nam.
- Để khắc phục tình trạng trên, ngày 9/8/2022 Việt Nam chính thức áp thuế chống lẩn tránh thuế đối với đường có nguồn gốc từ Thái Lan.

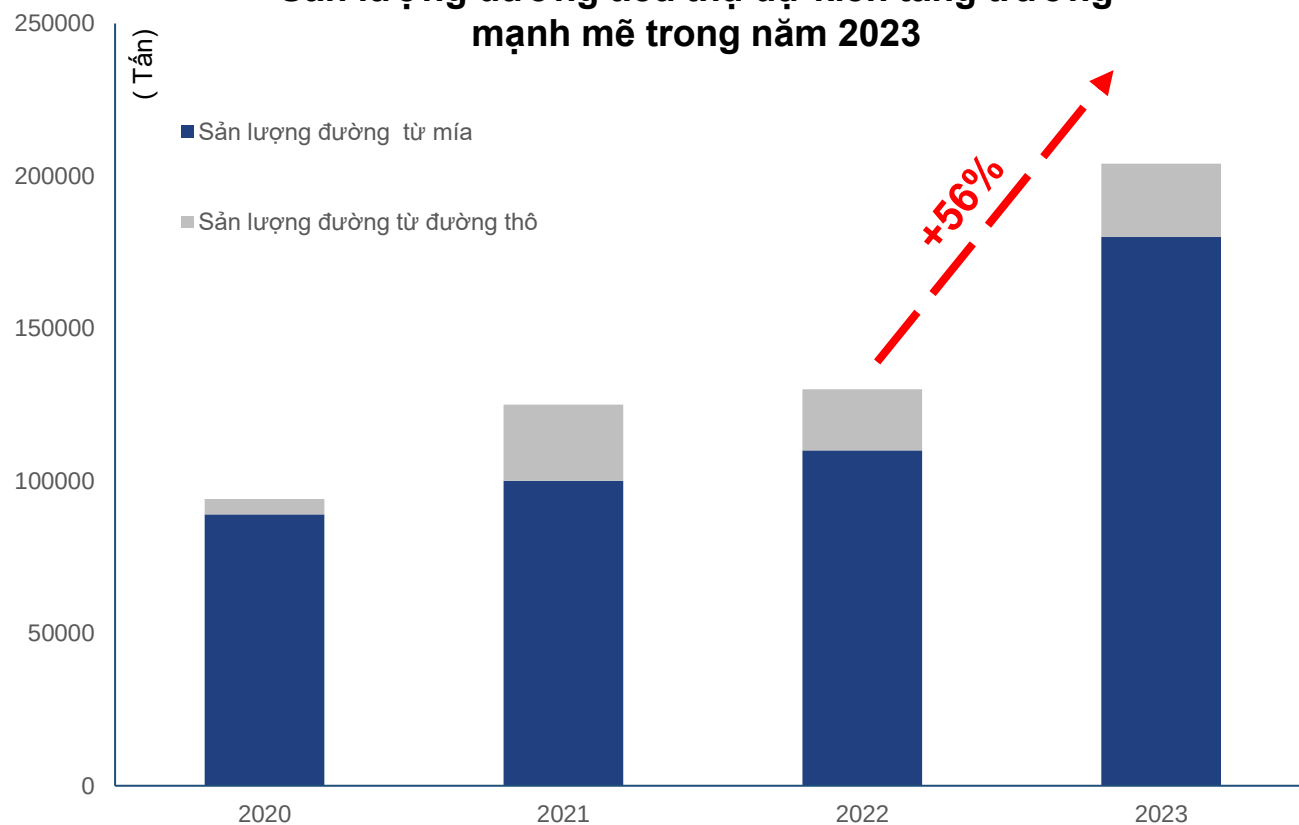
3. Các biện pháp thuế nhằm mục đích bảo hộ ngành mía đường trong nước sẽ là nền tảng chính giúp hồi phục vùng nguyên liệu trong nước và là điều kiện quan trọng giúp các nhà máy đường có kết quả kinh doanh khởi sắc trở lại.

Năng lực cung ứng của vùng nguyên liệu hồi phục 1 cách nhanh chóng



Nguồn: QNS

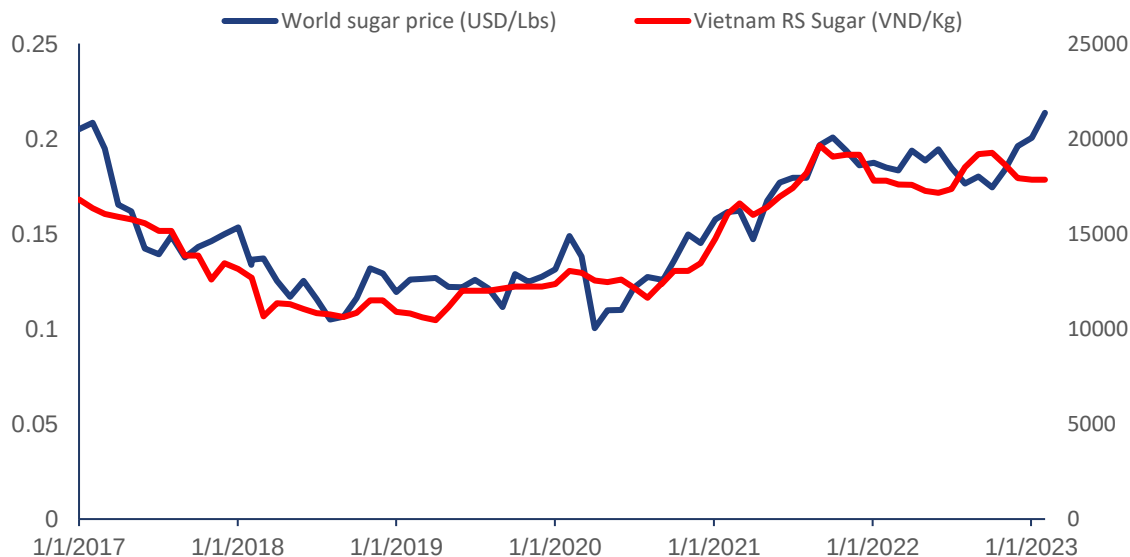
Sản lượng đường tiêu thụ dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2023



Nguồn: QNS

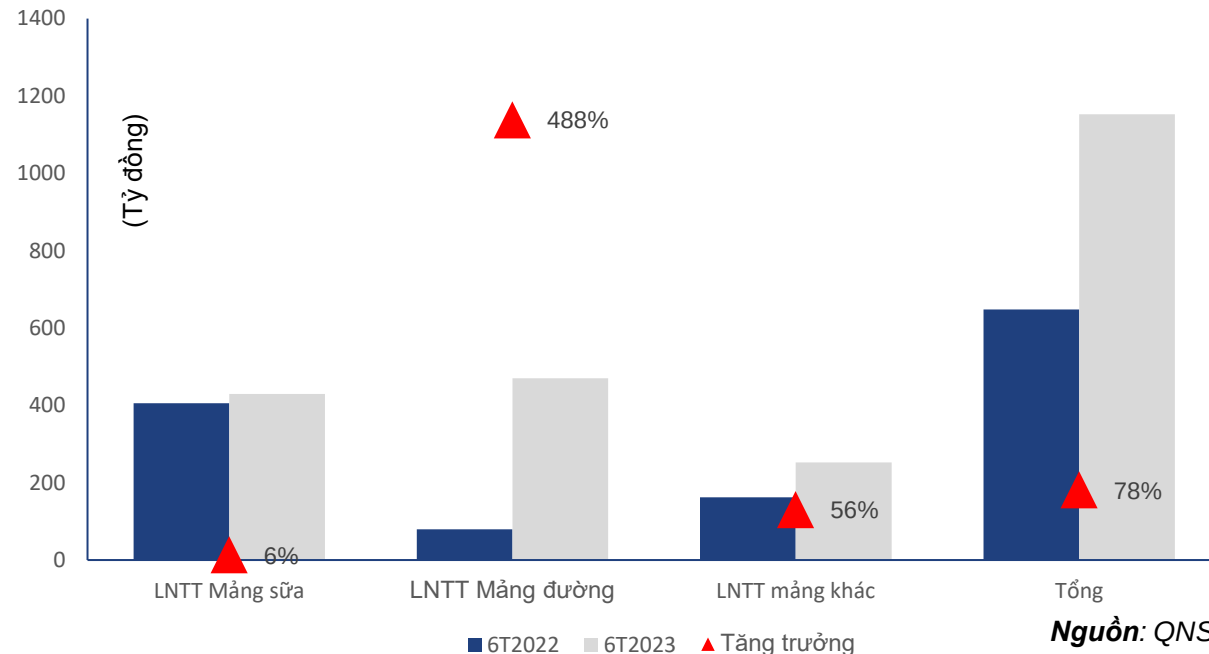
TCSC tin rằng, với năng lực hồi phục vùng nguyên liệu một cách nhanh chóng (+56% so với năm 2022), QNS sẽ có lợi thế rất lớn so với các doanh nghiệp cùng ngành trong bối cảnh ngành mía đường trong nước đang dần hồi phục và giá đường nội địa đang neo ở một mức rất có lợi cho các nhà máy đường.

Giá đường neo ở vùng giá cao nhất lịch sử 10 năm



Nguồn: Euromonitor

Kết quả kinh doanh 6T/2023 tăng trưởng mạnh



Nguồn: QNS

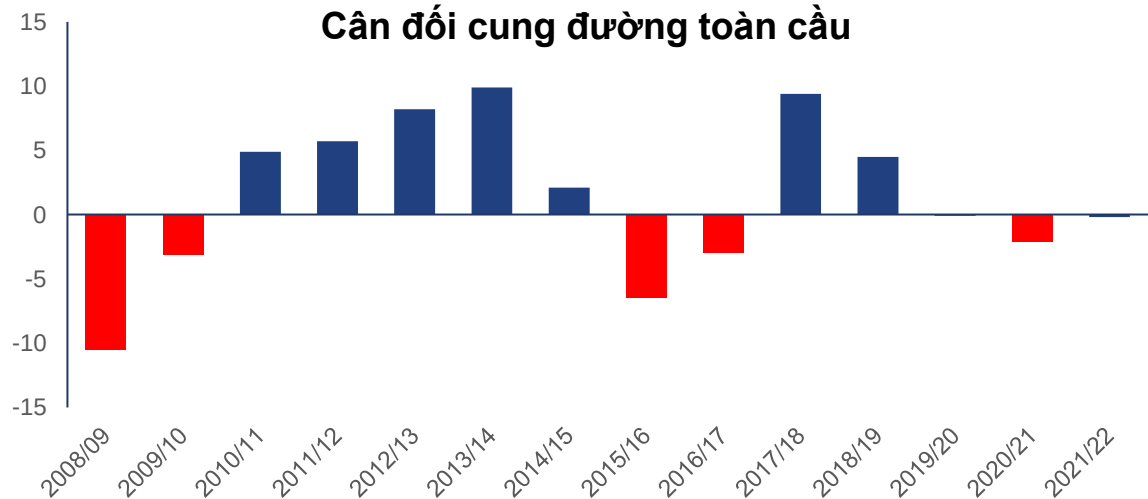
- Sản lượng tăng mạnh và giá đường duy trì ở mức cao là động lực chính giúp cho mảng Đường của QNS hưởng lợi tích cực.
- Cho cả năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ mảng Đường của QNS sẽ đạt 200 nghìn tấn đường thành phẩm. Từ đó, đóng góp đáng kể vào LNST của QNS.
- Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng giá đường nội địa sẽ đi theo xu hướng của giá đường thế giới vì ước tính khoảng 65% nguồn cung đường nội địa vẫn phải phụ thuộc vào nhập khẩu (đã bao gồm cả nhập lậu).

Mối quan hệ giữa giá đường thô thế giới và giá dầu



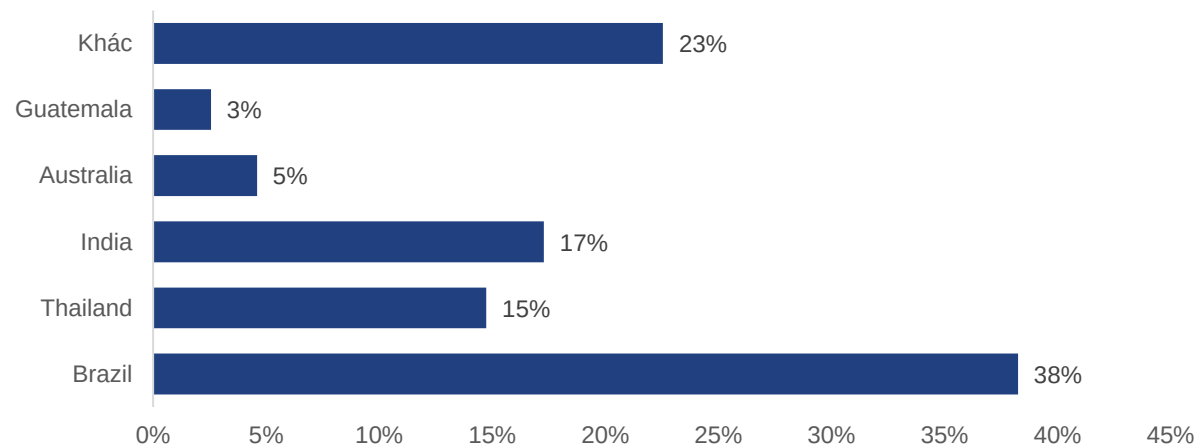
Nguồn: Bloomberg

Cân đối cung đường toàn cầu



Nguồn: ISO

Cơ cấu xuất khẩu đường toàn cầu năm 2022



Nguồn: USDA

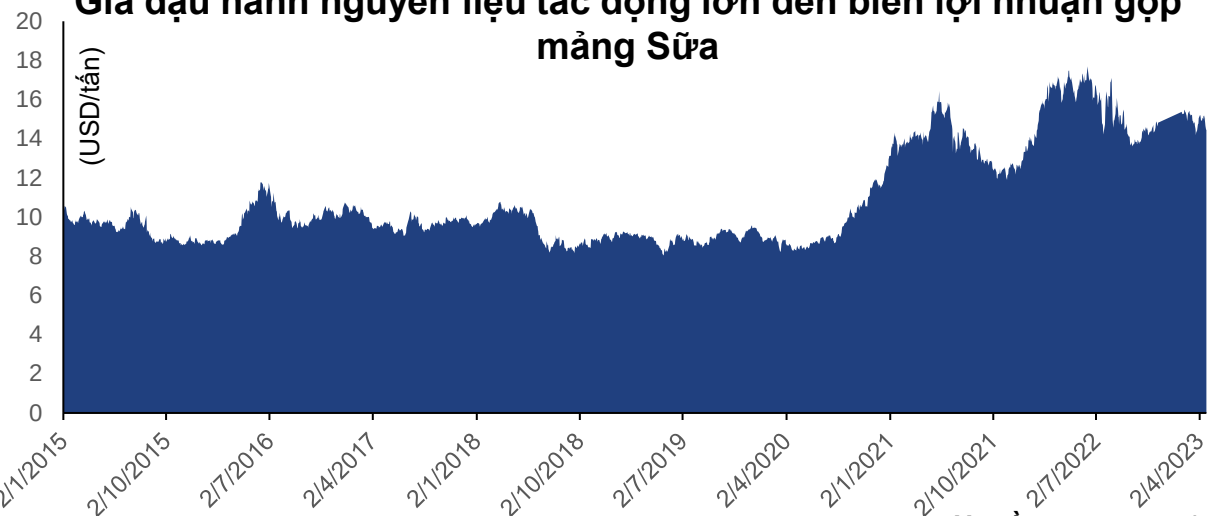
1. Về ngắn hạn giá đường ảnh hưởng bởi các yếu tố:

- Giá dầu thô neo cao là động lực để kích thích nhu cầu sản xuất Ethanol, làm thu hẹp nguồn mía để sản xuất đường.
- Thay đổi chính sách nhập khẩu nhiên liệu tại Brazil (quốc gia nắm giữ 20% cung đường và 38% sản lượng xuất khẩu đường toàn cầu) khiến giá xăng dầu tại quốc gia này trở nên đắt đỏ hơn so với ethanol. Điều này gây áp lực lên nguồn cung toàn cầu và giữ vững đà tăng cho giá đường.
- Hiện tượng thời tiết bất thường gây áp lực lên các nguồn cung lớn trên toàn cầu.

2. Về dài hạn giá đường được hỗ trợ bởi:

- Hiện tượng thời tiết cực đoan El Niño được dự báo xảy ra và đạt mức cực đại kéo dài từ cuối năm 2023 đến hết năm 2024. Điều này, có khả năng cao gây ra sự sụt giảm nguồn cung đường toàn cầu, từ đó giữ vững đà tăng cho giá đường trong dài hạn.

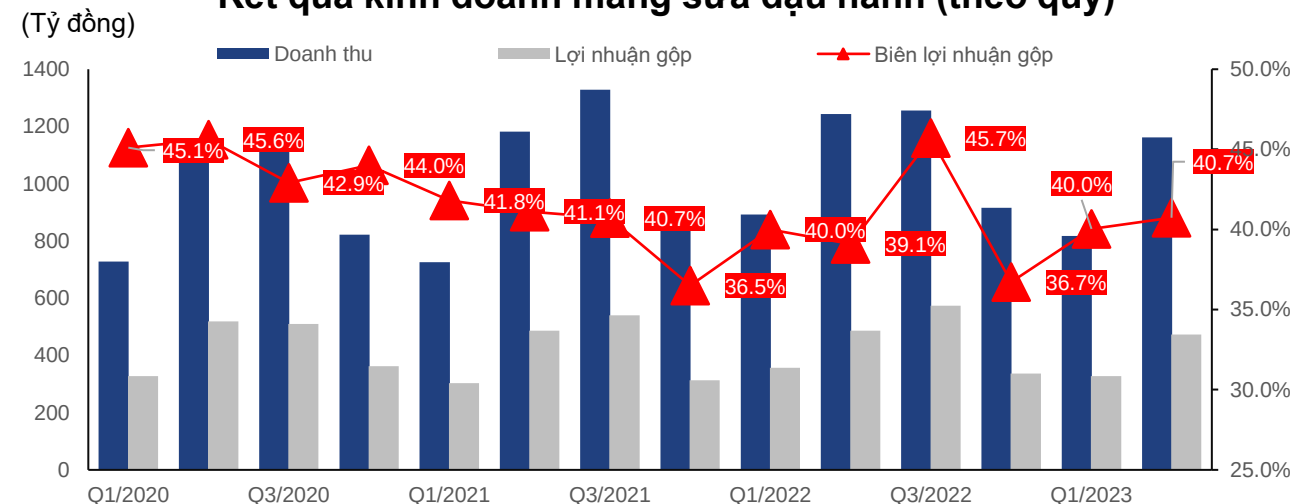
Giá đậu nành nguyên liệu tác động lớn đến biên lợi nhuận gộp mảng Sữa



Nguồn: Macrotrends

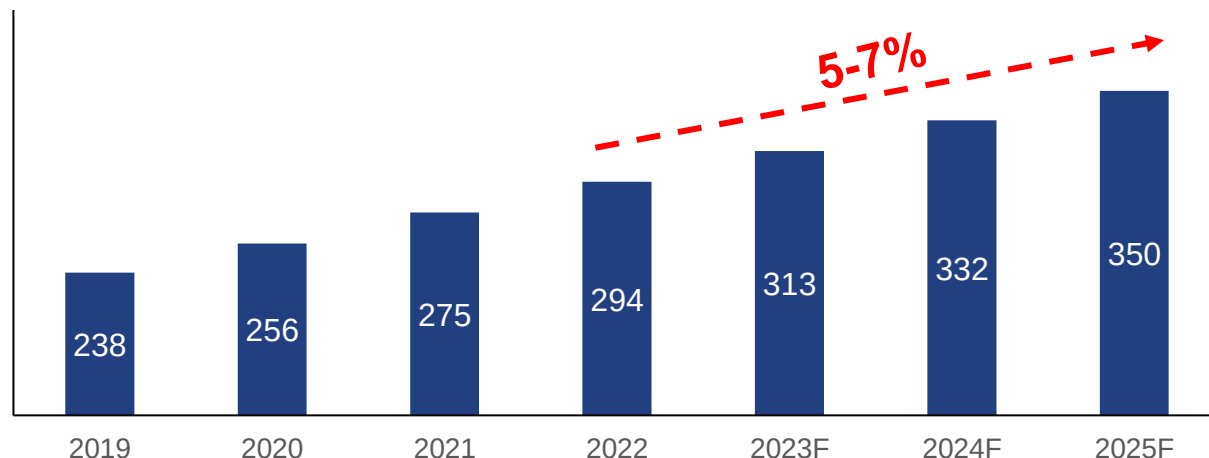
- **QNS** có lợi thế là đơn vị dẫn đầu trong thị trường sữa đậu nành hộp giấy với giá bán hợp lý và hệ thống phân phối rộng khắp. QNS hiện nay chiếm gần 90% thị phần sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam.
- **Thị trường sữa đậu nành** sẽ duy trì tăng trưởng ổn định ở mức 5% - 7% mỗi năm trong giai đoạn 2022 – 2025 (Theo Euromonitor).
- **Giá đậu nành nguyên liệu và giá bao bì** (chiếm 65 chi phí đầu vào mảng sữa) sụt giảm từ đầu năm 2023 sẽ là 2 nhân tố tác động tích cực lên biên lợi nhuận của QNS.
- **Cho năm 2023**, mặc dù nhu cầu yếu đi nhưng chúng tôi dự báo QNS sẽ tiếp tục giữ được biên lợi nhuận gộp ở mức 41%, tương đương năm 2022 và có mức tăng trưởng LNST đi ngang so với cùng kỳ nhờ vào việc cải thiện giá bán và giá nguyên vật liệu đầu vào sụt giảm.

Kết quả kinh doanh mảng sữa đậu nành (theo quý)



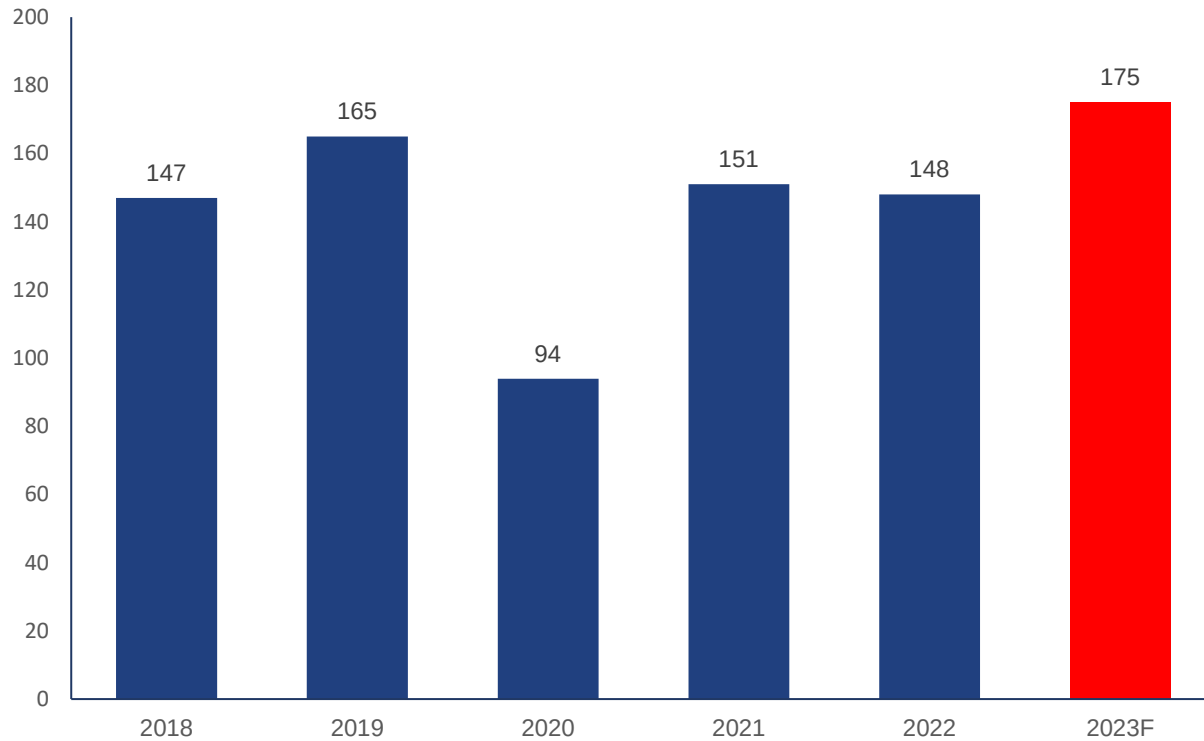
Nguồn: QNS

Thị trường sữa đậu nành duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định



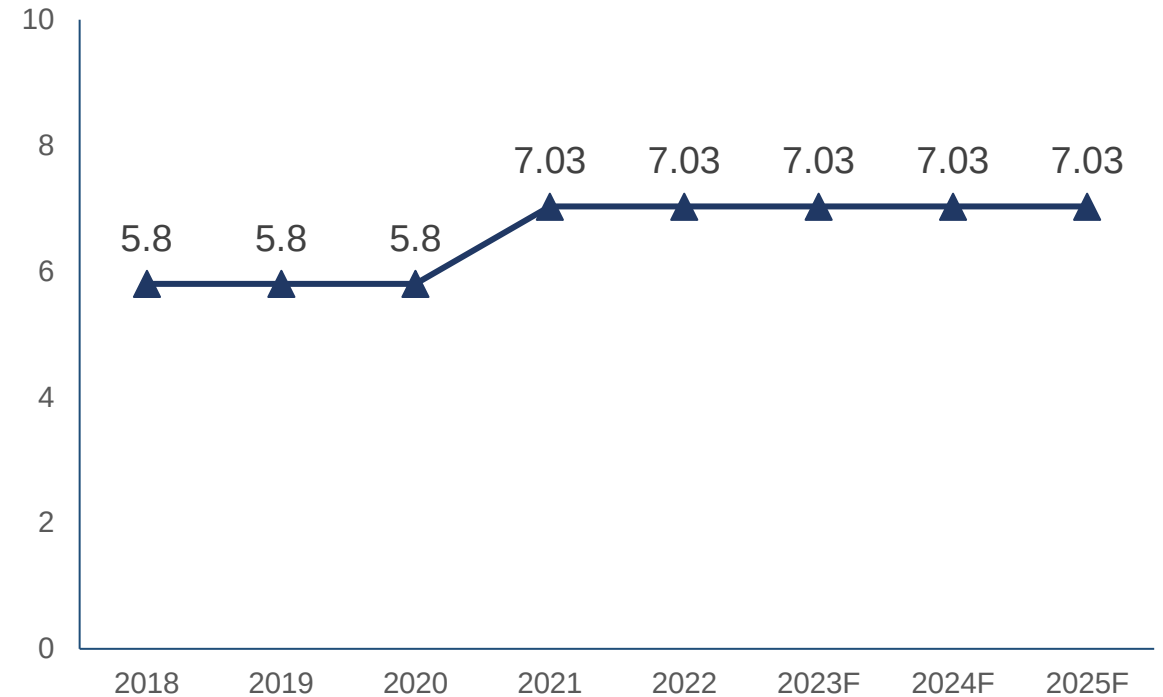
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q3/2022	Q4/2022	Q1/2023	Q2/2023
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	1,279	2,117	2,875	3,061	4,102	4,498	3,820	4,498	5,181	5,504
Khoản phải thu	289	468	281	264	386	588	522	588	586	681
Hàng tồn kho	320	585	661	844	816	947	833	947	2,117	1,756
Tài sản cố định	2,805	4,388	4,157	3,807	4,285	3,913	3,932	3,913	3,638	3,568
Xây dựng cơ bản dở dang	2,047	214	826	928	47	33	64	33	41	68
Phải trả người bán	540	446	488	383	364	479	258	479	367	312
Vay ngắn hạn	1,404	1,727	1,665	1,723	2,032	1,896	1,185	1,896	3,295	2,861
Vay dài hạn	145	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vốn CSH	4,482	5,353	6,470	6,605	7,095	7,465	7,035	7,465	7,450	7,730
TỔNG TÀI SẢN	6,999	8,002	9,048	9,150	9,876	10,266	9,421	10,266	11,814	11,832

Sản lượng điện sinh khối qua các năm của QNS (triệu kwh)



Nguồn: QNS

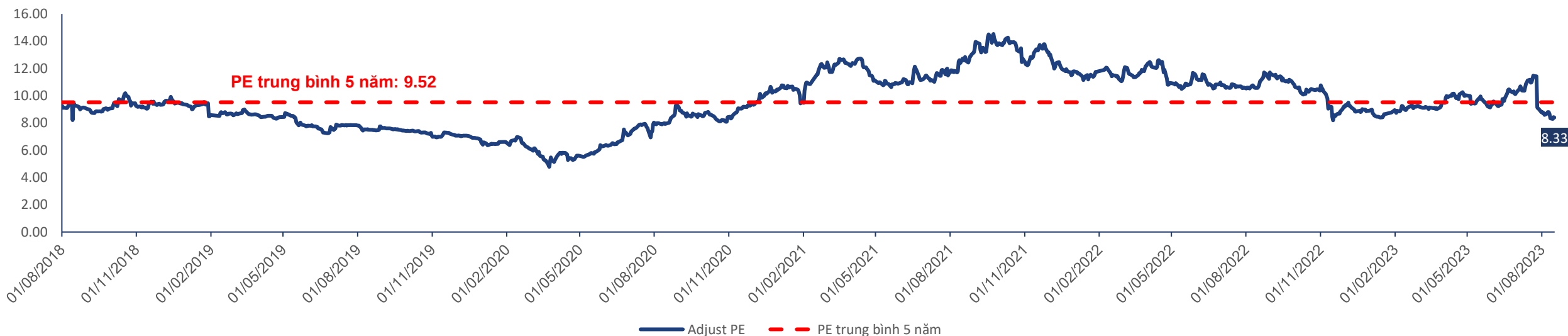
Giá bán điện sinh khối đồng phát (UScent/kwh)



Nguồn: QNS

Năm 2023, chúng tôi kỳ vọng Mạng điện sinh khối của QNS có mức tăng trưởng cao nhờ sản lượng ép mía tăng cao hơn.

Định giá PE lịch sử



Mảng	Đóng góp 2023F	P/E hợp lý
Mảng sữa	45%	13.0x
Đường và các mảng khác	55%	8.0x
QNS	100%	10.0x

- Mức PE hợp lý cho QNS là 10x
- Mảng sữa xứng đáng được định giá tại mức 13.0x, tương ứng chiết khấu 20% so với VNM vì quy mô và vị thế khiêm tốn hơn.

Valuation	Worst	Base	Best
LNST (tỷ VND)	1,797	1,920	2,075
SLCPDL (CP)	301,365,395	301,365,395	301,365,395
EPS (VND)	5,963	6,371	6,885
P/E hợp lý	10x	10x	11x
Giá trị hợp lý (VND)	59,630	63,710	68,850
Upside	25%	34%	44%
Forward PE	8.0x	7.4x	7.0x

Cho cả năm 2023, chúng tôi đưa 3 kịch bản để đo lường biến động của giá bán đường của QNS. Chúng tôi kỳ vọng mảng đường sẽ là mảng đóng góp tăng trưởng chính, giúp P/E Forward của QNS sẽ về 7.0 - 8.0x. Từ đó, tạo nên tiềm năng tăng giá 25-44% cho cổ phiếu QNS.

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

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 Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

The background is a solid blue color. Overlaid on this are several elements: a silhouette of a city skyline with various skyscrapers at the bottom; a silhouette of a group of people in the center, with two individuals in the foreground shaking hands; and a faint, light blue circular graphic in the top left corner.

THANK YOU