

# MUA

Giá mục tiêu 2024: **58.400 VND**  
Upside: **17%**  
Cập nhật: **29/05/2024**

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** Giá đường trong nước duy trì ổn định, tỷ giá hạ nhiệt giúp cải thiện kết quả kinh doanh mảng sữa.

**Tiêu cực:** Nhu cầu tiêu thụ mảng sữa đậu nành hồi phục chậm.

**Khuyến nghị:** Định giá của QNS đang ở vùng tương đối hấp dẫn với P/E thấp hơn P/E trung bình 5 năm. Vùng giá giải ngân QNS hợp lý là từ 48.000-49.000 VND/cp.



Nguồn: Fiiipro, DSC tổng hợp

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Đường
Giá hiện tại (VND)	49.794
Vốn hóa (Tỷ VND)	17.773
Số lượng CPLH (triệu cp)	356,9
EPS 4 quý gần nhất	6.737,3
P/E	7,4
Cao nhất 1 năm	52.200
Thấp nhất 1 năm	39.132

# QNS

Đường Quảng Ngãi

DSC

## TỔNG QUAN

QNS là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực sản xuất đường với nhà máy ép mía An Khê có công suất 18.000 TMN/năm. Đây cũng là doanh nghiệp đầu ngành sản xuất sữa đậu nành, sở hữu 3 nhà máy công suất 390 triệu lít/năm, thành công xây dựng thương hiệu sữa đậu nành Fami nổi tiếng.

QNS đã tận dụng bã mía làm nguyên liệu đầu vào cho nhà máy điện sinh khối An Khê có công suất 95MW. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng đa dạng hóa doanh thu khi mở rộng sang các sản phẩm F&B khác như bánh kẹo, bia và nước khoáng

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Nghiên cứu sản xuất Ethanol từ mía

Theo thông tin từ ĐHQĐĐ diễn ra vào cuối tháng 3 vừa qua, QNS đang trong quá trình nghiên cứu để xây dựng dự án sản xuất Ethanol từ mật rỉ - phụ phẩm từ quá trình sản xuất đường.

Dự kiến nhà máy Ethanol có tổng vốn đầu tư là 1.500-2.000 tỷ, công suất 60 triệu lít/năm, mục tiêu đến năm 2026 sẽ đi vào hoạt động. Dự án này sẽ giúp QNS hoàn hiện chuỗi giá trị Mía - Đường - Điện sinh khối - Ethanol và mang lại nguồn doanh thu mới cho doanh nghiệp trong tương lai.

### Tận dụng vị thế và chính sách, giành lại thị phần từ đường nhập khẩu

Thời gian qua, Bộ Công Thương đã gia hạn thực hiện các biện pháp phòng vệ thương mại, thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với sản phẩm mía đường Thái Lan cho đến năm 2026. Việc giá đường nhập khẩu tăng và kiểm soát đường nhập lậu sẽ giúp các doanh nghiệp mía đường trong nước có thể tăng sức cạnh tranh.

QNS đang đầu tư mở rộng diện tích vùng nguyên liệu mía, dự kiến đạt 40.000 ha vào niên vụ 2027/2028. Chúng tôi ước tính sau khi mở rộng sản lượng mía hàng năm của QNS có thể đạt 2,4-2,5 triệu tấn. Với các yếu tố thuận lợi về sản lượng, chúng tôi kỳ vọng QNS có thể tận dụng tốt thời cơ để giành lại thị phần từ đường nhập khẩu và củng cố vị thế doanh nghiệp lớn thứ 2 ngành đường.

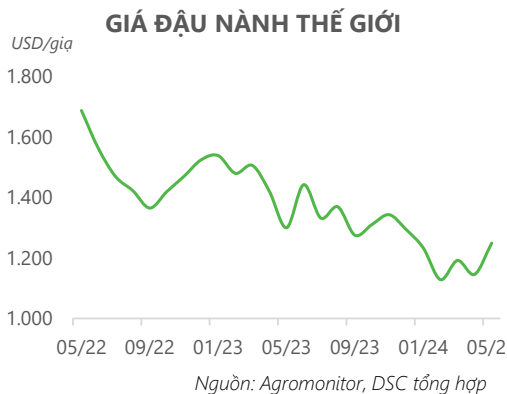
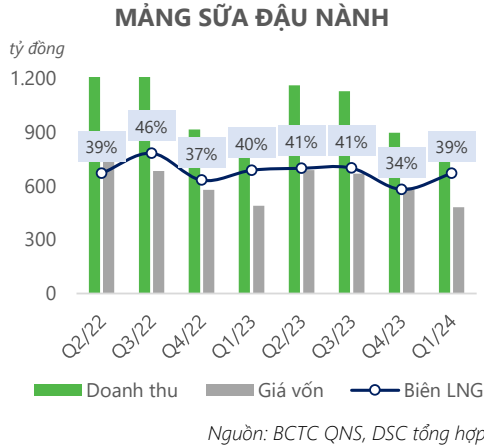
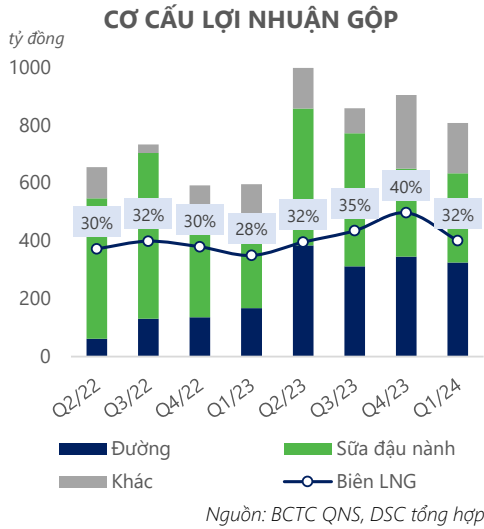
### KẾT QUẢ KINH DOANH

#### Quý đầu năm khởi sắc so với cùng kỳ

Q1.24, doanh thu thuần của QNS đạt 2.542 tỷ (+18% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 579 tỷ (+62% YoY).

Lợi nhuận của QNS tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ do: (1) giá đường Q1.24 cao hơn so với cùng kỳ, (2) giá thành sản xuất giảm nhờ tăng năng suất vùng nguyên liệu mía và dây chuyền sản xuất đường đi vào hoạt động ổn định. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy giá bán đường trong nước đã giảm nhẹ, khiến cho BLN gộp của QNS giảm 8% so với quý trước.

Năm 2024, QNS đặt mục tiêu tổng doanh thu đạt 9.000 tỷ, lợi nhuận trước thuế đạt 1.500 tỷ, giảm đáng kể so với kết quả thực hiện năm 2023. Q1.24, doanh nghiệp đã hoàn thành 28% kế hoạch doanh thu và 39% kế hoạch lợi nhuận năm.



#### Sức tiêu thụ giảm, mảng sữa gặp khó khăn

Sức tiêu thụ còn yếu trong bối cảnh nền kinh tế chưa hồi phục hoàn toàn đã khiến cho mảng sữa đậu nành của QNS gặp khó khăn. Doanh thu và lợi nhuận từ mảng sữa đạt lần lượt 789 tỷ (-3% YoY) và 481 tỷ (-6% YoY), đây là quý thứ 5 liên tiếp kết quả kinh doanh tăng trưởng âm so với cùng kỳ.

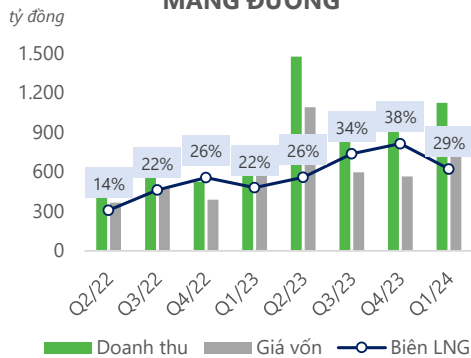
Biên lợi nhuận gộp Q1.24 đã cải thiện so với quý liền trước nhờ giá đậu nành nguyên liệu giảm. Tuy nhiên, trong bối cảnh tỷ giá đồng USD đang ở mức cao, đậu nành nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu đậu nành nguyên liệu (~70%), biên lợi nhuận gộp sẽ khó tăng thêm trong năm 2024.

#### Giá đậu nành thế giới khó tăng cao trở lại

Đậu nành nguyên liệu của nhà máy sữa Vinasoy có hơn 70% là nhập khẩu, vì vậy chi phí nguyên liệu đầu vào phụ thuộc phần lớn vào giá đậu nành thế giới.

Giá đậu nành thế giới đã giảm ~10% so với quý trước xuống quanh mốc 1.200 USD/giạ. Nguồn cung đậu nành được dự báo sẽ tiếp tục đà hồi phục nhờ yếu tố thời tiết thuận lợi. Nhờ vậy, chúng tôi kỳ vọng năm 2024 giá đậu nành thế giới sẽ không tăng cao trở lại.

### MÀNG ĐƯỜNG



Nguồn: BCTC QNS, DSC tổng hợp

### Màng đường tăng trưởng đáng kể trong năm qua

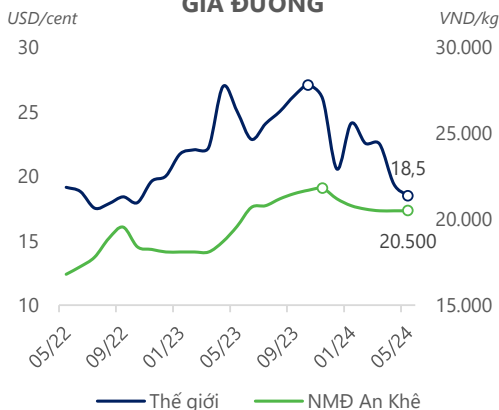
Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của QNS đã thay đổi đáng kể trong 5 quý vừa qua, trong đó tỷ trọng màng đường đã tăng lên ngưỡng 35-45%. Biên LNG màng đường cũng cải thiện tương đối đều đặn nhờ 02 yếu tố chính: (1) Giá đường tăng mạnh trong năm 2023 và (2) thành quả của việc mở rộng vùng nguyên liệu, tăng năng suất và chất lượng cây mía.

### Kỳ vọng giá đường trong nước duy trì ổn định

Giá đường thế giới đã hạ nhiệt kể từ đầu năm 2024, giảm ~32% so với mức đỉnh. Niên vụ 2024/2025, dự báo sản lượng đường của hầu hết các nước xuất khẩu đường lớn đều có xu hướng tích cực, trong đó có Ấn Độ (+4,5% YoY), Thái Lan (+16,4% YoY), khiến giá đường khó tăng cao trở lại.

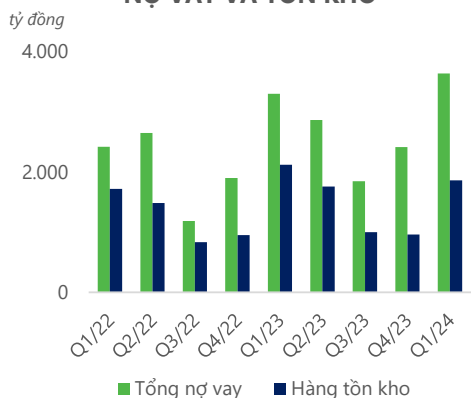
Giá đường trong nước cũng đã giảm nhưng mức độ giảm không quá mạnh. DSC cho rằng, giá đường trong nước sẽ chỉ giảm nhẹ/đi ngang do một số nhà máy ngưng sản xuất khiến nguồn cung giảm nhẹ, tỷ giá ở mức cao khiến giá đường nhập khẩu qua cả đường chính ngạch và tiểu ngạch đều cao, từ đó giảm bớt nguồn đường nhập khẩu cũng như sức cạnh tranh với đường nội địa. Biên LNG màng đường của QNS dự kiến sẽ duy trì ở mức 29-31% trong năm 2024.

### GIÁ ĐƯỜNG



Nguồn: Agromonitor, DSC tổng hợp

### NỢ VAY VÀ TỒN KHO



Nguồn: BCTC QNS, DSC tổng hợp

### Tương quan giữa nợ vay và hàng tồn kho

Trong Q1.24, nợ vay của QNS tăng tới hơn 50% so với đầu năm, ghi nhận 3.632 tỷ trong đó toàn bộ là nợ vay ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng, doanh nghiệp sử dụng một phần lượng vốn vay này để mua đường thô nguyên liệu về xử lý thành đường thành phẩm.

Trong 3 năm trở lại đây, nợ vay ngắn hạn của QNS đều tăng vào đầu năm sau đó giảm dần cho đến quý cuối năm. Đáng chú ý là hàng tồn kho cũng có diễn biến tương tự. Vì vậy, chúng tôi dự báo nợ vay và hàng tồn kho của QNS cũng sẽ giảm trong nửa cuối năm 2024.

### ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

#### Thông tin cổ tức

Nhờ khoản lãi cao kỷ lục, QNS dự kiến trả cổ tức năm 2023 bằng tiền mặt với tỷ lệ 40%, đây là mức cổ tức cao nhất trong 10 năm. Tuy nhiên, sang năm 2024, do doanh nghiệp đặt mục tiêu KQKD thấp hơn, dự kiến mức cổ tức tiền mặt sẽ lớn hơn hoặc bằng 15%.

#### Định giá

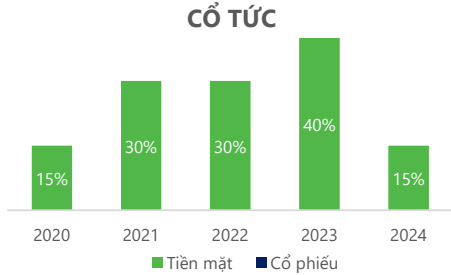
Hiện tại, P/E của QNS đang ở ngưỡng 10,79x lần, thấp hơn mức TB 5 năm (10,88x lần) và cao hơn mức trung bình ngành (9,17x lần). Chúng tôi cho rằng định giá của QNS đang ở vùng tương đối hấp dẫn.

#### Dự phóng kết quả kinh doanh

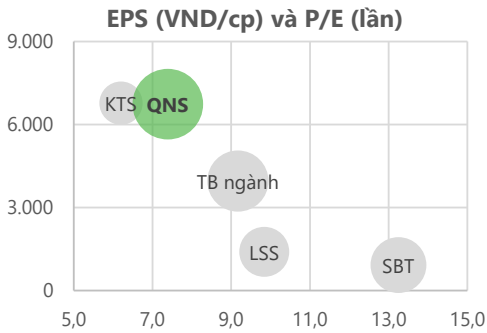
Dự báo năm 2024, kết quả kinh doanh của QNS sẽ giảm so với cùng kỳ do giá đường đã hạ nhiệt, nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành chưa phục hồi và tỷ giá cao nên doanh nghiệp không được hưởng lợi nhiều từ giá đậu nành thế giới giảm.

Ước tính, doanh thu của QNS năm 2024 đạt 9.149 tỷ (-9% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 1.853 tỷ (-24% YoY). Mức giá hợp lý cho cổ phiếu QNS năm 2024 là 58.400 VND/cổ phiếu, upside 17% so với giá đóng cửa ngày 27/05/2024 là 49.800 VND/cổ phiếu.

Thống kê BCPT gần nhất của các CTCK, bình quân giá mục tiêu 12 tháng của QNS là 58.600 VND/cổ phiếu, upside 17,6% so với giá đóng cửa ngày 27/05/2024.



Nguồn: BCTN QNS, DSC tổng hợp



Nguồn: BCTN QNS, DSC tổng hợp

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	8.255	10.021	9.149
% DTT (YoY)	13%	21%	-9%
Lợi nhuận gộp	2.459	3.351	2.989
Lợi nhuận trước thuế	1.287	2.183	1.853
% LNTT (YoY)	3%	70%	-24%



Nguồn: Fiiipro, DSC tổng hợp

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. 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.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC 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 DSC 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 DSC 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 DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

### Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

### Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

### Lê Trần Khánh Linh,

Chuyên viên Phân tích  
linh.ltk@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎️ (024) 3880 3456

✉️ info@dsc.com.vn