

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

Mã Bloomberg (QNS VN) | Mã Reuters (QNS.HM)

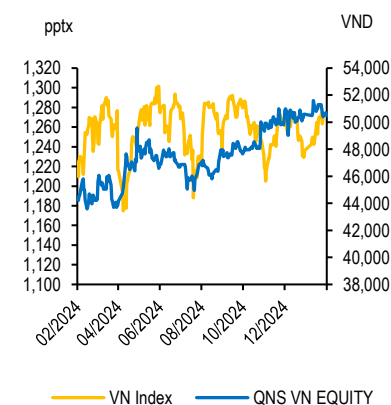
MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **63,500 VND**
Giá hiện tại (26/02/2025) **50,400 VND**
Suất sinh lời (%) **26%**

VNINDEX	1,308
P/E thị trường	10.4
Vốn hóa (tỷ VND)	18,529
SLCP lưu hành (triệu CP)	368
Tự do giao dịch (triệu CP)	246
52-tuần cao/thấp (VND)	52,300/45,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.32
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	14
Sở hữu nước ngoài (%)	13.28

Cổ đông lớn (%)	Công ty TM Thành Phát			15.56
	Vinacapital			6.54
Biến động giá	3T	6T	12T	
Tuyệt đối (%)	-1.0	3.5	5.0	
So với VN-Index (%)	-6.3	1.4	-0.7	



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyễn

☎ (84-28) 6299-8000
✉ nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Duy trì phong độ lợi nhuận

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 63,500 đồng

CTCP Đường Quảng Ngãi (UpCOM: QNS) là doanh nghiệp đầu ngành sản xuất sữa đậu nành và đứng thứ hai về sản xuất đường mía tại Việt Nam. Dựa trên phương pháp FCFF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua QNS với giá mục tiêu ở mức 63,500 đồng. QNS đã ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đạt mức cao kỷ lục trong năm 2024 và KQKD dự kiến tiếp tục duy trì tích cực trong năm 2025 khi: (1) QNS tiếp tục củng cố vị thế đầu ngành sữa đậu nành với thị phần áp đảo, biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ hưởng lợi từ giá đậu nành nguyên liệu giảm; (2) Giá đường dự kiến vẫn neo ở mức cao hỗ trợ cho mảng đường; và (3) Cơ cấu tài chính khỏe mạnh, tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt dự kiến duy trì ở mức cao.

Cập nhật KQKD 2024

Quý 4/2024, QNS ghi nhận doanh thu 2,174 tỷ đồng (-4% YoY), trong đó hai mảng chính tăng trưởng trái chiều nhau (DT mảng đường và sữa đậu nành lần lượt đạt 714 và 987 tỷ đồng, -22% YoY và +10% YoY). LN gộp đạt 782 tỷ đồng (-13% YoY) và LNST đạt 623 tỷ đồng (-5% YoY).

Lũy kế cả năm, doanh thu đạt 10,243 tỷ đồng (+2.2% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 2,377 tỷ đồng (+8.9% YoY). Biên lợi nhuận ròng cải thiện lên 23.2% từ mức 21.8% trong năm 2023 nhờ biên lợi nhuận gộp mảng đường tăng 1.6% và nỗ lực giảm biên chi phí SG&A. Mảng sữa đậu nành tuy có sự hồi phục doanh thu sau năm 2023 sụt giảm nhưng biên lợi nhuận gộp sụt giảm 3.4% do ảnh hưởng từ tỷ giá, khiến cho đóng góp của mảng này vào lợi nhuận gộp giảm 4.5%.

Dự phóng KQKD 2025

Chúng tôi dự phóng QNS sẽ tiếp tục duy trì doanh thu và lợi nhuận cao kỷ lục trong năm 2025. Cụ thể, chúng tôi thận trọng dự phóng giá bán đường trong năm 2025 giảm nhẹ -3% trên cơ sở nền cao của năm 2024 và sản lượng đi ngang so với cùng kỳ; tương ứng doanh thu từ mảng đường đạt 3,795 tỷ đồng (-3.7% YoY). Đối với mảng sữa đậu nành, chúng tôi dự phóng sản lượng tiếp tục hồi phục với mức tăng trưởng 3% và giá bán giữ nguyên, tương ứng doanh thu 2025 đạt 4,308 tỷ đồng (+3.2% YoY) và biên LN gộp cải thiện lên 38% (so với cùng kỳ là 37.6%) nhờ hưởng lợi từ giá đậu nành nguyên liệu giảm. Qua đó, chúng tôi dự phóng QNS sẽ ghi nhận doanh thu 2025 đạt 10,254 tỷ đồng (+0.1% YoY) và LNST 2025 đạt 2,364 tỷ đồng (-0.5% YoY).

Rủi ro

(1) Rủi ro giá đậu nành nhập khẩu tăng; (2) Rủi ro đa dạng hóa; (3) Rủi ro ENSO diễn biến khó lường gây ảnh hưởng lên sản lượng đường; (4) Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt đối với nước giải khát có đường; (5) Rủi ro đường nhập lậu.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	8,255	10,021	10,243	10,254	10,100
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,359	2,155	2,380	2,332	2,137
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,287	2,183	2,377	2,364	2,214
EPS (VND)	4,226	7,172	7,680	7,501	7,025
BPS (VND)	24,766	28,468	32,650	35,000	37,762
OPM (%)	16.5	21.5	23.2	22.7	21.2
NPM (%)	15.6	21.8	23.2	23.1	21.9
ROE (%)	17.2	25.5	23.77	21.6	18.8
PER (x)	8.5	6.4	6.5	8.5	9.0
PBR (x)	1.4	1.6	1.5	1.8	1.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật kết quả kinh doanh 2024 và dự phóng 2025

Tỷ đồng	Q4/2024	Q4/2023	Thay đổi (YoY)	2024	Thay đổi (YoY)	2025F	Thay đổi (YoY)
Doanh thu thuần	2,174	2,272	-4%	10,243	2.2%	10,254	0.1%
Màng đường	714	910	-22%	3,939	-2.4%	3,795	-3.7%
Sữa đậu nành	987	897	10%	4,174	4.3%	4,308	3.2%
Công ty con Thành Phát*	288	478	-40%	2,112	-13.2%	2,133	1.0%
Khác**	185	-13	-1523%	18	-104.0%	18	0.0%
Lợi nhuận gộp	782	897	-13%	3,487	4.1%	3,440	-1.3%
Màng đường	248	395	-37%	1,290	2.6%	1,176	-8.8%
Sữa đậu nành	340	382	-11%	1,569	-4.5%	1,637	4.3%
Công ty con Thành Phát	9	7	29%	44	11.7%	43	-2.3%
Khác	185	113	65%	584	42.1%	584	0.0%
LN trước thuế	715	735	-3%	2,646	8.1%	2,627	-0.7%
LN sau thuế	623	654	-5%	2,377	8.9%	2,364	-0.5%

(*) Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát mà QNS sở hữu 100%, chủ yếu phân phối các sản phẩm của QNS

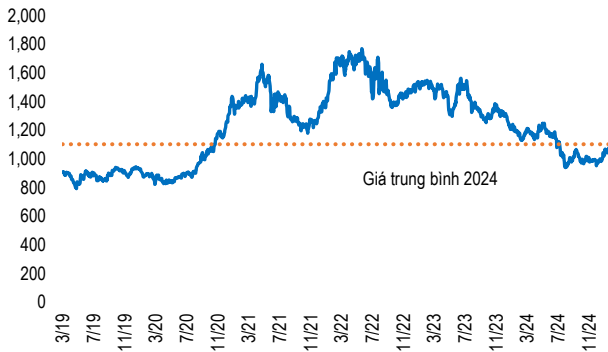
(**) Bao gồm các mảng khác như bánh kẹo, bia, nước giải khát và khoản giảm trừ doanh thu

Doanh thu thuần Q4 đạt 2,174 tỷ đồng, giảm -4% YoY. Trong đó, màng đường và đóng góp từ công ty con Thành Phát có sự sụt giảm so với cùng kỳ, duy mảng sữa đậu nành ghi nhận tăng trưởng tích cực (+10% YoY). LNST Q4 đạt 623 tỷ đồng (-5% YoY).

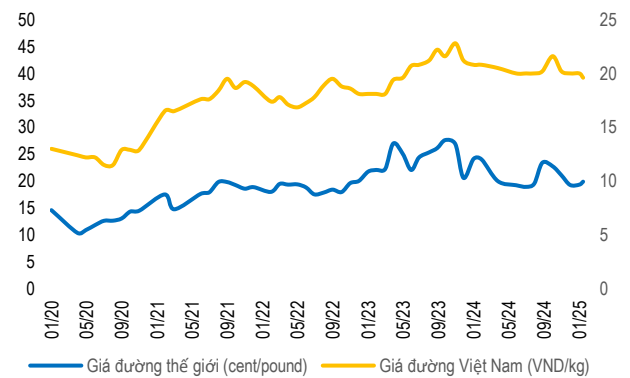
Lũy kế cả năm 2024, DT vẫn ghi nhận mức tăng 2.2% YoY, đạt 10,243 tỷ đồng. Hai mảng chiếm tỷ trọng cao nhất trong doanh thu là màng đường và sữa đậu nành tăng trưởng trái chiều nhau. LNST cả năm đạt 2,377 tỷ đồng (+8.9% YoY), biên lợi nhuận ròng cải thiện lên 23.2% (so với 21.8% trong năm 2023). Cụ thể:

- Doanh thu màng đường đạt 3,939 tỷ đồng (-2.4% YoY), chủ yếu do sản lượng sụt giảm, tuy được bù đắp một phần bởi mức tăng của giá bán trung bình. Biên lợi nhuận gộp của mảng này cũng cải thiện lên 32.7% (+1.6% YoY) nhờ giá đường tiếp tục neo cao.
- Sau năm 2023 với doanh thu sụt giảm thì mảng sữa đậu nành đã hồi phục trở lại trong năm 2024 với doanh thu đạt 4,174 tỷ đồng (+4.3% YoY), DT bắt đầu tăng từ quý 2 và đạt kết quả tương đối tốt trong 2 quý cuối năm nhờ thị trường cải thiện. Với chiến lược phát triển hợp lý, QNS đã mở rộng thị phần sữa đậu nành năm 2024 lên 90.6%, tăng 2 điểm phần trăm so với năm 2023. Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp của mảng này lại sụt giảm 3.4% YoY, chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do ảnh hưởng của chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng do ảnh hưởng từ việc tỷ giá tăng mạnh trong năm. Tuy giá đậu nành nhập khẩu giảm trong năm nhưng không bù đắp được mức tăng tỷ giá.
- Công ty con Thành Phát cũng ghi nhận đóng góp tốt hơn với lợi nhuận gộp tăng 11.7% YoY và biên lợi nhuận cải thiện lên 2.1% (từ 1.6% năm 2023).

- Một yếu tố nữa khiến biên lợi nhuận ròng cải thiện là nỗ lực quản lý chi phí tốt với biên Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A)/Doanh thu sụt giảm 1.1% YoY.

Diễn biến giá đậu nành nhập khẩu (USD/giạ)

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Diễn biến giá đường thế giới (trái) và giá đường RS An Khê (phải)

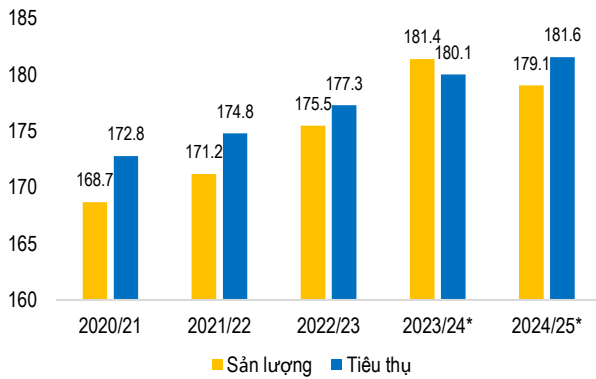
Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Cập nhật thị trường giá đường:

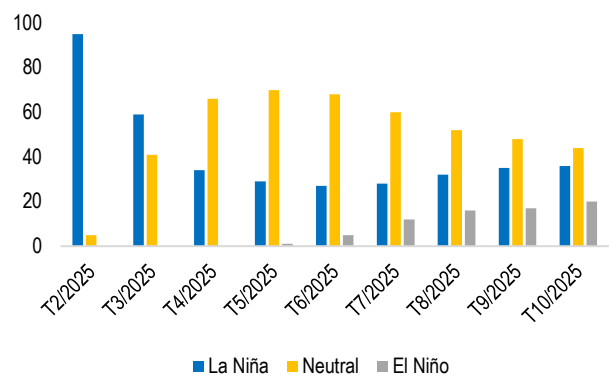
Theo dự báo mới nhất từ ISO, đường thế giới niên vụ 2024/2025 được dự báo thâm hụt ở mức 2.51 triệu tấn, trong đó sản lượng đường toàn cầu dự báo đạt 179 triệu tấn (giảm gần 2.3 triệu tấn so với mùa vụ trước, tương ứng -1.2%). Tháng 1/2025, Ấn Độ - nhà sản xuất đường lớn thứ hai thế giới tuyên bố sẽ cho phép xuất khẩu 1 triệu tấn trong mùa vụ hiện tại kéo dài đến cuối tháng 9 để giúp các nhà máy xuất khẩu lượng đường dư và hỗ trợ giá đường trong nước. Phản ánh thông tin này, giá đường thô và đường trắng thế giới giảm trong tháng 1 nhưng đã hồi phục lại trong tháng 2, và hiện đang neo ở mức 21 cent/pound.

Thị trường trong nước:

Giao dịch đường tháng 2/2025 khá chậm do nguồn cung đường khá dồi dào từ lượng tồn kho của thương mại giai đoạn cuối năm, cùng với đó là nguồn cung đường từ các nhà máy sản xuất cung ứng ra thị trường trong tháng 1 sau khi Tết Nguyên Đán kết thúc. Đường tiểu ngạch dự kiến sẽ tiếp tục về có lượng đóng góp vào nguồn cung đường trong tháng 2 dẫn tới tình trạng thừa cung có thể gây tác động tới mặt bằng giá cả đường trong thời gian tới.

Sản lượng và tiêu thụ đường qua các niên vụ (triệu tấn)

Nguồn: ISO, Shinhan Securities Vietnam
*Số liệu ISO ước tính và dự báo

Xác suất xảy ra ENSO (%)

Nguồn: CPC (Climate Prediction Center) 13/02/25, Shinhan Securities Vietnam

Dựa trên dự phóng thâm hụt cho niên vụ 2024/2025 của ISO, kết hợp với mức chênh lệch giữa giá ethanol và giá đường hiện tại, chúng tôi cho rằng giá đường thế giới năm 2025 sẽ không biến động nhiều và tiếp tục được duy trì ở mặt bằng cao.

Đối với giá đường trong nước, vốn chịu ảnh hưởng thêm bởi các yếu tố như nguồn đường nhập khẩu (cả chính ngạch và nhập lậu) và nhu cầu nội địa, trên cơ sở nền cao của năm 2024, chúng tôi thận trọng dự phóng giá bán đường trong năm 2025 giảm nhẹ -3% và sản lượng đi ngang so với cùng kỳ; tương ứng doanh thu từ mảng đường đạt 3,795 tỷ đồng (-3.7% YoY). Đối với mảng sữa đậu nành, chúng tôi dự phóng sản lượng 2025 tiếp tục hồi phục với mức tăng trưởng 3% và giá bán giữ nguyên, tương ứng doanh thu 2025 đạt 4,308 tỷ đồng (+3.2% YoY) và biên LN gộp cải thiện lên 38% (so với cùng kỳ là 37.6%) nhờ hưởng lợi từ giá đậu nành nguyên liệu giảm. Qua đó, chúng tôi dự phóng Doanh thu 2025 đạt 10,254 tỷ đồng (+0.1% YoY) và LNST 2025 đạt 2,364 tỷ đồng (-0.5% YoY).

Ban lãnh đạo cũng công bố kế hoạch kinh doanh cho năm 2025 với Doanh thu dự kiến đạt 10,000 tỷ đồng và LNST 1,790 tỷ đồng, đều giảm so với kết quả đạt được trong năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng BLĐ QNS có truyền thống đặt kế hoạch thận trọng và thường hoàn thành vượt mức kế hoạch đề ra.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E để định giá QNS với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng các giả định và dự phóng như bên dưới:

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	8.9%
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.1%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.4%
Beta	0.79
Chi phí nợ sau thuế (%)	4.5%
Chi phí sử dụng vốn (%)	9.7%
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.17
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	2,714

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCFF của QNS					
Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	2,364	2,214	2,144	2,136	2,087
Cộng: Lãi vay sau thuế	123	113	134	113	159
Cộng: Chi phí không bằng tiền	434	446	458	470	489
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	226	69	210	-202	509
Trừ: Vốn đầu tư	308	313	307	315	476
Dòng tiền tự do (FCFF)	2,387	2,391	2,219	2,606	1,750
Tỷ lệ chiết khấu	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2,196	2,008	1,709	1,850	1,138
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	12,752				
Giá trị doanh nghiệp	21,653				
Nợ vay	2,714				
Tiền và tương đương tiền	539				
Lợi ích cổ đông thiểu số	0				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.312				
Giá mục tiêu (VND)	62,400				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Với phương pháp P/E, chúng tôi tiến hành định giá đối với từng mảng kinh doanh của doanh nghiệp. Đối với mỗi mảng, giá trị P/E mục tiêu mà chúng tôi sử dụng là giá trị bình quân giữa P/E trung bình ngành và P/E lịch sử 5 năm của cổ phiếu QNS. Cụ thể như sau:

- Mảng đường (39% DT 2024): Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu 8.9x cho mảng đường.
- Mảng sữa đậu nành (41% DT 2024): Do hạn chế về số lượng các công ty niêm yết xét trên phân khúc sữa đậu nành, chúng tôi đã sử dụng giá trị P/E tham chiếu là P/E trung bình của các công ty sản xuất và phân phối sữa, sau đó chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% nhằm phản ánh (1) mức độ cạnh tranh với sữa đậu nành truyền thống không thương hiệu và các loại sữa hạt khác đang ngày càng được ưa chuộng và (2) khả năng tăng trưởng hạn chế khi QNS đã chiếm lĩnh trên 90% thị phần sữa đậu nành có thương hiệu (2024). P/E mục tiêu áp dụng định giá mảng này là 9.6x.
- Với các mảng còn lại (điện sinh khối, bia, nước khoáng, bánh kẹo): Chúng tôi áp dụng giá P/E mục tiêu 5x vì đây là những mảng không trọng tâm và có kết quả kinh doanh không ổn định qua các năm.

	LNST 2025F	P/E mục tiêu	Vốn chủ sở hữu
Mảng đường	809	8.9x	7,200
Mảng sữa đậu nành	1,125	9.6x	10,800
Các mảng khác	430	5.0x	2,150
Giá trị vốn chủ sở hữu			20,150
Số lượng cổ phiếu (tỷ đơn vị)			0.312
Giá mục tiêu (VND)			64,500

Các công ty ngành đường chúng tôi lựa chọn trong định giá:

Mã chứng khoán	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	Tăng trưởng DT (%)	Tăng trưởng EPS (%)	P/E	ROE (%)
DCB IN Equity	DALMIA BHARAT SUGAR & INDUST	Ấn Độ	7,973	-10.87	-0.95	9.9x	8.59
BRCM IN Equity	BALRAMPUR CHINI MILLS LTD	Ấn Độ	26,421	19.89	81.94	15.8x	16.21
KSL TB Equity	KHON KAEN SUGAR INDUSTRY PCL	Thái Lan	5,884	-10.88	20.35	8.4x	5.28
LSS VN Equity	CTCP MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN	Việt Nam	951	49.00	275.00	8.3x	6.91
SLS VN Equity	CTCP MÍA ĐƯỜNG SƠN LA	Việt Nam	2,050	-17.00	0.60	3.9x	38.48
Trung bình						9.3x	
P/E lịch sử 5 năm						8.5x	
P/E mục tiêu						8.9x	

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Các công ty ngành sữa chúng tôi lựa chọn trong định giá:

Mã chứng khoán	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	Tăng trưởng DT (%)	Tăng trưởng EPS (%)	P/E	ROE (%)
2319 HK Equity	CHINA MENGNIU DAIRY CO	Trung Quốc	192094	6.51	-17.02	14.6x	9.84
FNH MK Equity	FRASER & NEAVE HOLDINGS BHD	Malaysia	54	4.88	-3.8	16.6x	14.84
MCM VN Equity	MOC CHAU DAIRY COW BREEDING	Việt Nam	3500	-6.9	-41	16.1x	9.49
VNM VN Equity	VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC	Việt Nam	126860	2.34	5.89	13.7x	26.44
IDP VN Equity	INTERNATIONAL DAIRY PRODUCTS	Việt Nam	14215	9.34	12.71	15.8x	38.56
Trung bình						15.4x	
P/E lịch sử 5 năm						8.5x	
P/E mục tiêu						9.6x	

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

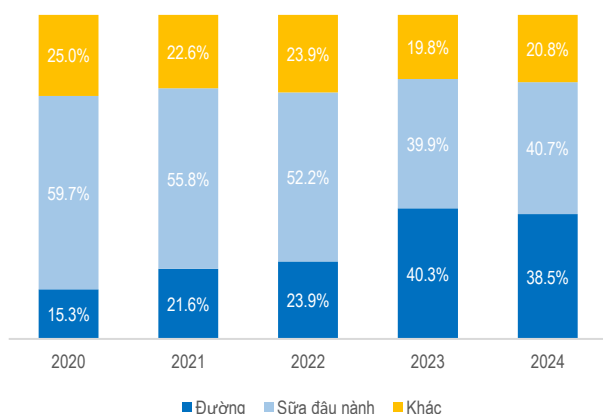
1. Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Đường Quảng Ngãi (UpCOM: QNS) tiền thân là công ty Đường Quảng Ngãi, được thành lập từ những năm 70 của thế kỉ XX. Ban đầu, QNS chủ yếu kinh doanh đường thô (Refine Standard – RS) và Cồn. Đến năm 2005, công ty đổi tên thành CTCP Đường Quảng Ngãi và chính thức niêm yết trên sàn GDCK UpCOM vào năm 2016.

Hiện nay, doanh nghiệp đang cung ứng cho thị trường thực phẩm và đồ uống gồm sữa đậu nành, đường, bia, đồ uống không cồn, bánh kẹo và điện sinh khối. QNS hiện dẫn đầu mảng sữa đậu nành đóng hộp với thị phần khoảng 90% và là doanh nghiệp sản xuất mía đường chiếm thị phần thứ 2 tại Việt Nam.

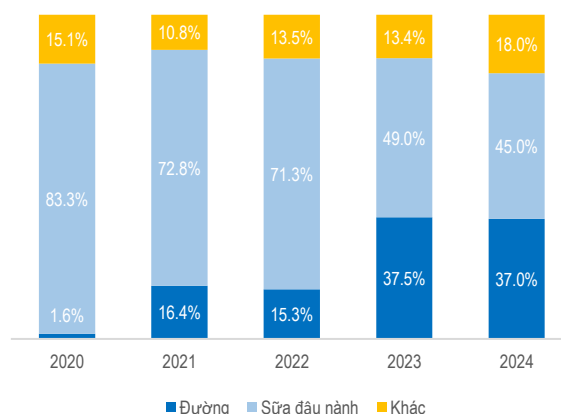
Sữa đậu nành là mảng chủ lực của doanh nghiệp với hai sản phẩm chính là Fami và Vinasoy. Mảng này đóng góp cao nhất trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của QNS với tỷ trọng lần lượt là 41% và 45% (2024). Bên cạnh, mảng đường cũng đóng góp khoảng 39% doanh thu và 37% lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp. QNS chủ yếu sản xuất đường từ mía và tinh luyện đường RE (Refined Extra - RE). Các mảng khác bao gồm sản xuất bia, bánh kẹo, điện sinh khối đóng góp tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 21% và 18%.

Cơ cấu doanh thu QNS



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu lợi nhuận gộp QNS

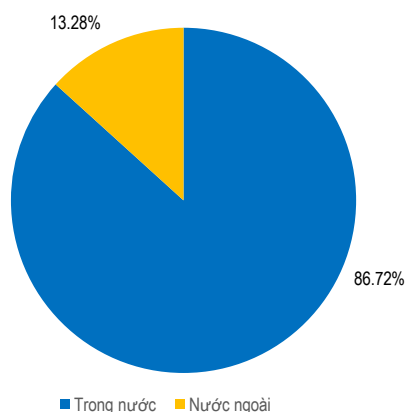


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Cơ cấu sở hữu

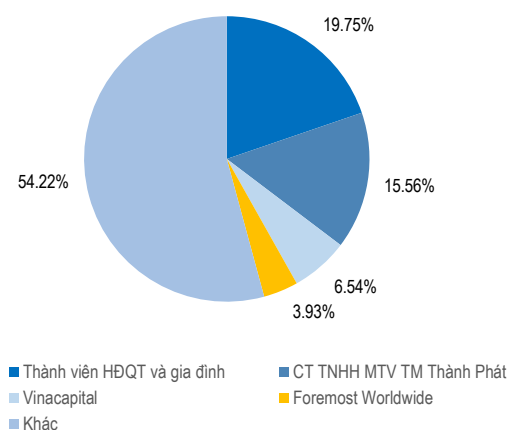
Cổ đông nước ngoài và cổ đông trong nước chiếm tỷ lệ lần lượt là 13.28% và 86.72% cơ cấu sở hữu tại QNS. Trong đó, cổ đông lớn nhất là Công ty TNHH MTV TM Thành Phát với tỷ lệ sở hữu chiếm 15.56%. Đây là công ty con mà QNS nắm giữ 100% tỷ lệ sở hữu và quyền biểu quyết.

Tỷ lệ sở hữu trong nước và nước ngoài tại QNS tại ngày 25/02/2025

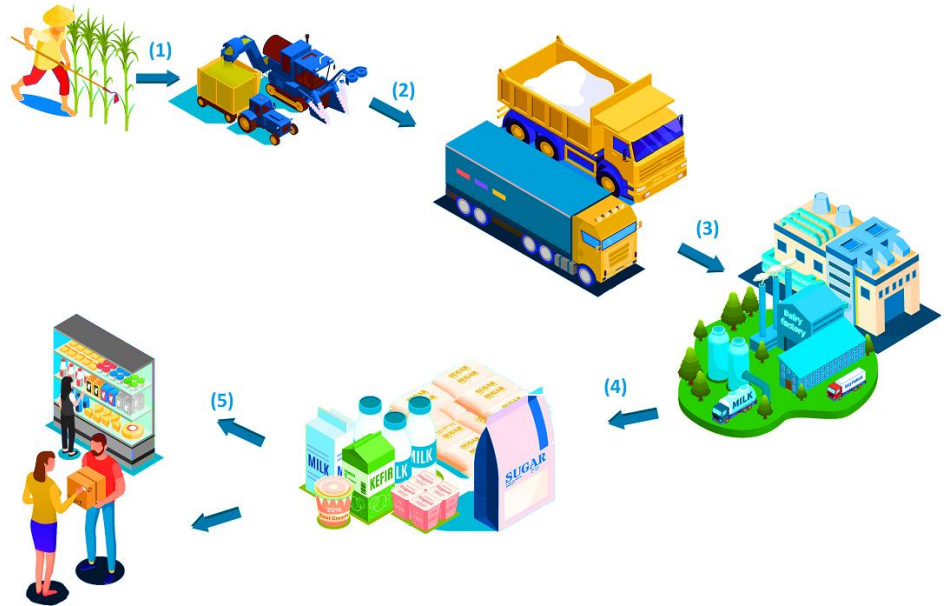


Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu sở hữu tại QNS tại ngày 25/02/2025



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

3. Chuỗi giá trị ngành sữa đậu nành và đường mía**Chuỗi giá trị ngành mía đường**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Với mảng đường mía, doanh nghiệp sử dụng mía nguyên liệu, trải qua một loạt quy trình để phân phối đường mía đến tay người tiêu dùng.

1. Mía nguyên liệu: Doanh nghiệp liên kết với nông dân vùng An Khê – Gia Lai để trồng mía. Diện tích nông nghiệp vùng này lớn (87 nghìn hecta), năng suất và tỷ lệ chuyển đổi đường – mía (chữ đường trong mía – CCS) đều cao. Trong đó, diện tích vùng nguyên liệu của nhà máy đường An Khê năm 2024 đạt 26 nghìn hecta. Doanh nghiệp thường chuyển giao các giống mía được khảo nghiệm tốt cho nông dân có kí hợp đồng hợp tác với doanh nghiệp. Điều này giúp kiểm soát năng suất và chữ đường. Bên cạnh đó, QNS cũng quản lý vùng nguyên liệu tại khu vực Quảng Ngãi với diện tích 2.5 nghìn hecta, phục vụ nhà máy Phổ Phong.
2. Thu hoạch: Thời gian thu hoạch và chế biến mía đường nhìn chung rơi vào quý 4 năm trước đến quý 2 năm sau. Ngành mía đường thường sản xuất một niên vụ cho tiêu thụ cả năm.
3. Vận chuyển đến nhà máy đường: Mía sau khi thu hoạch sẽ được vận chuyển đến nhà máy đường. Thông thường, mía cần được đưa vào chế biến trong khoảng 16 tiếng sau thu hoạch để đảm bảo chất lượng mía. Do đó, nhà máy đường thường gần các vùng nguyên liệu và quy mô vùng nguyên liệu cũng tác động đến quy mô của nhà máy đường.
4. Sản xuất: Mía đưa vào sản xuất trải qua các công đoạn gồm sơ chế - ép nước, lọc và luyện đường. Nhìn chung, kĩ thuật luyện đường khá đơn giản nhưng các nhà máy đường cần có quy mô lớn để đạt lợi thế về quy mô, nâng cao năng lực về giá. Nhà máy đường An Khê – Gia Lai của QNS được đầu tư với công suất lên đến 18,000 tấn mía/ngày (TMN). Đây là nhà máy đường có công suất lớn nhất tại Việt Nam. Được đầu tư với thiết bị hiện đại, nhà máy đường An Khê có thể tối ưu hóa sản xuất, giảm thất thoát chế biến.
5. Phân phối: Sản phẩm sau sản xuất được lưu trữ và phân phối đến người tiêu dùng.

Chuỗi giá trị ngành sữa đậu nành

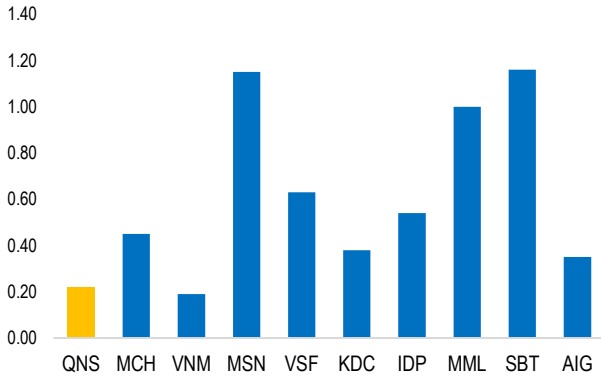
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Với mảng sữa đậu nành, doanh nghiệp sử dụng đậu nành nguyên liệu trải qua một loạt quy trình để phân phối đến tay người tiêu dùng.

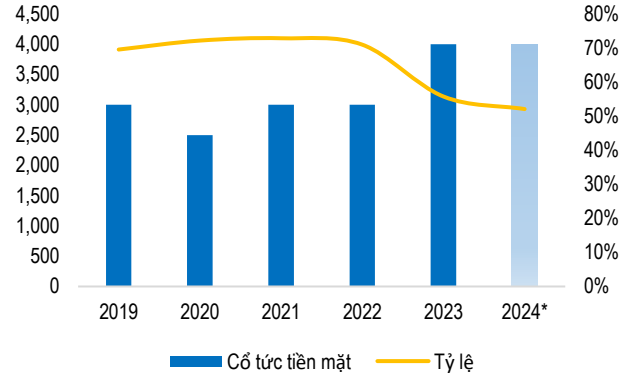
1. Đậu nành nguyên liệu: doanh nghiệp đầu tư đậu nành tại 4 vùng là Miền Trung, Tây Nguyên, đồng bằng sông Hồng và vùng ĐBSCL với diện tích lên đến 9,000 hecta. Với nguồn gen lên đến hơn 1,500 đơn vị, Ban lãnh đạo kì vọng tạo ra những loại đậu nành thích ứng tốt với tình hình biến đổi khí hậu, góp phần bền vững hóa nguồn cung trong nước. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng nhập khẩu từ 40-60% đậu nành từ các nước khác để phục vụ mục đích phối trộn, tăng hương vị sữa đậu nành.
2. Vận chuyển: Đậu nành sau khi thu hoạch được vận chuyển đến nhà máy để sản xuất.
3. Sản xuất: Đậu nành được đưa đến các nhà máy sữa của doanh nghiệp để chế biến. QNS hiện có 3 nhà máy sữa đậu nành VINASOY đặt tại Bắc Ninh, Quảng Ngãi và Bình Dương với tổng công suất thiết kế lên đến 390 triệu lít sữa/năm.
4. Phân phối: Sau khi sản xuất và đóng gói, sữa đậu nành được phân phối đến người tiêu dùng. Hiện tại, QNS đang tập trung vào các kênh truyền thống (General Trade – GT) và siêu thị với 150,000 điểm bán hàng và hợp tác với 178 nhà phân phối. Nhờ vậy, QNS có thể đưa sản phẩm đến người tiêu dùng một cách hiệu quả.

4. Tiềm lực tài chính vững mạnh, duy trì cổ tức ổn định

QNS là doanh nghiệp trong ngành thực phẩm – đồ uống với sản phẩm chủ lực là sữa và đường. Tỷ số nợ ròng/VCSH của QNS nhìn chung thấp hơn nhiều so với mặt bằng chung các doanh nghiệp trong cùng ngành.

Cơ cấu nợ ròng trên VCSH của các DN thực phẩm đồ uống (2024)

Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Mức chi trả cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của QNS

Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

(*) Mức dự kiến chi trả, thực tế QNS đã chi trả 2,000 đồng cổ tức/cổ phiếu cho năm 2024

Nguồn vốn vay của QNS toàn bộ là vốn vay ngân hàng ngắn hạn, chủ yếu để tài trợ cho vốn lưu động cho doanh nghiệp như mua hàng hóa phục vụ sản xuất kinh doanh và đã thanh toán hết khoản vay dài hạn từ năm 2018. Với tổng tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn đạt 7,838 tỷ (chiếm 57% tổng tài sản tại ngày 31/12/2024), doanh nghiệp có nguồn tài chính dồi dào để tài trợ cho các dự án mở rộng sản xuất kinh doanh cho các năm tiếp theo.

Ngoài ra, doanh nghiệp duy trì mức chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn qua các năm ở mức 3,000 VND đến 4,000 VND/cổ phiếu, với tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ 50 – 70% trong 3 năm qua sau khi đã hoàn thành nghĩa vụ nợ dài hạn và được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì mức chi trả cổ tức cao này trong tương lai.

Rủi ro

Rủi ro về giá đậu nành nguyên liệu nhập khẩu

QNS nhập khẩu đậu nành nguyên liệu với tỷ lệ 70-80% từ các quốc gia khác như Canada nhằm phối trộn nâng cao chất lượng sản phẩm. Khoảng 70% giá thành của sữa đậu nành đến từ đậu nành nguyên liệu, do đó, những biến động trong giá đậu nành thế giới sẽ tác động đến biên lợi nhuận gộp của QNS. Ngoài thời tiết, nhiều yếu tố ảnh hưởng lên giá đậu nành thế giới như giá trị đồng USD, giá phân bón, và các yếu tố khác.

Rủi ro đa dạng hóa

Thói quen tiêu thụ sản phẩm dinh dưỡng thực vật vẫn còn chưa cao. Theo Euromonitor, nguyên nhân chính đến từ việc suy nghĩ các sản phẩm dinh dưỡng từ thực vật chưa có giá trị cao như sữa tươi. Do đó, việc mở rộng thị trường, sản xuất các sản phẩm nguồn gốc thực vật như sữa chua uống thực vật là tiềm năng nhưng cũng đem đến rủi ro nhất định cho QNS khi thị trường còn chưa quen thuộc đối với loại sữa chua này.

Rủi ro tác động của ENSO lên sản lượng đường

Sản lượng mía bị tác động mạnh bởi hiện tượng El Niño và La Nina, do đó, lượng đường sản xuất được trong các năm có thời tiết cực đoan có khả năng giảm mạnh. Cụ thể, niên vụ 2015/16, sản lượng đường của QNS chỉ đạt 134 nghìn tấn so với mức 175 nghìn tấn trong niên vụ trước đó khi chịu ảnh hưởng của El Niño. Tuy vậy, hai loại hiện tượng thời tiết cực đoan này thường khó dự đoán trong dài hạn.

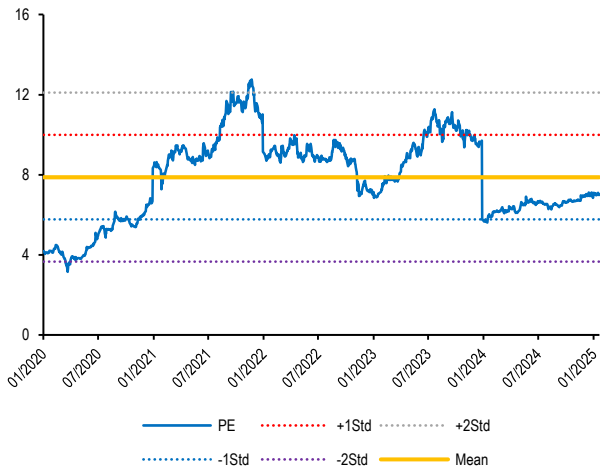
Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) đối với nước giải khát có đường

Dưới những ảnh hưởng tiêu cực của đường lên sức khỏe, Bộ Tài chính đề xuất áp thuế TTĐB đối với nước giải khát có đường trong dự án Luật Thuế Tiêu thụ đặc biệt. Cụ thể, ngoại trừ một số mặt hàng nước uống không thuộc đối tượng chịu thuế như: sữa; thực phẩm dạng lỏng dùng với mục đích dinh dưỡng; nước khoáng thiên nhiên, nước uống đóng chai, nước rau, quả và nectar (mật) rau, quả và sản phẩm từ cacao. Với mức thuế dự thảo 10%, dự kiến được thông qua trong kỳ họp tháng 5/2025 và bắt đầu áp dụng từ năm 2026, việc áp thuế TTĐB đối với nước giải khát có đường dự kiến sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ cho các sản phẩm giải khát chứa đường và ảnh hưởng tiêu cực lên doanh thu của ngành đường nói chung và các công ty sản xuất đường tinh luyện nói riêng.

Diễn biến phức tạp của đường nhập lậu

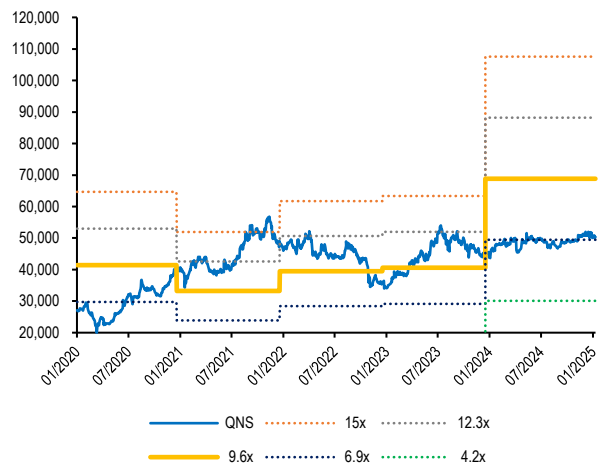
Đường nhập lậu là một trong những trở ngại lớn của ngành đường Việt Nam. Việc sản xuất chỉ đáp ứng được khoảng 40% nhu cầu tiêu thụ trong nước và mức áp thuế cho đường Thái Lan nhập khẩu chính ngạch lên đến 47.64% dẫn đến việc nhập lậu đường vào Việt Nam tại khu vực biên giới tăng. Đường nhập lậu với giá đường thấp kìm hãm giá đường trong nước và tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp sản xuất đường. Vì vậy, sự phát triển của ngành đường còn phụ thuộc nhiều vào việc kiểm soát đường nhập lậu của các cơ quan chức năng.

Biểu đồ P/E



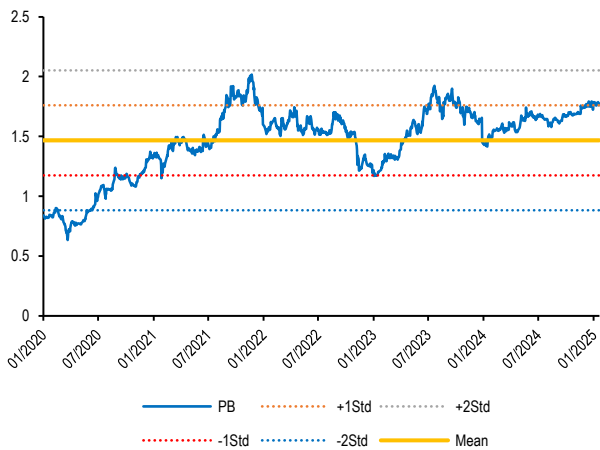
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PE Band



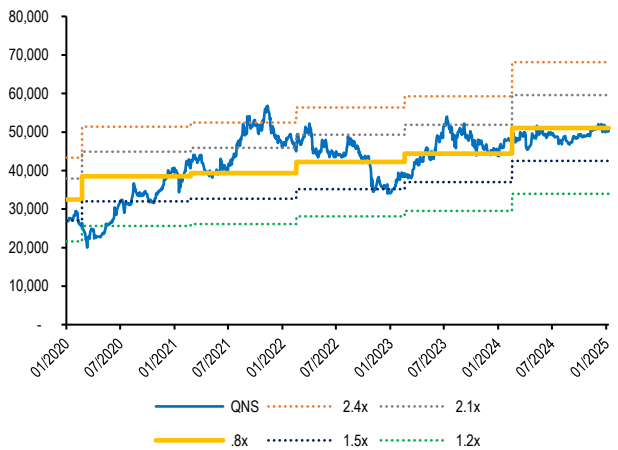
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/B



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PB Band



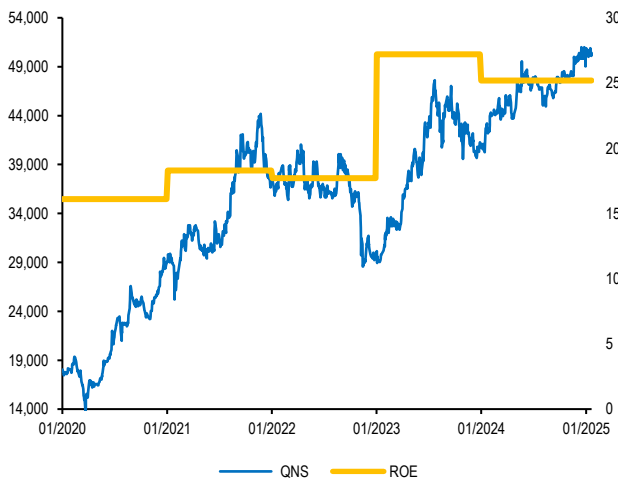
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ EV/EBITDA

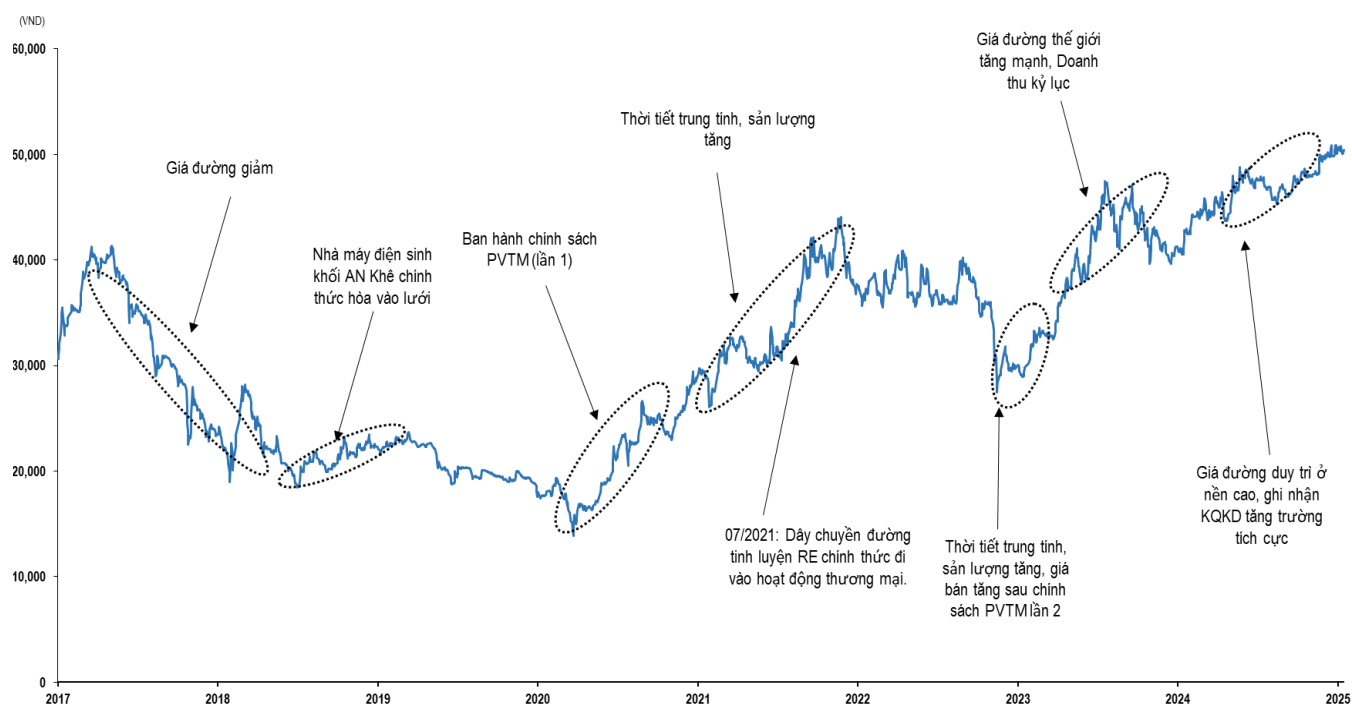


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của QNS

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	10,266	12,052	13,809	14,686	15,569
Tài sản ngắn hạn	6,090	8,093	10,011	10,968	11,989
Tiền và tương đương tiền	203	289	539	1,020	1,635
Đầu tư TC ngắn hạn	4,296	6,165	7,299	7,691	8,080
Các khoản phải thu	587	661	810	893	880
Hàng tồn kho	844	816	947	958	1,324
Tài sản ngắn hạn khác	160	162	416	406	70
Tài sản dài hạn	4,176	3,959	3,798	3,718	3,580
Tài sản cố định ròng	3,914	3,666	3,454	3,304	3,144
Tài sản đầu tư	33	53	82	106	133
Tài sản dài hạn khác	262	293	344	414	436
Tổng nợ	2,802	3,472	3,806	3,762	3,783
Nợ ngắn hạn	2,750	3,281	3,626	3,582	3,603
Khoản phải trả	479	456	464	461	465
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,896	2,411	2,714	2,741	2,796
Khác	375	414	448	380	342
Nợ dài hạn	52	191	180	180	180
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
Khác	52	191	180	180	180
Vốn chủ sở hữu	7,465	8,581	10,002	10,924	11,786
Vốn góp chủ sở hữu	3,569	3,569	3,676	3,676	3,676
Quỹ đầu tư và phát triển	354	354	529	529	529
Vốn khác	(159)	(120)	(55)	17	88
Lợi nhuận giữ lại	3,701	4,778	5,852	6,702	7,493
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0
*Nợ vay	1,896	2,411	2,714	2,741	2,796
*Nợ ròng (tiền)	(2,603)	(4,043)	(5,124)	(5,970)	(6,919)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	1,385	2,408	2,033	2,264	2,267
Lợi nhuận ròng	1,505	2,447	2,646	2,627	2,460
Khấu hao TSCĐ	490	445	444	434	446
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(159)	(311)	(234)	(308)	(323)
Thay đổi vốn lưu động	(276)	(62)	(538)	(212)	(54)
Thay đổi khác	(175)	(111)	(285)	(277)	(262)
Tiền từ HĐ đầu tư	(322)	(1,782)	(1,153)	(393)	(379)
Thay đổi tài sản cố định	(102)	(219)	(250)	(308)	(313)
Thay đổi tài sản đầu tư	(373)	(1,869)	(1,134)	(392)	(389)
Khác	153	306	231	307	323
Tiền từ HĐ tài chính	(1,041)	(539)	(632)	(1,391)	(1,273)
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	282	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(136)	515	302	27	55
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(904)	(1,055)	(1,216)	(1,418)	(1,328)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	22	87	248	480	615
Tổng tiền đầu năm	179	203	289	539	1,020
Thay đổi trong kỳ giá	2	(1)	2	1	-
Tổng tiền cuối năm	203	289	539	1,020	1,635

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	8,255	10,021	10,243	10,254	10,100
Tăng trưởng (%)	12.5	21.4	2.2	0.1	-1.5
Giá vốn hàng bán	(5,796)	(6,670)	(6,759)	(6,815)	(6,812)
Lợi nhuận gộp	2,459	3,351	3,484	3,439	3,288
Biên lợi nhuận gộp (%)	29.8	33.4	34.0	33.5	32.6
Chi phí BH & QLDN	(1,100)	(1,196)	(1,104)	(1,107)	(1,151)
LN từ HĐKD	1,359	2,155	2,380	2,332	2,137
Tăng trưởng (%)	3.3	58.6	10.4	(2.0)	(8.4)
Biên LN từ HĐKD (%)	16.5	21.5	23.2	22.7	21.2
LN khác	146	293	265	295	323
Thu nhập tài chính	191	341	262	338	354
Chi phí tài chính	(84)	(139)	(96)	(138)	(127)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(83)	(136)	(94)	(137)	(126)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	39	91	99	95	96
LNTT	1,505	2,447	2,645	2,627	2,460
Thuế TNDN	(219)	(263)	(268)	(263)	(246)
LNST	1,286	2,184	2,377	2,364	2,214
Tăng trưởng (%)	2.6	69.6	8.9	(0.5)	(6.3)
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.6	21.8	23.2	23.1	21.9
LNST cổ đông công ty mẹ	1,286	2,184	2,377	2,364	2,214
Lợi ích CĐTTS	0	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	1,588	2,583	2,739	2,764	2,586
Tăng trưởng (%)	5.5	62.7	6.0	0.9	(6.4)
Biên LN (%)	19.2	25.8	26.7	27.0	25.6
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	2,078	3,028	3,183	3,198	3,032
Tăng trưởng (%)	5.0	45.7	5.1	0.5	(5.2)
Biên LN (%)	25.2	30.2	31.1	31.2	30.0

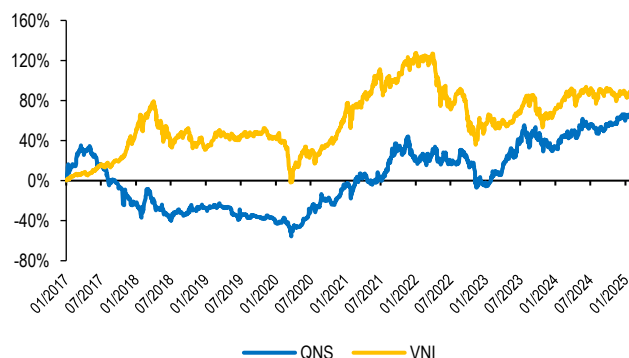
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	4,226	7,172	7,680	7,501	7,025
BPS (đồng)	24,766	28,468	32,650	35,000	37,762
PER (x)	8.5	6.4	6.5	8.5	9.0
PBR (x)	1.4	1.6	1.5	1.8	1.7
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	70.3	48.3	51.2	60.0	60.0
Lãi cổ tức (%)	2.5	2.3	2.4	2.2	2.1
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	25.2	30.2	31.1	31.2	30.0
Biên LN từ HĐKD (%)	16.5	21.5	23.2	22.7	21.2
Biên LNST (%)	15.6	21.8	23.2	23.1	21.9
ROA (%)	12.5	18.1	17.2	16.1	14.2
ROE (%)	17.2	25.5	23.77	21.6	18.8
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	25.4	28.1	27.1	25.1	23.7
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(125.3)	(133.5)	(161.0)	(186.7)	(228.2)
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	163.6	196.7	216.2	243.2	269.6
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	19.1	19.0	29.1	20.2	20.5
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	25.9	25.5	23.6	24.7	24.7
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	55.5	52.1	61.6	71.1	72.3
Số ngày khoản phải thu (ngày)	21.5	22.7	26.2	30.3	32.0

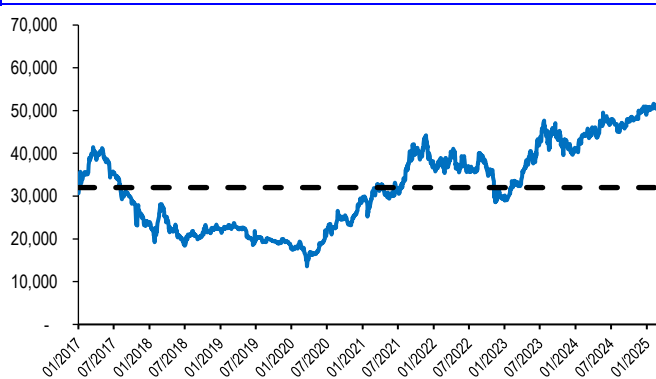
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (QNS VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
14/06/2023 (BC lần đầu)	MUA	55,700	17.7	32.5/4.2
09/11/2023 (BC cập nhật)	MUA	64,200	54.5	21.5/102.6
27/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	63,500	33.9	23.1/46.0

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599