

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (UPCOM: QNS)
Dương Bích Ngọc

Chuyên viên phân tích

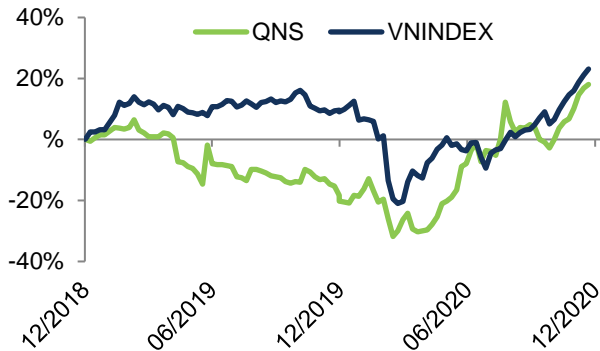
Email: ngocdb@fpts.com.vn

Tel: (8424) – 3773 7070 - Ext : 4312

Người phê duyệt báo cáo

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu QNS và VNINDEX

Thông tin giao dịch (25/12/2020)

Giá hiện tại (đồng/cp)	38.600
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	40.073
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	20.000
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	356,9
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	356,9
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	285.407
% sở hữu nước ngoài	0%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	13.869
P/E trailing 12 tháng (lần)	12,05x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	3.203

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Đường Quảng Ngãi
Địa chỉ	Số 02 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi, Tỉnh Quảng Ngãi
Doanh thu chính	Chế biến và kinh doanh sữa đậu nành, đường, bánh kẹo và các loại thực phẩm khác
Chi phí chính	Đậu nành nguyên liệu, mía nguyên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Thương hiệu lâu năm, dẫn đầu thị phần sữa đậu nành hộp giấy; Năng lực sản xuất đường lớn
Rủi ro chính	Biến động giá đậu nành nguyên liệu, giá đường thành phẩm; Diễn biến thời tiết

 Giá hiện tại: **38.600**

 Giá mục tiêu: **31.700**

 Tăng/giảm: **-17,9%**
KHUYẾN NGHỊ
BÁN
GIÁ ĐẬU NÀNH NGUYÊN LIỆU TĂNG MẠNH, MĂNG ĐƯỜNG – ĐIỆN CÒN KHÓ KHĂN

Chúng tôi tiến hành cập nhật phân tích và định giá mã cổ phiếu QNS. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu QNS là **31.700 đồng/cp**, thấp hơn mức giá hiện tại 17,9% ([chi tiết](#)). Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** chốt lời đối với cổ phiếu QNS cho mục tiêu ngắn hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét mua lại cổ phiếu QNS ở mức giá 27.000 đồng/cp, tương đương với mức giảm 30% so với giá hiện tại.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2020F của QNS đạt khoảng 6.845,2 tỷ đồng (-10,9% yoy). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 1.083,6 tỷ đồng (-16,1% yoy), tương ứng với mức EPS đạt 3.036 đồng/cp ([chi tiết](#)).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

► **Giá đậu nành nguyên liệu tăng mạnh, tiêu thụ sữa ước giảm khoảng 5% trong năm 2020F** ([chi tiết](#))

Tháng 12/2020, giá đậu nành thế giới đạt mức cao nhất trong 05 năm và được dự báo tiếp tục tăng +2,1%/năm trong giai đoạn 2021 – 2029F. Đại dịch COVID-19 cũng tác động tới hoạt động tiêu thụ sữa của doanh nghiệp. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu mảng sữa giảm khoảng 5% yoy trong năm 2020; tỷ suất lợi nhuận gộp mảng sữa giảm từ 45% trong năm 2020F còn 40% trong năm 2021F.

► **Măng đường - điện tiếp tục gặp khó khăn** ([chi tiết](#))

Sau hội nhập ATIGA, sản lượng đường Thái Lan giá rẻ nhập khẩu vào Việt Nam tăng đột biến, tạo áp lực lớn cho các doanh nghiệp trong nước. Trong khi đó, vùng nguyên liệu mía của QNS chịu tác động tiêu cực bởi yếu tố thời tiết. Sản lượng đường – điện sản xuất trong năm 2020 – 2021F ước giảm ~40% so với năm 2019.

► **Tỷ lệ cổ tức tiền mặt ở mức cao sau giai đoạn đầu tư lớn** ([chi tiết](#))

Tỷ lệ cổ tức tiền mặt/lợi nhuận sau thuế của QNS được kỳ vọng ở mức cao trên 90% sau khi hoàn thiện các dự án đầu tư lớn.

RỦI RO ĐẦU TƯ

► **Rủi ro biến động giá nguyên liệu đậu nành và giá đường**

QNS nhập khẩu khoảng 70% nguyên liệu đậu nành và chịu tác động từ diễn biến giá đậu nành thế giới. Trong khi đó, giá đường trong nước chịu ảnh hưởng từ giá đường Thái Lan nhập khẩu.

► **Rủi ro thời tiết tác động tới vùng nguyên liệu mía**

Tác động của thời tiết tới năng suất và chữ đường của mía nguyên liệu ảnh hưởng trực tiếp tới sản xuất đường – điện.

Tham khảo: [Báo cáo cập nhật ngành Đường – T09/2020](#)

Chi tiết: [Báo cáo cập nhật định giá – T04/2020](#)

I. CẬP NHẬT DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH *(Quay lại trang 1)*

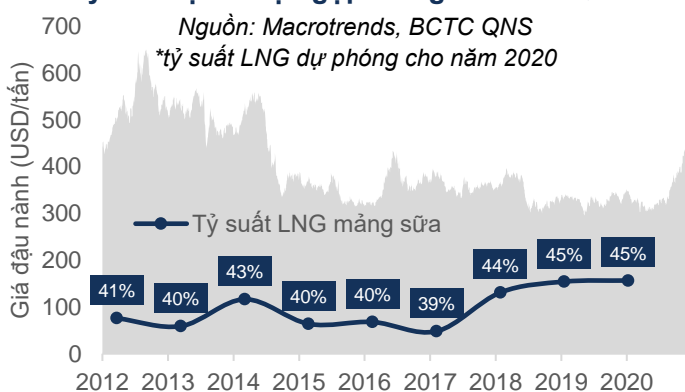
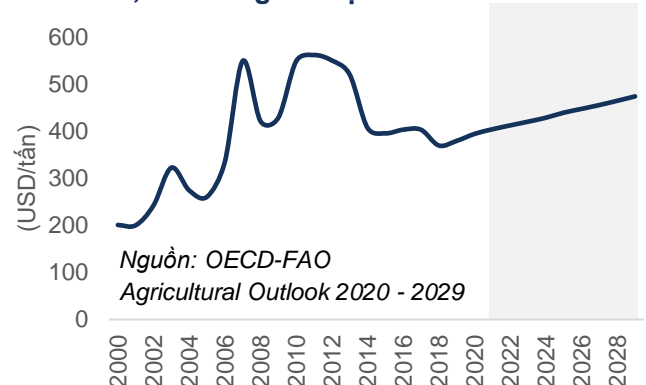
Đơn vị tính: tỷ đồng	TH 9T2020	%yoy	2020F	%yoy	% thay đổi so với Dự phóng T04/2020	Diễn giải
Doanh thu thuần	5.094,7	-15,8%	6.845,2	-10,9%	-12,5%	
Sữa đậu nành	3.052,7	-8,1%	4.036,2	-5,4%	-14,0%	Điều chỉnh giá định tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa; sản lượng mía; sản lượng đường sản xuất.
Đường	817,0	-35,6%	945,0	-36,4%	-14,3%	
Điện	-	-	110,3	-15,8%	+12,0%	
Khác	1.225,0	-16,0%	1.753,7	-2,5%	-9,1%	
Lợi nhuận gộp	1.555,0	-15,6%	2.147,6	-12,6%	-11,3%	
Sữa đậu nành	1.357,5	-4,8%	1.816,3	-5,1%	-7,4%	Điều chỉnh giá bán đường.
Đường	(11,5)	-114,8%	0	-	-	
Điện	-	-	10,3	-66,8%	-	
Khác	209,0	-38,1%	321,0	-10,0%	-10,0%	
Doanh thu tài chính	107,8	+11,2%	128	-7,3%	-5,4%	
Chi phí tài chính	57,0	-3,2%	78	+0,4%	-0,4%	
Chi phí bán hàng	580,4	-16,6%	684,5	-12,8%	-30,3%	Tạm hoãn ra mắt, quảng cáo sản phẩm mới.
Chi phí QLDN	214,7	+4,0%	218,7	+2,1%	+12,3%	
Lợi nhuận từ HĐKD	810,6	-17,0%	1.294,5	-14,7%	-0,7%	
Lợi nhuận trước thuế	808,6	-17,0%	1.294,5	-16,1%	-0,7%	
Lợi nhuận sau thuế	670,4	-16,9%	1.083,6	-16,1%	-0,7%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	30,5%		31,4%			
Sữa đậu nành	44,5%		45,0%			
Đường	-1,4%		0,0%			
Khác	17,1%		18,3%			
CP bán hàng/DT	11,39%		10,00%			
CP quản lý/DT	4,2%		3,2%			
Tỷ suất LN từ HĐKD	15,9%		18,9%			
Tỷ suất LNST	13,2%		15,83%			

Nguồn: BCTC QNS, FPTS Tổng hợp và Ước tính

1. Mảng sữa đậu nành: Giá nguyên liệu tăng mạnh, tiêu thụ sữa giảm
1.1. Giá đậu nành thế giới được dự báo tiếp tục ở mức cao trong 2020 – 2029F

Mảng kinh doanh sữa đậu nành là cấu phần quan trọng nhất trong doanh thu và lợi nhuận của QNS, đóng góp 54,9% vào cơ cấu doanh thu và 77,5% vào cơ cấu lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong 09T2020.

QNS nhập khẩu khoảng 70% nguồn đậu nành sản xuất do vùng nguyên liệu đậu nành trong nước chỉ đáp ứng được một phần nhu cầu sản xuất sữa của doanh nghiệp. Do chi phí đậu nành chiếm khoảng 30% chi phí sản xuất sữa của QNS, biến động giá đậu nành thế giới có tác động lớn tới kết quả lợi nhuận mảng sữa của doanh nghiệp.

Biến động giá đậu nành nguyên liệu và tỷ suất lợi nhuận gộp mảng sữa của QNS*

Giá đậu nành thế giới được dự báo tăng +2,1%/năm giai đoạn 2020 - 2029F


Tháng 12/2020, giá đậu nành thế giới đạt mức 458 USD/tấn (+31% yoy), mức cao nhất trong 05 năm, do:

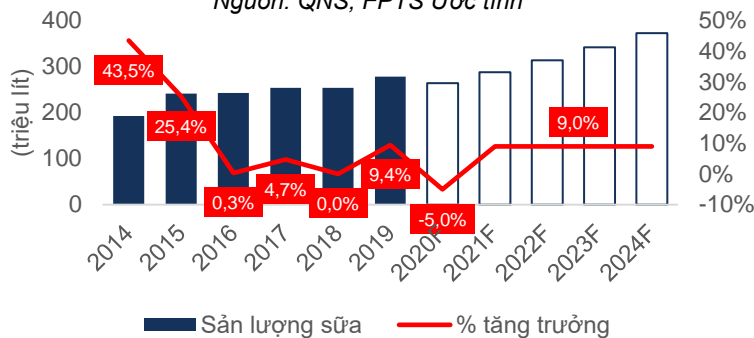
- (i) Trung Quốc (quốc gia nhập khẩu và tiêu thụ đậu nành #1 thế giới) gia tăng nhập khẩu đậu nành (+18% yoy) nhằm dự trữ lương thực (sau tác động của đại dịch COVID-19 và lũ lụt);
- (ii) Nhu cầu tiêu thụ thức ăn chăn nuôi với thành phần là đậu nành phục hồi tại Châu Á sau khi dịch tả lợn Châu Phi được cơ bản kiểm soát.

Theo dự phóng của OECD-FAO, giá đậu nành thế giới sẽ tiếp tục tăng khoảng +2,1%/năm và duy trì trên mức 400 USD/tấn trong giai đoạn 2021 – 2029F. Chúng tôi ước tính, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng sữa của QNS trong năm 2020 vẫn ở mức cao (~45%) do được hưởng lợi từ nguồn đậu nành nhập khẩu trong vùng giá thấp. Với giả định giá đậu nành nguyên liệu tăng trưởng như dự báo, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành của QNS sẽ giảm và đạt khoảng 40% trong năm 2021F.

1.2. Tiêu thụ sữa đậu nành giảm nhẹ trong năm 2020

Tiêu thụ sữa của QNS giảm nhẹ trong 2020F và phục hồi ở mức +9%/năm giai đoạn 2021 - 2024F

Nguồn: QNS, FPTIS Ước tính



Do tác động của đại dịch COVID-19, doanh thu sữa đậu nành của QNS sụt giảm khoảng 8% yoy trong 09T2020. Tuy nhiên, theo dự báo của Euromonitor, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ các sản phẩm sữa uống tại Việt Nam vẫn ở mức khả quan với +9,8%/năm trong giai đoạn 2020 – 2025F.

Chúng tôi điều chỉnh giả định tăng trưởng tiêu thụ sữa của QNS giảm 5% yoy trong cả năm 2020 và phục hồi ở mức +9%/năm trong giai đoạn 2021 – 2024F.

[\(Quay lại trang 1\)](#)

2. Màng đường – điện: Chưa hết khó khăn

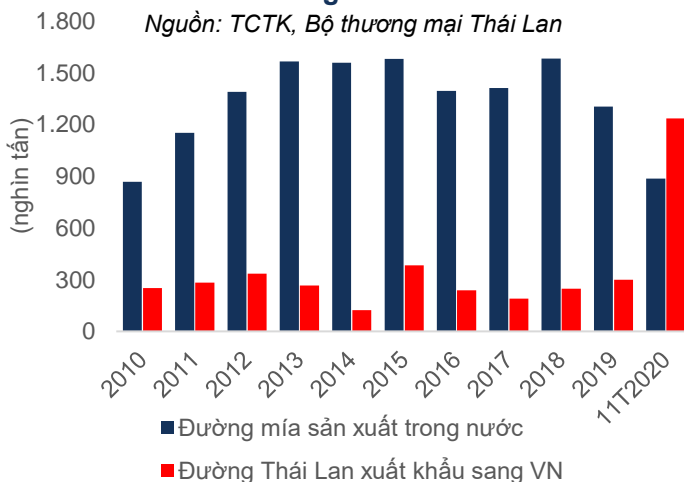
2.1. Áp lực từ đường nhập khẩu, kỳ vọng vào các chính sách hỗ trợ ngành

2.1.1. Đường nhập khẩu từ Thái Lan tăng mạnh sau ATIGA, ngành đường phân hóa rõ nét

Năm 2020 là một năm khó khăn đối với ngành đường Việt Nam. Sau khi hiệp định ATIGA chính thức có hiệu lực (01/01/2020), sản lượng đường nhập khẩu vào Việt Nam tăng hơn 04 lần so với cùng kỳ. Trong đó, khoảng 90% là đường có nguồn gốc từ Thái Lan. Trong 11T2020, Thái Lan xuất khẩu sang Việt Nam hơn 1,2 triệu tấn đường các loại, cao hơn 39,2% so với sản lượng đường mía sản xuất trong nước.

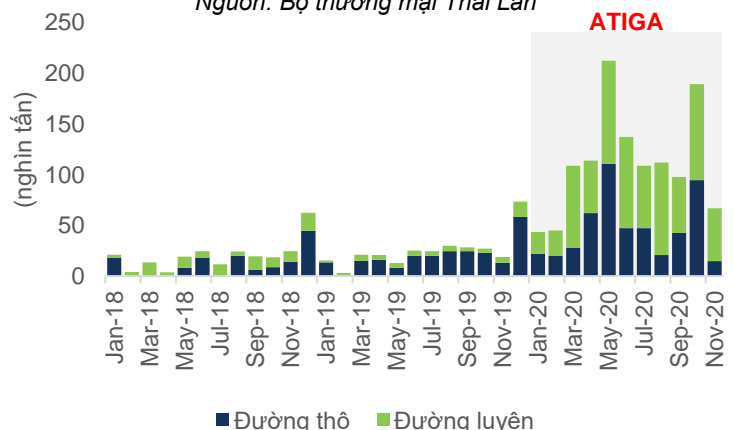
Đường Thái Lan nhập khẩu vào Việt Nam cao hơn +39,2% so với sản lượng sản xuất trong nước sau ATIGA

Nguồn: TCTK, Bộ thương mại Thái Lan



Nhập khẩu đường luyện từ Thái Lan phục vụ cho tiêu dùng trực tiếp và sản xuất thực phẩm - đồ uống chiếm chủ yếu sau hội nhập ATIGA

Nguồn: Bộ thương mại Thái Lan



Theo Hiệp hội mía đường Việt Nam (VSSA), đã có 16 nhà máy đường (NMD) (~40% số NMD) phải đóng cửa trong niên vụ 2019/20 và nửa đầu niên vụ 2020/21 do không có khả năng cạnh tranh với đường Thái Lan giá rẻ (các NMD phải đóng cửa là các NMD có công suất nhỏ, gặp khó khăn trong phát triển vùng nguyên liệu mía, tiêu thụ đường, trong đó có NMD Phổ Phong của QNS). Hiện nay, cả nước chỉ còn 25 NMD hoạt động trong niên vụ mới 2020/21 với nhiều NMD đang trong tình trạng thua lỗ.

[Tham khảo Báo cáo cập nhật ngành Đường T09/2020](#)

2.1.2. Giá đường cải thiện sau chính sách hỗ trợ ngành đường

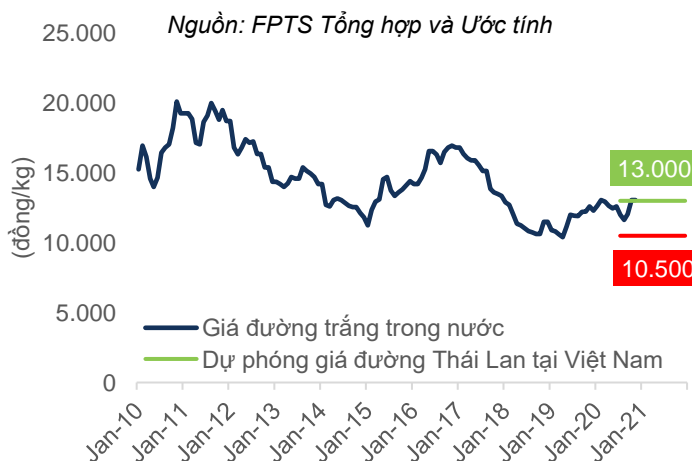
Để hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất đường và nông dân trồng mía tại Việt Nam trong bối cảnh khó khăn sau khi hội nhập, Bộ Công Thương đã ra quyết định điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá (CBPG) đối với mặt hàng đường lỏng giá rẻ có xuất xứ từ Trung Quốc, Hàn Quốc (T06/2020); điều tra áp thuế CBPG, chống trợ cấp (CTC) mặt hàng đường mía có xuất xứ từ Thái Lan với mức thuế đề xuất 37,9% (T09/2020) ([chi tiết](#)). Trong T10/2020, giá đường trắng trong nước đã đạt mức trung bình 13.050 đồng/kg (+6,7% yoy và +12,3% so với mức thấp nhất năm 2020). Những chính sách này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giá đường và giá mía nguyên liệu trong nước, nâng cao năng lực cạnh tranh của ngành đường Việt Nam.

Tuy nhiên, theo nhận định của VSSA, sau khi Bộ Công Thương có quyết định điều tra CBPG, CTC đối với các mặt hàng đường từ Thái Lan (T09/2020), sản lượng đường nhập khẩu từ các quốc gia khu vực ASEAN (Malaysia, Campuchia, Indonesia...) vào Việt Nam trong T10-11/2020 vẫn ở mức cao. Đáng lưu ý, phần lớn các quốc gia trong khu vực ASEAN đều ở trong tình trạng thâm hụt đường và phải nhập khẩu đường để phục vụ nhu cầu tiêu thụ nội địa, một số quốc gia không phát triển vùng nguyên liệu mía, chỉ luyện đường thô (nhập khẩu chủ yếu từ Thái Lan) ([chi tiết](#)).

Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng đường nhập khẩu sẽ ở mức thấp trong giai đoạn T12/2020 – T04/2021; và giá đường trắng nội địa trong năm 2021F dao động trong khoảng từ 10.500 – 13.000 đồng/kg do:

- (i) Các NMD tại Việt Nam chuẩn bị vào vụ ép mía cho niên vụ 2020/21 (T12/2020 – T05/2021), cung đường mía nội địa tăng trở lại;
- (ii) Sản xuất đường tại Thái Lan trong niên vụ 2020/21 được dự báo giảm 5,4% yoy (đạt 7,8 triệu tấn - mức thấp nhất 10 năm) do tác động của thời tiết ([chi tiết](#));
- (iii) Kỳ vọng mức thuế CBPG, CTC đề xuất ở mức 37,9% được áp dụng trong năm 2021, giá đường trắng Thái Lan tại Việt Nam đạt khoảng 13.000 – 14.000 đồng/kg.

Giá đường trắng nội địa dao động trong khoảng 10.500 - 13.000 đồng/kg



Dự phóng giá đường trắng Thái Lan nhập chính ngạch vào Việt Nam	đồng/kg
Giá thành sản xuất đường Thái Lan	8.400
Chi phí vận chuyển	1.500 – 2.000
Lợi thế địa phương và phân phối	400 – 1.000
Thuế nhập khẩu (5%)	400
Giá bán đường Thái chính ngạch (không bao gồm thuế CBPG, CTC)	10.500
Thuế CBPG, CTC đề xuất (37,9%)	3.000
Giá bán đường Thái chính ngạch (bao gồm thuế CBPG, CTC đề xuất)	13.000 – 14.000

Nguồn: FPTS Tổng hợp và Ước tính

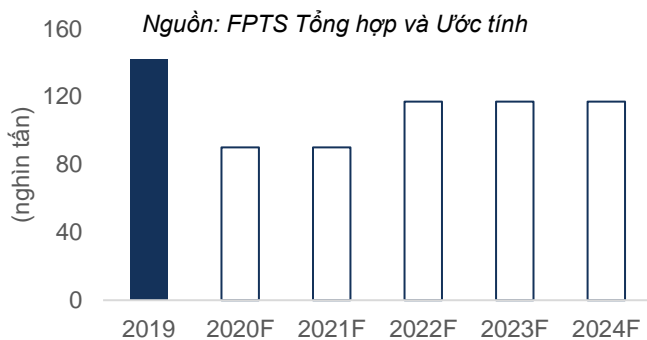
2.2. Sản xuất đường – điện giảm

2.2.1. Sản lượng giảm do tác động tiêu cực của thời tiết tới vùng nguyên liệu mía

Trong niên vụ 2019/20, diện tích mía và sản lượng mía cả nước giảm lần lượt 37,6% và 39,5% yoy do tác động của hiện tượng thời tiết El Nino gây hạn hán diện rộng cho khu vực miền Trung – Tây Nguyên (trong đó có vùng nguyên liệu mía của QNS). Kết thúc vụ ép mía 2019/20, diện tích mía của QNS giảm 30% yoy, sản lượng đường giảm 42% yoy.

Tới những tháng đầu niên vụ 2020/21 (niên độ tài chính bắt đầu từ T7/2020 và kết thúc T6/2021), bão tại miền Trung đã gây ảnh hưởng tiêu cực tới vùng nguyên liệu mía đang trong giai đoạn sinh trưởng của QNS tại Gia Lai (cung cấp mía cho NMMĐ An Khê).

Sản lượng tiêu thụ đường giảm trong 2020 - 2021F do tác động của thời tiết tới vùng nguyên liệu mía



Theo Sở NN&PTNT tỉnh Gia Lai, có khoảng 5.200 ha mía bị thiệt hại do bão số 09 (T10/2020), tương ứng với gần 30% diện tích mía trong khu vực. Mưa lũ lớn gây gãy đổ mía cây, giảm năng suất và chửi đường mía, ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng đường – điện sinh khối sản xuất của doanh nghiệp.

Theo ước tính của chúng tôi, diện tích vùng nguyên liệu mía của QNS trong giai đoạn 2020 – 2021 sẽ ở mức 15.000 ha và phục hồi lên 18.000 ha từ năm 2022F, cung cấp cho QNS ~1 triệu tấn mía nguyên liệu. Sản lượng đường ước đạt 90.000 – 120.000 tấn/năm trong giai đoạn 2020 – 2024F.

2.2.2. Sản xuất đường tinh luyện RE chưa đem lại hiệu quả

Trong năm 2020, dây chuyền sản xuất đường tinh luyện RE của QNS đã hoàn thiện. Theo chia sẻ của QNS, doanh nghiệp dự kiến sản xuất phục vụ tiêu thụ nội bộ khoảng 4.000 tấn đường RE và thương mại khoảng 25.000 tấn đường RE từ đường thô nhập khẩu trong nửa cuối năm 2020.

Theo đánh giá của chúng tôi, triển vọng của mảng sản xuất đường tinh luyện RE đang thu hẹp dần và QNS vẫn chưa có kế hoạch cụ thể cho hoạt động sản xuất đường RE trong năm 2021 do:

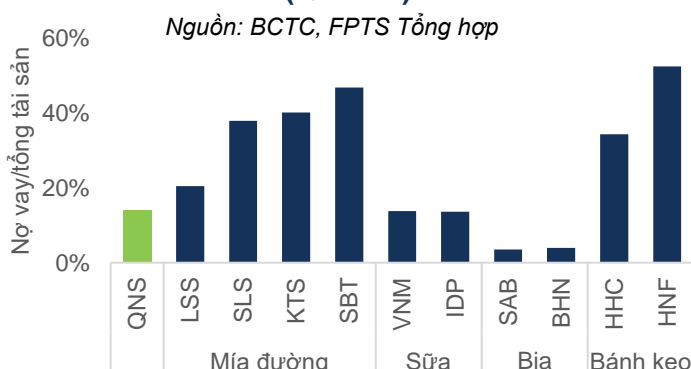
- (i) Giá bán đường RE trong nước vẫn ở mức thấp (TB 11T2020 đạt 13.118 đồng/kg, chỉ cao hơn giá bán đường trắng RS khoảng 4,5%) do áp lực từ lượng lớn nguồn cung đường nhập khẩu;
- (ii) Đường thô nhập khẩu từ Thái Lan (nguồn cung đường thô thuận tiện nhất đối với Việt Nam) không còn rẻ nếu phải chịu thuế CBPG, CTC.

[\(Quay lại trang 1\)](#)

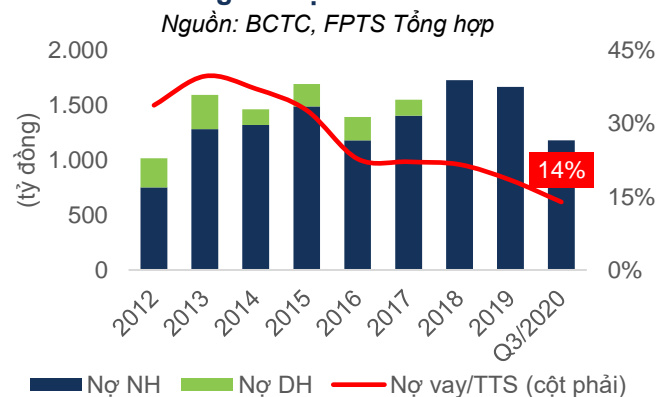
3. Tình hình tài chính an toàn, tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao

3.1. Đòn bẩy tài chính ở mức thấp

Đòn bẩy tài chính ở mức thấp so với một số doanh nghiệp thực phẩm - đồ uống (Q3/2020)



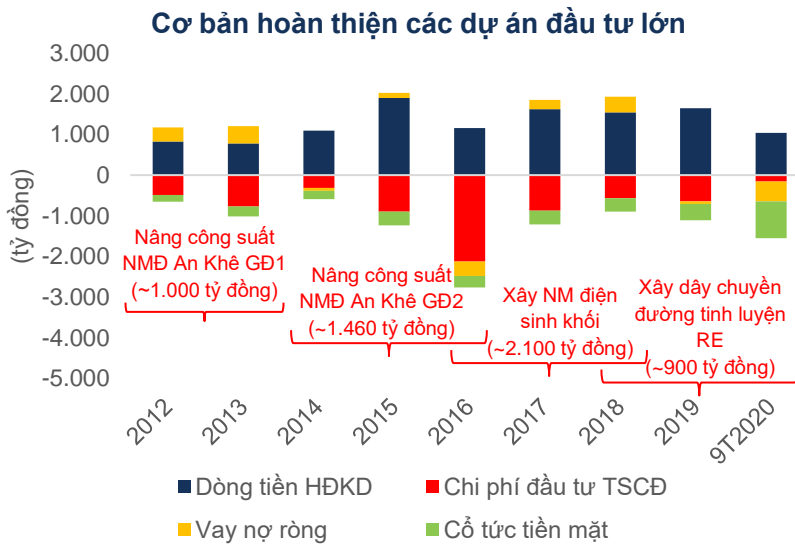
Giảm tỷ lệ sử dụng nợ vay sau giai đoạn đầu tư lớn



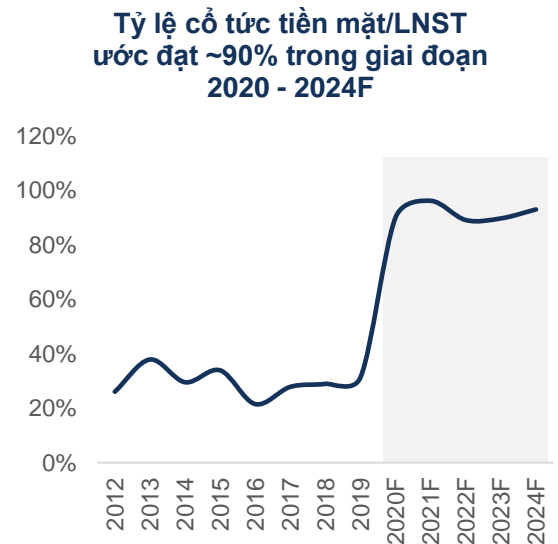
Tương tự với các doanh nghiệp sản xuất mía đường, do đặc thù ngành sản xuất trong 06 tháng và tiêu thụ trong những tháng còn lại, nợ vay của QNS chủ yếu là nợ ngắn hạn, phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động (thu mua nguyên liệu, hỗ trợ nông dân trồng mía...). Trước đó, nợ vay dài hạn được doanh nghiệp sử dụng để hỗ trợ tài chính cho các dự án đầu tư tài sản cố định (xây dựng, nâng cấp nhà máy đường/ điện/ sửa, dây chuyền sản xuất và đầu tư vùng nguyên liệu...).

QNS sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp so với một số doanh nghiệp khác trong ngành thực phẩm – đồ uống. Tỷ trọng nợ vay/TTS của QNS Q3/2020 ở mức ~14%, thấp hơn các doanh nghiệp niêm yết ngành mía đường (trung bình ~35%) và các doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống khác (trung bình ~20%).

3.2. Tỷ lệ cổ tức tiền mặt được kỳ vọng ở mức cao sau giai đoạn đầu tư lớn



Nguồn: QNS, FPTS Tổng hợp



Nguồn: QNS, FPTS Dự phóng

Trong giai đoạn 2012 – 2019, lũy kế chi phí đầu tư tài sản cố định của QNS đạt hơn 6.500 tỷ đồng, trong đó, hơn 70% tổng vốn đầu tư là các dự án thuộc mảng đường – điện. Nguồn vốn để tài trợ cho các dự án này chủ yếu đến từ dòng tiền hoạt động kinh doanh. Trong giai đoạn này, tỷ lệ cổ tức tiền mặt/LNST của QNS ở mức ~30%.

Tới thời điểm hiện tại, các dự án đầu tư của QNS đã cơ bản hoàn thiện và doanh nghiệp chưa có kế hoạch cho các dự án lớn khác. Tỷ lệ cổ tức tiền mặt chi trả trong 9T2020 đạt mức cao với 92,1% lợi nhuận sau thuế. Với giả định QNS không đầu tư các dự án lớn trong giai đoạn dự phóng 2020 – 2024F, chúng tôi kỳ vọng QNS có khả năng duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt/lợi nhuận sau thuế trên 90%.

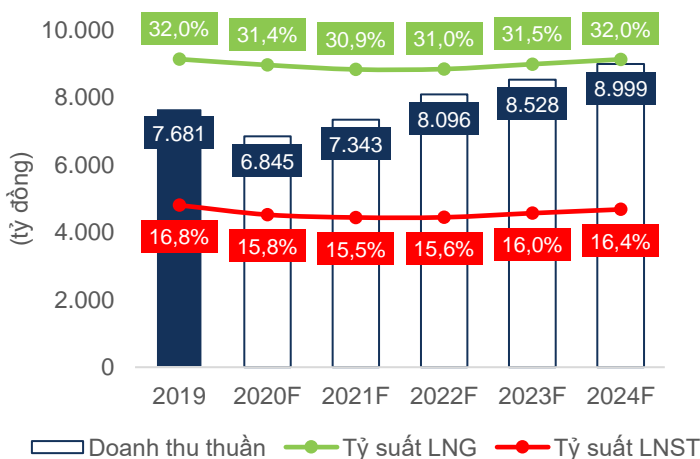
[\(Quay lại trang 1\)](#)

4. Cập nhật các chỉ tiêu dự phóng giai đoạn 2020 – 2024F

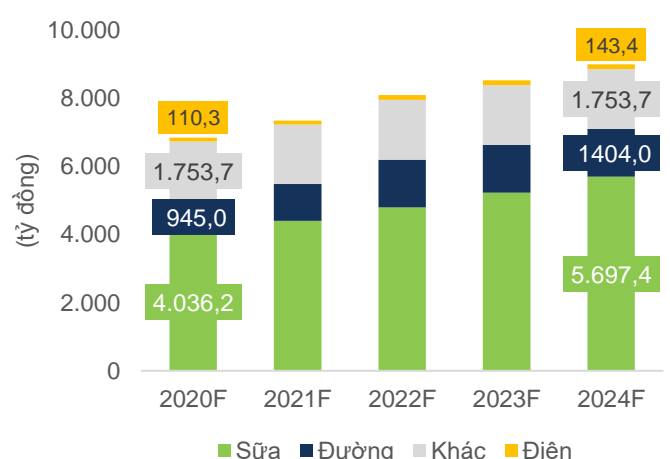
Từ những phân tích về ngành và doanh nghiệp, chúng tôi cập nhật các thay đổi lớn trong giả định và kết quả hoạt động kinh doanh giai đoạn 2020 – 2024F của QNS như sau:

Mảng kinh doanh	T04/2020 (chi tiết)	Cập nhật T12/2020	Diễn giải
Mảng sữa			
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ	+10,5%/năm	2020F: -5% yoy 2021 – 2024F: +9%/năm	Chúng tôi kỳ vọng đại dịch COVID-19 sẽ được cơ bản kiểm soát sau năm 2020. QNS tiếp tục ra mắt các sản phẩm mới và dẫn đầu thị phần sữa đậu nành hộp giấy. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa tại Việt Nam được dự báo tăng trưởng ở mức cao (+9,8%/năm, theo Euromonitor). Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng sữa giảm nhẹ từ 45% (2020F) còn khoảng ~40% trong giai đoạn 2021 – 2024F với giả định giá đậu nành nguyên liệu ở mức ~400 USD/tấn.
Mảng đường			
Diện tích mía	15.000 – 25.000 ha	15.000 – 18.000 ha	Diện tích mía nguyên liệu giảm do tác động của yếu tố thời tiết. Do NMD Phổ Phong đã đóng cửa, QNS sẽ tập trung phát triển vùng nguyên liệu mía tại Gia Lai để phục vụ cho NMD An Khê với diện tích ổn định ~18.000 ha.
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ	+2%/năm	2020F: -36% yoy 2021 – 2024F: +2%/năm	QNS gặp khó khăn trong tiêu thụ đường sau hội nhập ATIGA do áp lực lớn từ đường nhập khẩu. Chúng tôi ước tính tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đường của các doanh nghiệp nội địa đạt trung bình +2%/năm. Sản lượng tiêu thụ đường của QNS ước đạt 90.000 – 120.000 tấn đường/năm trong giai đoạn dự phóng.
Giá bán đường	10.500 – 11.500 đồng/kg	10.500 – 12.000 đồng/kg	Giá bán đường trắng trong nước được kỳ vọng cải thiện nhẹ sau các biện pháp phòng vệ thương mại nhằm hỗ trợ ngành đường trong nước.
Mảng điện			
Sản lượng điện tiêu thụ	80 – 150 triệu KWh	70 – 90 triệu KWh	Do vùng nguyên liệu mía giảm trong 2020 – 2021, sản lượng điện từ đốt bã mía ước giảm khoảng 50% so với năm 2019. QNS hiện đang xây dựng phương án tìm kiếm các nguồn chất đốt bổ sung như mùn cưa, chế phẩm lâm nghiệp... nhằm tận dụng lợi thế giá bán điện sinh khối không đồng phát cao hơn ~20,4% so với giá bán điện sinh khối đồng phát.

Dự phóng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận



Dự phóng cơ cấu doanh thu



II. CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ *(Quay lại trang 1)*

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu của QNS là **31.700 đồng/cp** (-17,9% so với giá đóng cửa ngày 25/12/2020), chúng tôi khuyến nghị **BÁN** chốt lời với cổ phiếu QNS cho mục tiêu ngắn hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét mua lại cổ phiếu QNS ở mức giá 27.000 đồng/cp, tương đương với mức giảm 30% so với giá hiện tại.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
1	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	32.200	50%
2	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	31.100	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)		31.700	

Mức giá mục tiêu của QNS giảm 0,3% so với cập nhật định giá T04/2020 (31.800 đồng/cp – [chi tiết](#)). Bên cạnh thay đổi giả định hoạt động kinh doanh, chúng tôi cập nhật các giả định của mô hình định giá như sau:

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Cập nhật T04/2020 (chi tiết)	Cập nhật T12/2020	Giả định mô hình	Cập nhật T04/2020 (chi tiết)	Cập nhật T12/2020
WACC 2020	11,57%	10,65%	Phần bù rủi ro (ERP)	8,49%	10,38%
Chi phí sử dụng nợ (Kd)	4,54%	4,53%	Hệ số Beta	1,0	0,8
Chi phí sử dụng VCSH (Ke)	13,47%	12,39%	Tăng trưởng dài hạn	1%	1%
Lãi suất phi rủi ro (10 năm)	3,25%	2,33%	Thời gian dự phóng	5 năm	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	13.144,1
(+) Tiền mặt (tỷ đồng)	24,0
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	1.664,7
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	11.503,4
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	356,9
Giá mục tiêu (đồng/cp)	32.200
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	11.109,2
Giá mục tiêu (đồng/cp)	31.100

Lịch sử khuyến nghị

Khuyến nghị	Thời gian	Link báo cáo chi tiết
MUA	12/2019	Tại đây
MUA	04/2020	Tại đây

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	7.681	6.845	7.343	8.096
- Giá vốn hàng bán	5.224	4.698	5.073	5.591
Lợi nhuận gộp	2.456	2.148	2.270	2.506
- Chi phí bán hàng	785	685	734	810
- Chi phí quản lí DN	214	219	220	243
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.457	1.244	1.315	1.453
- (Lỗ)/lãi HĐTC	61	50	48	52
- Lợi nhuận khác	26	0	0	0
LN trước thuế, lãi vay	1.543	1.295	1.364	1.505
- Chi phí lãi vay	77	76	76	76
Lợi nhuận trước thuế	1.543	1.295	1.364	1.505
- Thuế TNDN	251	211	222	245
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	1.292	1.084	1.141	1.260
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST của cổ đông CT Mẹ	1.292	1.084	1.141	1.260
EPS (đ)	3.619	3.036	3.198	3.530
EBITDA	2.022	1.768	1.830	1.964
Khấu hao	479	474	467	459
Tăng trưởng doanh thu	-4%	-11%	7%	10%
Tăng trưởng LN HĐKD	7%	-15%	6%	10%
Tăng trưởng EBIT	10%	-16%	5%	10%
Tăng trưởng EPS	-28%	-16%	5%	10%
Chỉ số khả năng sinh lời	2019	2020F	2021F	2022F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	32,0%	31,4%	30,9%	31,0%
Tỷ suất LNST	16,8%	15,8%	15,5%	14,5%
ROE DuPont	21,9%	16,6%	17,3%	18,8%
ROA DuPont	15,2%	12,1%	12,7%	13,8%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	20,1%	18,9%	18,6%	18,6%
LNST/LNTT	83,7%	83,7%	83,7%	83,7%
LNTT/EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	90,1%	76,3%	82,0%	88,6%
Đòn bẩy tài chính	144,2%	137,9%	136,0%	136,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2019	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	3,52	5,00	5,00	5,00
Số ngày tồn kho	43,51	43,51	43,51	43,51
Số ngày phải trả	23,65	21,45	21,45	21,45
Thời gian luân chuyển tiền	23,38	27,07	27,07	27,07
COGS / Hàng tồn kho	7,91	8,39	8,39	8,39
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2019	2020F	2021F	2022F
CS thanh toán hiện hành	1,50	1,79	2,00	2,24
CS thanh toán nhanh	1,25	1,55	1,74	1,97
CS thanh toán tiền mặt	1,13	1,35	1,54	1,75
Nợ / Tài sản	0,18	0,19	0,18	0,18
Nợ / Vốn CSH	0,26	0,25	0,25	0,24
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,26	0,25	0,25	0,24
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	20,05	17,14	18,05	19,93

CĐKT (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	215	1.054	1.555	2.160
+ Đầu tư TC ngắn hạn	2.660	2.094	2.094	2.094
+ Các khoản phải thu	281	435	465	510
+ Hàng tồn kho	661	560	605	666
+ Tài sản ngắn hạn khác	24	23	23	24
Tổng tài sản ngắn hạn	3.840	4.166	4.742	5.455
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	8.225	8.225	8.225	8.225
+ Khấu hao lũy kế	-4.091	-4.550	-5.009	-5.468
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	4.134	3.675	3.217	2.758
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	224	224	224	224
+ Xây dựng CBDD	826	826	826	826
Tổng tài sản dài hạn	5.208	4.734	4.267	3.809
Tổng tài sản	9.048	8.900	9.010	9.263
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	488	402	431	476
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.665	1.665	1.665	1.665
+ Quỹ khen thưởng	66	0	0	0
Nợ ngắn hạn	2.553	2.333	2.372	2.436
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
+ Phải trả dài hạn khác	19	19	19	19
Nợ dài hạn	25	19	19	19
Tổng nợ	2.578	2.352	2.391	2.455
+ Thặng dư	353	419	419	419
+ Vốn điều lệ	3.569	3.569	3.569	3.569
+ LN chưa phân phối	2.813	2.826	2.897	3.086
Vốn chủ sở hữu	6.470	6.548	6.619	6.808
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	9.048	8.900	9.010	9.263
LCTT (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền đầu năm	418	215	1.054	1.555
Lợi nhuận sau thuế	1.543	1.084	1.141	1.260
+ Khấu hao	479	474	467	459
+ Điều chỉnh	-340	495	0	-1
+ Thay đổi vốn lưu động	-38	-208	-36	-42
Tiền từ HĐ kinh doanh	1.644	1.845	1.572	1.676
+ Chi mua sắm TSCĐ	-646	0	0	0
+ Tăng (giảm) đầu tư	-961	0	0	0
+ Các hđ đầu tư khác	93	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.512	0	0	0
+ Cổ tức đã trả	-397	-1.071	-1.071	-1.071
+ Tăng (giảm) vốn	124	0	0	0
+ Thay đổi nợ	0	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	-336	-1.006	-1.071	-1.071
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-204	839	501	605
Tiền cuối năm	215	1.054	1.555	2.160

III. PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 01: Chi tiết một số chính sách phòng vệ thương mại ngành đường Việt Nam

(1) Quyết định 1715/QĐ-BCT (29/06/2020) về việc điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với một số sản phẩm đường lỏng chiết xuất từ tinh bột ngô có xuất xứ từ Trung Quốc và Hàn Quốc với mức thuế đề xuất như sau:

Các sản phẩm từ Trung Quốc: 36,09%

Các sản phẩm từ Hàn Quốc: 40,02%

Trước đó, các sản phẩm đường lỏng chiết xuất từ ngô (HFCS, còn gọi là đường hóa học) có nguồn gốc từ Hàn Quốc và Trung Quốc với thuế suất 0% và không hạn ngạch liên tục tràn về Việt Nam, tạo áp lực cạnh tranh cho ngành đường trong nước. Loại đường này có giá bán thấp hơn từ 10 – 15% so với đường mía, độ ngọt cao hơn 1,2 – 1,5 lần đường mía. Theo Tổng cục Hải Quan, sản lượng đường lỏng nhập khẩu vào Việt Nam trong năm 2019 đạt hơn 190 nghìn tấn, tăng trưởng +26,7% so với cùng kỳ và +31,7% so với năm 2017.

(2) Quyết định 2466/QĐ-BCT (21/09/2020) về việc điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp (CTC) đối với một số sản phẩm đường mía xuất xứ từ Thái Lan với mức thuế đề xuất là 37,9%:

Ngày 01/01/2020, Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA) đã chính thức có hiệu lực tại Việt Nam, quy định xóa bỏ toàn bộ hạn ngạch nhập khẩu đường từ các nước ASEAN, thuế nhập khẩu chỉ ở mức 5%, chủ yếu là đường từ Thái Lan.

Đường Thái Lan là đối thủ chính của ngành đường Việt Nam, đồng thời là quốc gia đứng thứ #4 thế giới về sản xuất đường và #2 thế giới về xuất khẩu. Mỗi năm, sản lượng đường lậu giá rẻ từ Thái Lan về Việt Nam ước tính chiếm hơn 30% nhu cầu sử dụng đường trong nước, tác động tiêu cực tới giá đường nội địa. Từ niên vụ 2019/20, ngành đường Việt Nam gặp phải cạnh tranh gay gắt với đường Thái giá rẻ nhập khẩu chính ngạch về Việt Nam, bên cạnh đường lậu nhập khẩu từ nước này.

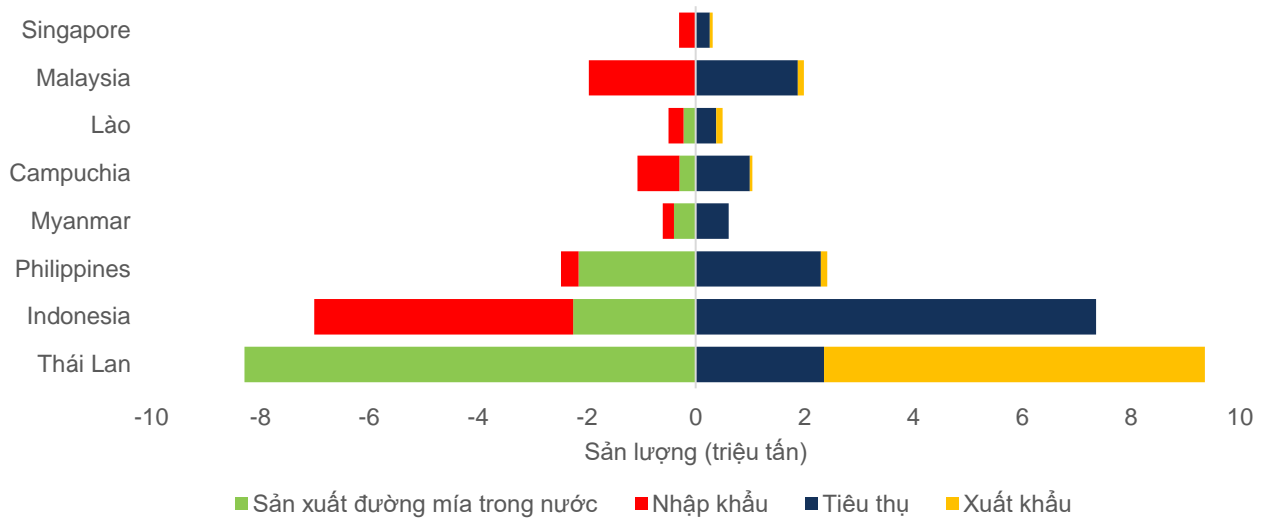
Ngày 21/09/2020, Bộ Công Thương ban hành Quyết định điều tra một số sản phẩm đường mía có xuất xứ từ Thái Lan (mã HS: 1701.1300; 1701.1400; 1701.9910) hiện đang được áp dụng mức thuế Hải quan 5% (theo Hiệp định ATIGA) và không bị áp dụng hạn ngạch nhập khẩu.

Trước đó, một số công ty sản xuất và kinh doanh đường trong nước đã cáo buộc hành vi bán phá giá, trợ cấp của ngành đường Thái Lan, gây thiệt hại cho ngành sản xuất đường trong nước; đề xuất áp dụng thuế CBPG ở mức 37,9% đối với các hàng hóa bị điều tra.

Như vậy, Bộ Công Thương **đang điều tra** về tác động của hành vi bán phá giá và trợ cấp của đường Thái Lan, xác định thiệt hại ngành sản xuất đường trong nước. **Thời gian điều tra CBPG là 12 tháng, trong trường hợp gia hạn không được quá 18 tháng** (theo Khoản 3, điều 70, chương IV, Luật Quản lý Ngoại Thương 2017). Trong thời gian điều tra, hàng hóa bị điều tra phải khai báo nhập khẩu nhưng không bị hạn chế về số lượng, khối lượng hay giá trị nhập khẩu; và có thể bị đề nghị áp thuế CBPG tạm thời.

Sau khi kết thúc điều tra, Cơ quan điều tra sẽ ra kết luận điều tra. Khi đó, các biện pháp CBPG chính thức sẽ được ban hành bởi cơ quan có thẩm quyền.

[\(Quay lại\)](#)

PHỤ LỤC 02: Tổng quan ngành đường khu vực ASEAN
Cung - cầu đường một số quốc gia khu vực ASEAN niên vụ 2019/20
Nguồn: USDA, FPTs Tổng hợp

[\(Quay lại\)](#)
PHỤ LỤC 03: Dự phóng sản lượng đường thế giới niên vụ 2020/21F
Sản lượng đường sản xuất tại top 05 khu vực sản xuất đường trọng điểm trên thế giới (niên vụ 2020/21F)
Nguồn: USDA Dự phóng (Tháng 11/2020)

Đơn vị: triệu tấn	2019/20	2020/21F	% yoy	Tỷ trọng	Diễn giải
Brazil	29,9	42,1	+40,6%	23,1%	Tỷ lệ mía sử dụng cho sản xuất đường tăng từ 35% (2019/20) lên 48% trong niên vụ tới do các biện pháp giãn cách xã hội làm giảm nhu cầu sử dụng và giá xăng sinh học ethanol (sản xuất từ mật rỉ mía).
Ấn Độ	28,9	33,8	+16,8%	18,6%	Sản lượng và năng suất mía được kỳ vọng cải thiện do thời tiết thuận lợi.
EU	17,003	16,1	-5,6%	8,8%	Năng suất củ cải giảm do thời tiết khô hạn và dịch bệnh mới trên củ cải đường (bệnh vàng úa do rệp vùng).
Trung Quốc	10,4	10,5	+1,0%	5,8%	Sản lượng đường củ cải tăng (khu vực Nội Mông Cổ) giúp cải thiện hoạt động sản xuất đường tại nước này.
Thái Lan	8,3	7,9	-5,4%	4,3%	Hạn hán tại các vùng trồng mía chính tác động tiêu cực tới hoạt động sản xuất đường tại Thái Lan.
THẾ GIỚI	165,5	181,9	+9,9%	100%	

[\(Quay lại\)](#)

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu QNS, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp 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 <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Tầng 3, tòa nhà Tràng Tiền,
số 130 Đống Đa, Quận Hải Châu,
TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.23) 6 3553 666
Fax: (84.23) 6 3553 888