

QNS – NĂM GIỮ

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 14/09/2020)

| | |
|---------------------|-------------|
| Sàn giao dịch | UpCOM |
| Thị giá (đồng) | 33.600 |
| Vốn hoá (tỷ đồng) | 12.100 |
| Số lượng CPLH | 356.939.955 |
| % sở hữu nước ngoài | 0% |

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Hằng
ntthang-hcm@vcbs.com.vn
+84-38 200 751 (ext 640)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:

<VCBS><go>

QNS: KHÓ KHĂN CHỒNG CHẤT TRONG 2020

Triển vọng:

Sửa đậu nành: chúng tôi dự phóng mảng sửa tiếp tục tăng trưởng với mức CAGR 2020-2024 đạt 5,0%. Biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì ở mức cao.

Đường: đường RS tiếp tục gặp khó khăn do đường nhập khẩu giá thấp hơn. Trong ngắn hạn giảm áp lực cạnh tranh bằng việc nhập đường thô từ Thái Lan để sản xuất đường tinh luyện RE.

Điện sinh khối: kỳ vọng dài hạn với giá điện sinh khối tăng khoảng 30%.

Rủi ro:

- (1) Biến động giá đậu nành (do QNS nhập khẩu 70% đậu nành).
- (2) Người tiêu dùng ngày càng tìm kiếm các lựa chọn sửa thực vật thay thế khác hơn sửa đậu nành do có ít khả năng có nguồn gốc từ cây trồng biến đổi gen.
- (3) Giá thành đường trong nước cao hơn giá thành đường nhập khẩu.
- (4) Rủi ro thời tiết bất thường (2019 hiện tượng El Niño làm QNS giảm ~30% sản lượng. Do đó, đồng thời giảm lượng bã mía thu được là đầu vào cho nhà máy điện sinh khối).

Khuyến nghị: Nhìn chung, chúng tôi cho rằng 2020 là điểm trũng về KQKD của QNS với tất cả những khó khăn đang dồn tích bao gồm (1) dịch Covid 19 ảnh hưởng lên tiêu thụ của mảng sửa đậu nành, (2) thời tiết khó khăn khiến sản lượng mía cũng như công suất sản xuất đường sụt giảm, (3) Hiệp định ATIGA có hiệu lực trong khi nhà máy đường RE chưa vận hành được tối đa công suất. Trong khi đó, triển vọng năm tới chưa thực sự rõ ràng khi những biến số thời tiết và dịch bệnh là khá khó đoán và khả năng Bộ Công thương áp thuế tự vệ với sản phẩm đường RE vẫn bỏ ngõ. Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu **34.800 đồng/cp** đối với cổ phiếu QNS.

| Tỷ đồng | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| Doanh thu thuần | 7.681 | 6.623 | 8.230 | 9.290 | 10.145 |
| % yoy | -4,4% | -13,8% | 24,3% | 12,9% | 9,2% |
| LNST | 1.292 | 866 | 1.004 | 1.065 | 1.146 |
| % yoy | 4,1% | -32,9% | 15,9% | 6,1% | 7,7% |
| Nợ / Tài sản | 0,28 | 0,26 | 0,28 | 0,30 | 0,31 |
| Biên LN gộp | 32,0% | 31,0% | 29,2% | 28,3% | 28,0% |
| Biên LN ròng | 16,8% | 13,1% | 12,2% | 11,5% | 11,3% |
| ROA | 15,2% | 9,7% | 11,2% | 11,4% | 11,8% |
| ROE | 21,9% | 13,3% | 15,3% | 16,1% | 17,0% |
| EPS | 3.619 | 2.427 | 2.812 | 2.982 | 3.212 |

Nguồn: QNS, Vcbs dự phóng

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q2.2020: mảng sữa đậu nành phục hồi **KQKD hợp nhất Q2.2020 đã kiểm toán: trên đà hồi phục so với Q1.2020.**

Cụ thể, DTT và LNST giảm lần lượt -12,0% yoy và -12,4% yoy tương ứng DTT đạt 1.824,9 tỷ đồng và LNST đạt 320,5 tỷ đồng.

Chia theo mảng thì DTT sữa đậu nành -6,0% yoy, mảng đường giảm mạnh -34,9% yoy và bia -34,7% yoy. Đóng góp chính trong LNG vẫn là sữa đậu nành chiếm 85,3%.

Biên LNG tăng nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái đạt 33,3%, tăng so với mức 31,4% năm 2019.

Ứng cổ tức tiền mặt đợt 1/2020: QNS thông báo chốt ngày ĐKCC hưởng quyền cổ tức đợt 1 mức 500 đồng/cp vào ngày 07/09/2020. Theo kế hoạch 2020, cổ tức tiền mặt tối thiểu là 15%.

KQKD 6T.2020:

Lũy kế 6T.2020, BCTC hợp nhất của QNS, DTT giảm 20,2% đạt 3.249,5 tỷ đồng (hoàn thành 39% KH) và LNST giảm 16,5% đạt 632,1 tỷ đồng (hoàn thành 48% KH).

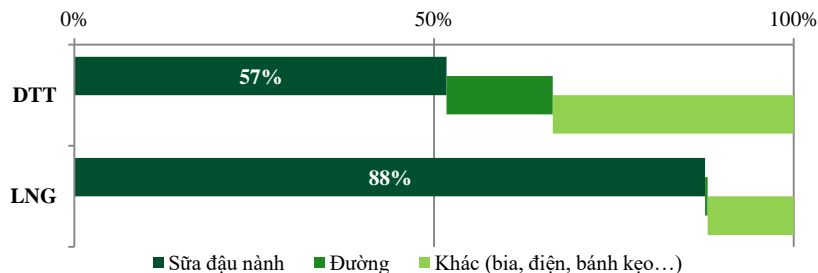
- **Mảng sữa đậu nành: chiếm 57%/tổng DTT và 88% LNG**

Dù DTT giảm 6,0% và sản lượng giảm 8,8% nhưng thị phần lại tăng mạnh. Từ tháng 7/2019 đến nay QNS không có điều chỉnh giá bán. Thị phần tăng, tại 07/2020 QNS chiếm thị phần 86,8% (theo Nielsen), tăng 0,4 điểm phần trăm. Sản phẩm Fami chiếm ~95% sản lượng các dòng hàng, trong đó Fami Go giảm mạnh 25% do đặc thù kênh tiêu thụ chủ yếu tại các cửa hàng tiện lợi, các dòng Fami khác giảm chung với mức giảm của sữa đậu nành.

Biên gộp sữa đậu nành tiếp tục duy trì ở mức cao (45,7% so với 2019 là 44,9%)

Xuất khẩu: sản lượng còn nhỏ, mục tiêu 2020 chủ yếu là xâm nhập thị trường là chính. Hiện tại QNS đang tập trung thâm nhập hai thị trường lớn là Trung Quốc và Nhật Bản với phân khúc trung, cao cấp. QNS đã thay đổi thiết kế sản phẩm, in bao bì hoàn toàn bằng tiếng Trung Quốc. Tại nước này, QNS hợp tác với 6 kênh bán hàng điện tử lớn (chiếm 80% sản lượng tiêu thụ) như JD.com, Taobao, Tmall ... Kế hoạch sắp tới thâm nhập vào 3-4 chuỗi siêu thị lớn. Đối với Nhật, hiện QNS đang đẩy mạnh bán hàng cho cộng đồng người Việt tại đây và đã có một số tín hiệu tốt. Giá bán tại thị trường XK gần tương đương giá tại nội địa, tuy nhiên nếu tính thêm Thuế thì người tiêu dùng phải trả cao gấp đôi so với sản phẩm tại Việt Nam.

CƠ CẤU DTT & LNG 6T.2020



Nguồn: QNS, Vcbs tổng hợp

- **Đường: đóng góp 16%/DTT và 0,4% LNG**

DTT giảm 49,1% yoy, đạt 532,5 tỷ đồng, biên gộp giảm còn 0,6% so với mức 4,1% cùng kỳ năm ngoái. Do ảnh hưởng thời tiết không thuận lợi, hạn hán làm giảm mạnh

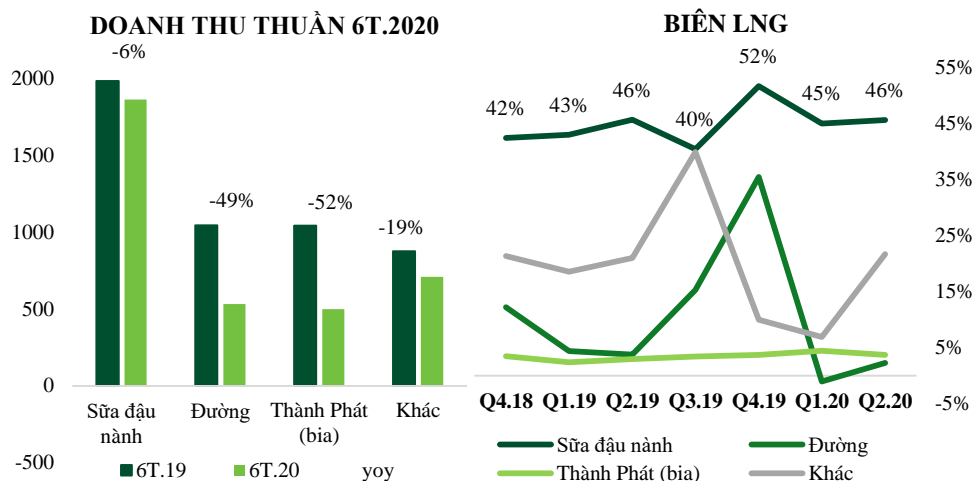
năng suất mía.

Riêng với đường RE: hiện đang sản xuất từ đường thô nhập khẩu trực tiếp từ Thái Lan (25.000 tấn) và đường nội bộ (4.000 tấn). Dự kiến năm 2020 sản lượng RE tiêu thụ khoảng 28.000-30.000 tấn. Trong 2020, công ty tạm thời chỉ sản xuất thử với sản lượng nhỏ. Dự kiến kể từ 2021, đường RE sẽ được chào bán cho các KH lớn chế biến công nghiệp (như sữa, bánh kẹo), tuy nhiên hiện nay vẫn chưa có kế hoạch cụ thể về sản lượng tiêu thụ trong năm tới.

- **Mảng khác (bia, điện sinh khối, nước khoáng và bánh kẹo...): đóng góp 37%/DTT và 12%/LNG**

Ghi nhận DTT đạt 1.209,4 tỷ đồng (-37,0% yoy) và LNG đạt 120,5 tỷ đồng (-39,6% yoy).

- **Thành Phát (chủ yếu bia):** DT giảm mạnh 34,7% yoy và LNG giảm 26,2% do ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội do dịch Covid-19 và Nghị định 100 về xử phạt nồng độ cồn lái xe.
- **Điện sinh khối:** ghi nhận DT 88 tỷ đồng, trong đó nội bộ sử dụng 25% và 75% bán nổi lưới cho EVN.



Nguồn: QNS, VCBS tổng hợp

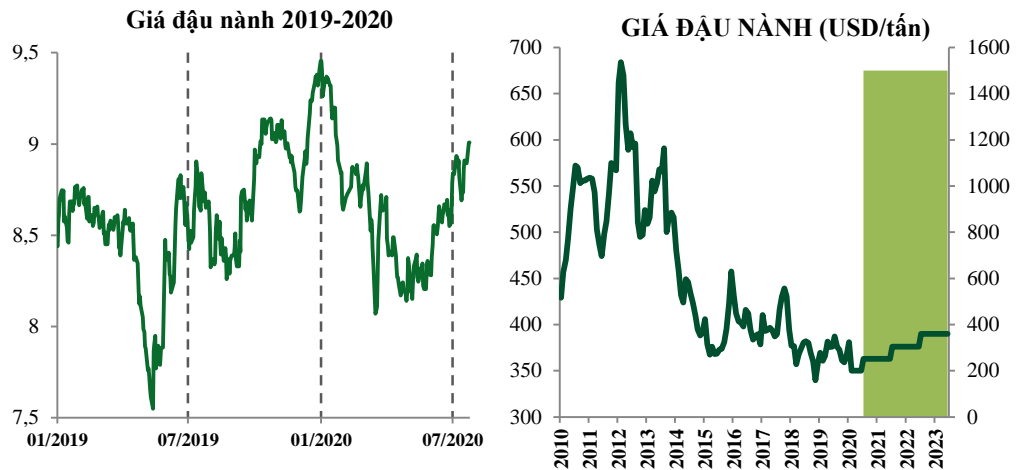
DIỄN BIẾN GIÁ NVL

(i) Đậu nành:

Chúng tôi ước tính giá đậu nành bình quân 6T.2020 tăng nhẹ 2,1% yoy so với cùng kỳ năm ngoái, đạt khoảng 8,6 USD/bushel. **Giá đậu nành duy trì mức thấp trong 5 năm trở lại đây.**

Theo IGC (Tổ chức ngũ cốc quốc tế) dự báo sản lượng đậu nành vụ 2020/21 sẽ cắt giảm 4 triệu tấn còn 341 triệu tấn, giảm 5% yoy, do sụt giảm từ Brazil và Argentina.

Ngân hàng Thế giới dự báo giá bình quân đậu nành 2020 sẽ giảm 5,1% đạt 350 USD/tấn và sẽ phục hồi từ 2021 đạt 363 USD/tấn.



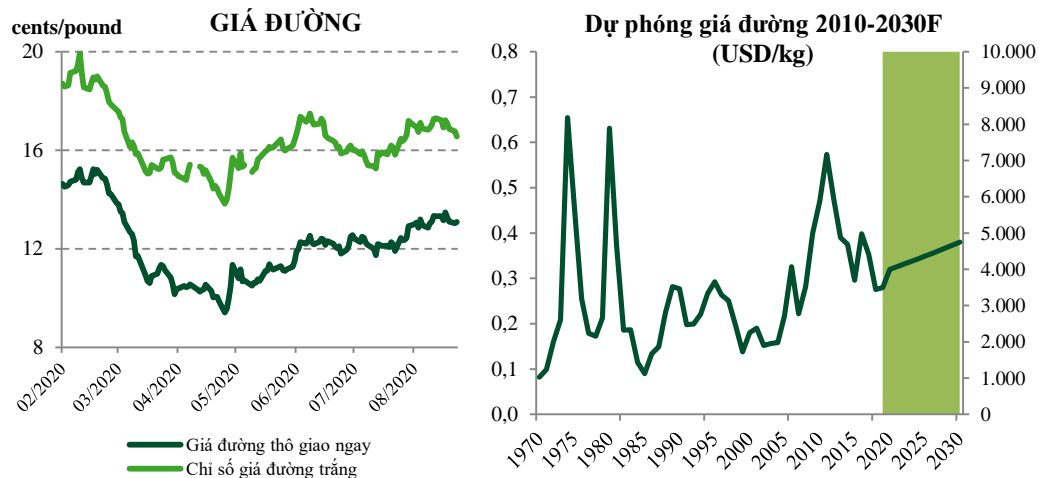
Nguồn: Index mundi, WB, Bloomberg, Vcbs tổng hợp

(ii) Giá đường:

Giá đường thế giới ghi nhận xu hướng tăng lại từ tháng 5. Đại dịch Covid-19 tiếp tục gây ảnh hưởng đến nhu cầu đường nhưng với mức độ nhẹ hơn khi lệnh phong tỏa các nước được dần nới lỏng hay gỡ bỏ.

Giá đường trong năm tới dự kiến sẽ tăng mạnh. Một số sự kiện niên vụ 2019/20 đã định hình và thiết lập thị trường cho niên vụ 2020/21. Vụ thu hoạch đường của Ấn Độ đang đối mặt với sự chậm trễ do dịch Covid-19 đang hoành hành khắp quốc gia. Sản lượng của Brazil dự kiến sẽ giảm và Thái Lan có vụ mùa thu hoạch thấp nhất trong 10 năm qua. Các yếu tố trên sẽ làm giảm sản lượng đường toàn cầu. (Ấn Độ, Brazil và Thái Lan là 3 nước sản xuất đường lớn nhất thế giới, chiếm gần 50% tổng sản lượng đường toàn cầu).

Ngân hàng Thế giới dự báo giá đường bình quân năm 2020 sẽ tăng 14,3% đạt 0,32 USD/kg.



Nguồn: ISO, World Bank, Vcbs tổng hợp

TRIỂN VỌNG

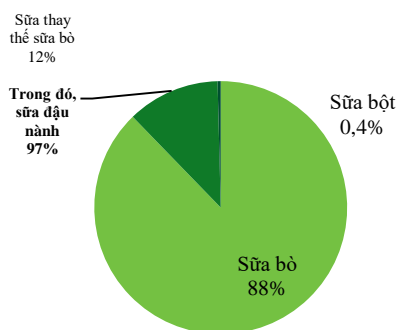
Thị trường sữa đậu nành Việt Nam

Tổng sản lượng sữa đậu nành tại Việt Nam ước tính qui mô 800 triệu lít, tương đương 2,2 triệu lít 1 ngày, trong đó khoảng 35% là sữa đóng hộp, còn lại là sữa không đóng hộp. **QNS là doanh**

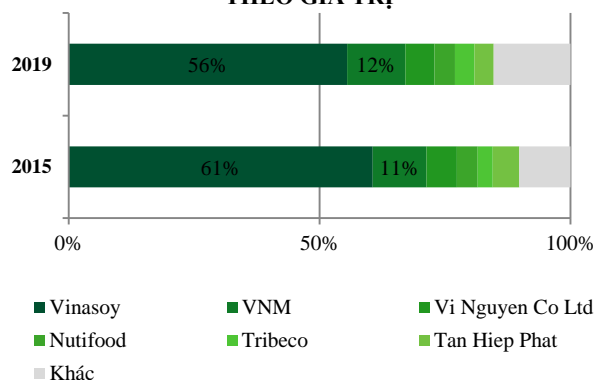
ngành sản xuất sữa đậu nành lớn nhất với thị phần chiếm trên 80% kể từ năm 2014 đến nay.

Theo ước tính của Euro Monitor, tổng doanh số sữa không có nguồn gốc từ động vật có qui mô 6.567 tỷ đồng trong năm 2019. Trong đó, QNS chiếm tỷ trọng 56%, thứ 2 là Vinamilk chiếm tỷ trọng 12%.

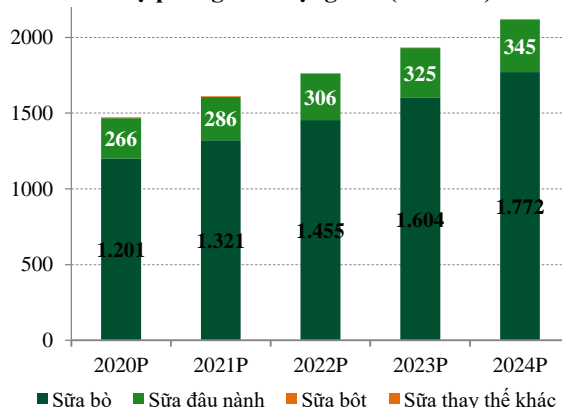
Tỷ trọng các loại sữa ở VN



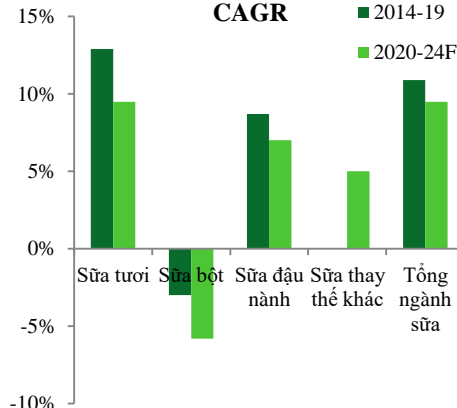
TỶ TRỌNG SỮA THAY THẾ SỮA BÒ: % THEO GIÁ TRỊ



Dự phóng sản lượng sữa ('000 tấn)



CAGR



Nguồn: EuromonitorInternational, Vcbs tổng hợp

Xu hướng gia tăng sử dụng sữa thực vật, quan tâm sức khỏe: động lực tăng trưởng dài hạn cho sữa đậu nành

Sữa đậu nành là thức uống có nguồn gốc thực vật, dùng thay thế cho sữa bò. Nó được chế biến từ đậu nành và được làm thêm vitamin và khoáng chất. Ngành sữa đậu nành được thúc đẩy bởi một số yếu tố sau. Một trong các yếu tố quan trọng là số người không dung nạp lactose ngày càng cao. Bên cạnh đó, sữa đậu nành là một lựa chọn kinh tế cho người tiêu dùng do giá rẻ hơn so với sữa hạt khác như sữa hạnh nhân hay hạt điều... Tuy nhiên, ở các quốc gia kém phát triển và đang phát triển thì nhu cầu vẫn còn thấp do nhận thức của người tiêu dùng chưa cao.

Sữa đậu nành và sữa bò và sữa hạt khác: sữa đậu nành là sản phẩm thay thế tốt nhất cho sữa bò

Sữa đậu nành là một trong những lựa chọn thay thế tốt nhất cho sữa bò, nhờ hàm lượng protein tương đương và ít calo hơn. Nhu cầu hàm lượng calo thấp do tình trạng béo phì ngày càng tăng. Nó ít cholesterol và ít chất béo bão hòa hơn sữa bò. Sữa bò có nhiều canxi và vitamin hơn. Tuy nhiên, ngày nay sữa đậu nành được tăng cường canxi và các khoáng chất như sữa bò. Cả hai đều có ưu điểm và nhược điểm của mình.

| Loại sữa | Calo | Béo (g) | Protein (g) | Đường (g) | Fibre (g) | Giá (VND/1 litre) |
|-----------|-------------|---------|-------------|-----------|-----------|-------------------|
| Bò | 65.1 | 3.25 | 3.33 | 4.2 | 0 | 35.000 |
| Đậu nành | 37.1 | 2.07 | 3.31 | < 0.4 | 0.6 | 28.400 |
| Hạnh nhân | 22.5 | 1.5 | 0.6 | 1.03 | 0.4 | 100.000 |
| Gạo | 53.7 | 1 | < 0.46 | 5.6 | < 0.5 | 60.000 |
| Dừa | 31 | 2.08 | 0.21 | 2.5 | 0.57 | 50.000 |
| Yến mạch | 42.6 | 1.1 | < 0.46 | 5 | < 0.5 | 90.000 |

Nguồn: CIQUAL, Cơ sở dữ liệu dinh dưỡng quốc gia 2019 USDA, BHX, Tiki, Vcbs tổng hợp

Tuy nhiên, sữa đậu nành đang đối mặt với cạnh tranh từ các loại sữa hạt khác. Tuy nhiên, với nhiều nghiên cứu lợi ích của sữa đậu nành, người tiêu dùng đang ưa chuộng sữa đậu nành hơn các loại sữa hạt khác.

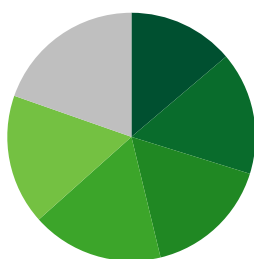
Xuất khẩu sữa sang Trung Quốc

Sữa đậu nành ở Trung Quốc được tiêu thụ và tăng trưởng mạnh ở thị trường Trung Quốc với CAGR 9,4% trong 2014-2019 nhờ vào việc ra mắt nhiều sản phẩm cao cấp hơn. Việc bê bối melamine vào năm 2013 là động lực lớn cho sự tăng trưởng của sữa đậu nành ở Trung Quốc khi mọi người bắt đầu đặt câu hỏi cho chất lượng của sữa bò, từ đó sữa đậu nành được phổ biến hơn.

Sữa đậu nành Trung Quốc có qui mô 1,3 tỷ USD năm 2018 theo Euromonitor International. **Và nó được dự báo tăng trưởng CAGR 5,6% trong giai đoạn 2020-2025.**

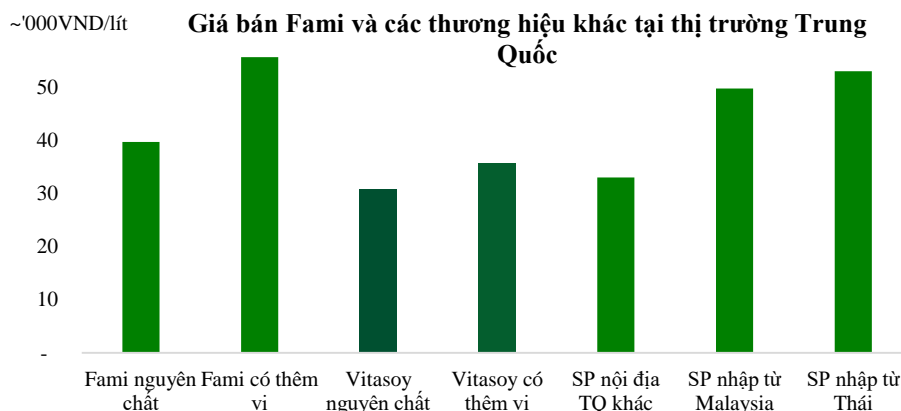
Trung Quốc là thị trường khổng lồ tiêu thụ sữa đậu nành với qui mô lên đến 15 tỉ lít, so với tổng sản lượng 800 triệu lít tại Việt Nam. Giữa tháng 6 sản phẩm của QNS đã lần lượt lên các sàn thương mại điện tử lớn nhất của Trung Quốc như Tmall, Taobao, JD, Yunji, PinDoudou. Bao bì sản phẩm được thiết kế lại dành riêng cho thị trường Trung Quốc.

Sữa thực vật tại Trung Quốc, theo thương hiệu 2018



- Dali Food (Sữa đậu nành)
- Lulu (Sữa hạnh nhân)
- Yinili (Sữa đậu phộng)
- Vitasoy (Sữa đậu nành)
- Yangyuan (Sữa óc chó)
- Khác





Source: Modor Intelligence, Taobao, Tmall, Vcbs compiled

Trung Quốc là một trong các quốc gia tin tưởng vào thuốc có thành phần thảo dược hay thực vật. Vì vậy, mối quan tâm đó rất phù hợp với các sản phẩm có nguồn gốc thực vật như sữa đậu nành.

QNS thâm nhập thị trường Trung Quốc từ đầu tháng 06/2020 và đang nghiên cứu thị trường Nhật Bản. QNS dự kiến xuất khẩu 1,8 triệu lít (0,6% sản lượng QNS 2019) trong năm nay. Chúng tôi cho rằng QNS cần nhiều thời gian để xây dựng thương hiệu cũng như tăng sản lượng vào các thị trường xuất khẩu này.

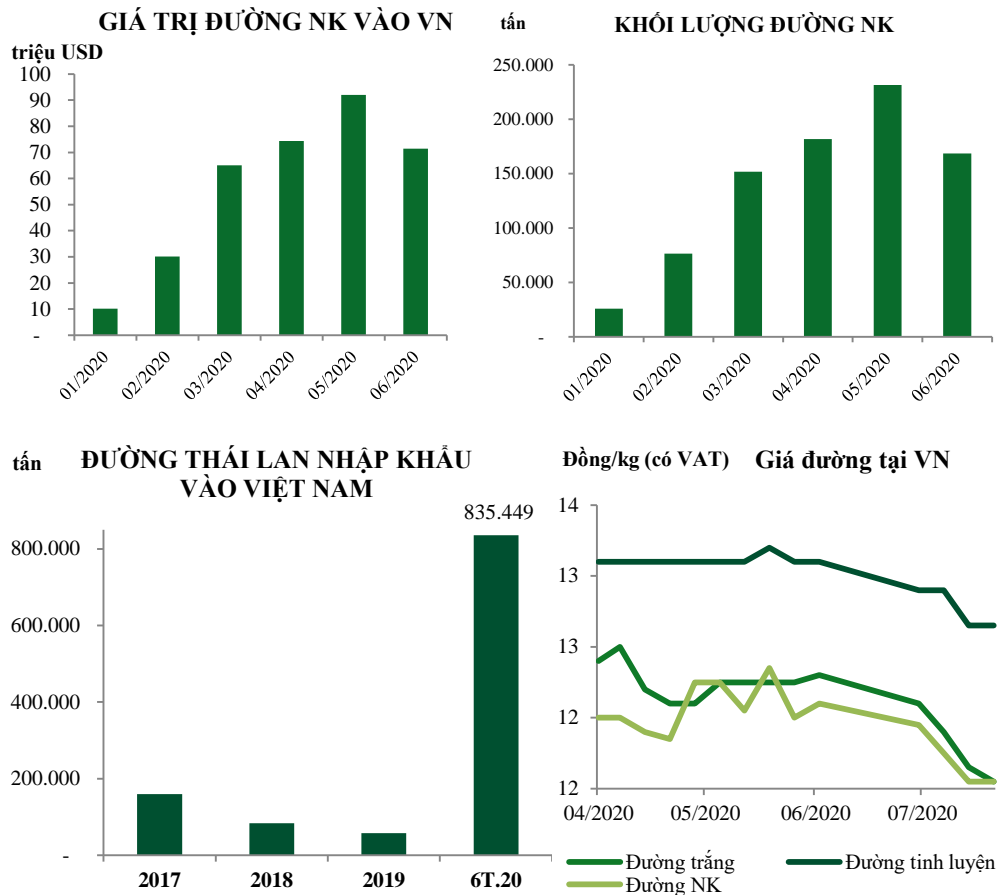
Đường: niên vụ 2020/21 do diện tích trồng mía khó phục hồi và giá đường nhập khẩu ở mức thấp

Thế giới: Tổ chức F.O. Licht ước tính thâm hụt niên vụ 2020/21 đạt 1.8 triệu tấn vào cuối tháng 6 và sản lượng toàn cầu tăng 6,2 triệu tấn. Trong khi đó, con số tiêu thụ ước tăng 3,2 triệu tấn sau khi giảm 1,2 triệu tấn vào niên vụ 2019/20 do dịch Covid-19. Như vậy, giá đường kỳ vọng sẽ tăng trong niên vụ 2020/21.

Ngành mía đường Việt Nam đã kết thúc vụ ép mía niên vụ 2019/2020 vào tháng 5. Chuẩn bị vụ ép 2020/21 sắp đến, một số công ty mía đường đã công bố mua mía cho vụ tới với mức giá 850.000 đồng/tấn (mía 10 CCS tại ruộng) nhằm khuyến khích nông dân trồng mía cho vụ tới. Tuy nhiên giá mía trên vẫn thấp và chưa đạt kỳ vọng của nông dân (>900.000 đồng/tấn) nên niên vụ 2020/21 diện tích mía rất khó phục hồi. **Giá mía đầu vào tăng sẽ làm giá đường đầu ra tăng thêm 300-600 đồng/kg, nằm trong khoảng 12.500-12.800 đồng/kg giá đường thành phẩm.**

Theo VSSA, hiện nay, khoảng 1/3 nhà máy trong hiệp hội đã phải đóng cửa. So với 3 năm đã giảm 12 nhà máy, chỉ còn 29 nhà máy đường đang tồn tại.

Hiện trạng đường nhập khẩu sau khi ATIGA có hiệu lực: tràn ngập và hoàn toàn làm chủ thị trường. Theo Tổng cục Hải quan, 6T.2020, bắt đầu thực thi ATIGA thì lượng đường NK đã hơn 800.000 tấn (90% xuất xứ từ Thái Lan). Nguồn cung đường vẫn dồi dào, các loại đường NK vẫn tiếp tục thâm nhập, đường trong nước tiêu thụ kém và tồn kho, do đó không có hiện tượng thiếu hụt đường cho đến cuối năm 2020 tại thị trường trong nước.



Nguồn: VSSA, ISO, Vcbs tổng hợp

Hiện nay giá đường sản xuất từ mía trong nước dao động ở mức 11.400-12.600 đồng/kg. Giá đường sản xuất từ mía trong nước hầu như không tiêu thụ được vì giá đường NK thấp hơn giá thành sản xuất.

Đường tinh luyện RE: QNS đã đầu tư cho dự án đường tinh luyện RE nhằm tận dụng tình trạng thiếu hụt đường trong nước, tuy nhiên lợi thế đó đang ngày càng thu hẹp dần. Năm 2020, từ Q3, QNS dự kiến nhập 25.000 tấn đường thô Thái Lan và 4.000 tấn từ nội bộ để tinh luyện và ước tính tiêu thụ 30.000 tấn. Do diễn biến phức tạp của ngành đường, hiện QNS vẫn chưa có kế hoạch rõ ràng cho năm 2021.

Trong tháng 8, QNS công bố chấm dứt hoạt động sản xuất đối với NM đường Phổ Phong. Dự kiến trong tháng 12/2020, công ty sẽ chính thức chấm dứt mọi hoạt động kinh doanh đối với Nhà máy Đường Phổ Phong. Nhà máy này có công suất 2.000 tấn/ngày (~10% tổng công suất QNS) và để phục vụ cho nội bộ là chính. (sữa, bánh kẹo). NM Phổ Phong có công suất nhỏ và máy móc thiết bị đã cũ nên việc dừng hoạt động sẽ giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí.

QNS đã đầu tư cho NM luyện đường RE với công suất 200.000 tấn/năm nhằm tận dụng trong ngắn hạn đường VN thâm hụt. Tuy nhiên, với diễn biến nhập khẩu đường trong nửa đầu năm 2020, chúng tôi cho rằng giá định sản lượng tiêu thụ RE sẽ tăng lên 55-70.000 tấn từ năm 2021.

Điện sinh khối: triển vọng phát triển điện sinh khối với giá bán điện tăng cao ~30%.

Năm 2018, QNS đã đầu tư nhà máy điện sinh khối lớn nhất Việt Nam với công suất 95MW với tổng chi phí 1.900 tỷ đồng. Gồm 2 cụm máy: đồng phát 40MW và không đồng phát 55MW. Công nghệ đồng phát là hệ thống giúp tạo ra cả điện năng và nhiệt năng từ duy nhất một nguồn

năng lượng sơ cấp. Trong đó công nghệ đồng phát giúp tiết kiệm ít nhất 20% năng lượng so với công nghệ truyền thống.

Theo Quy hoạch điện 07 sửa đổi đặt mục tiêu cho sản lượng điện sinh khối chiếm 2,1% tổng điện trong 2030. Có 38 nhà máy điện sinh khối được phát triển tại Việt Nam với tổng công suất thiết kế 362MW. Trong đó, có 8/41 nhà máy bán điện nối lưới với tổng công suất 82,51MW (22,4%), trong đó 15% bán lên lưới điện quốc gia với giá 5.8 cents/kWh.

Theo quyết định số 08/2020/QĐ-TTg có hiệu lực từ ngày 25/04/2020 sửa đổi tăng giá bán điện sinh khối khoảng 26-30% so với giá bán điện cũ. Cụ thể, đối với đồng phát nhiệt – điện 1.968 đồng/kWh (7,03cent/kWh) so với mức cũ là 1.220 đồng/kWh; đối với không đồng phát giá bán điện là 1.968 đồng/kWh (8,47cent/kWh) so với mức cũ 7,3-7,5cent/USD.

| | CS thiết kế QNS | Giá cũ (cent/KWh) | Giá mới (cent/KWh) | Giá cũ VND/KWh | Giá mới (VND/KWh) | % | Năng lượng thu được |
|-----------------|-----------------|-------------------|--------------------|----------------|-------------------|--------|---------------------|
| Đồng phát | 40 MW | 5,8 | 7,03 | 1.220 | 1.634 | 33,9% | Điện + Nhiệt năng |
| Không đồng phát | 55 MW | 7,3-7,5 | 8,47 | ~ 1.557 | 1.968 | ~26,4% | Điện năng |

Nguồn: Quy hoạch điện 07_24/2014/QĐ-TTg, QĐ 08/2020/QĐ-TTg

Với công suất mía 18.000 tấn ngày của nhà máy đường An Khê, lượng bã mía thu được khoảng 614.400 tấn hàng năm. Mùa vụ của đường thì lượng bã mía sẽ được QNS tận dụng trong khoảng 6 tháng để sản xuất điện sinh khối (tháng 11 năm trước đến tháng 5 năm sau), còn 6 tháng còn lại nhà máy sẽ mua mùn, trấu... bên ngoài.

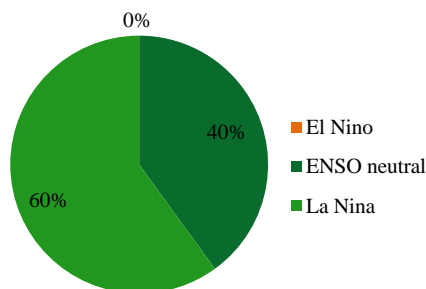
Hiện tại giá thu mua nguyên liệu sinh khối của NM điện An Khê là 750.000 đồng/tấn.

Dự báo khả năng ENSO từ 09-11/2020

WMO (World Meteorological Organization) dự báo có 60% khả năng xảy ra hiện tượng La Niña yếu từ 09-11/2020, trong khi đó 40% là ENSO neutral và El Niño là 0%.

La Niña có xu hướng tác động ngược lại với El Niño: những nơi bị hạn hán do El Niño có xu hướng dư lượng mưa dưới La Niña và ngược lại.

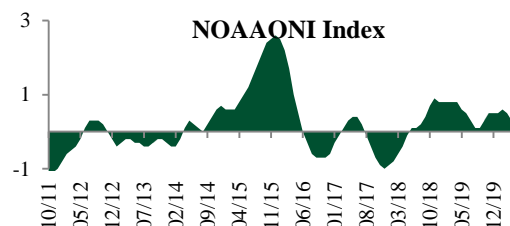
Dự báo hiện tượng ENSO từ 09-11/2020



Vùng nhiệt đới TBD chịu ENSO neutral kể từ 07/2019.

WMO cập nhật: 60% khả năng La Niña (dự báo trước 40%)

Khả năng La Niña giảm còn 55% từ 12/20-02/2021



Nguồn: WMO, Vcbs tổng hợp

DỰ PHÓNG

Cho năm 2020, chúng tôi dự phóng doanh thu của QNS đạt **6.622,9 tỷ đồng (-13,8% yoy)** và LNST đạt **866,2 tỷ đồng (-32,9 % yoy)**. Trong đó:

- ❖ **DT mảng sữa đậu nành** đạt 4.022,4 tỷ đồng (-5,7% yoy). Do ảnh hưởng bởi 2 đợt giãn cách xã hội do dịch Covid-19 khiến sản lượng tiêu thụ giảm 6,4% yoy và giá bán bình quân không đổi. Chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành sẽ phục hồi từ Q.4 năm nay, do Q3 bị ảnh hưởng giảm bởi dịch Covid-19 ở thị trường chủ đạo tại miền Trung. Thị trường xuất khẩu sang Trung Quốc chúng tôi kỳ vọng QNS sẽ bán được 1,8 triệu lít với giá bán cao gấp đôi giá bán tại nội địa.
- ❖ **DT mảng đường** đạt 1.382,2 tỷ đồng (-7,0 % yoy), trong đó (1) DT đường RS đạt 1.015,3 tỷ đồng (-31,7%) trong đó sản lượng giảm 40,1% yoy và giá bình quân tăng 4,6% đạt 11.930 đồng/kg và giảm 7% trong năm 2021 do áp lực đường nhập giá rẻ từ Thái Lan; (2) DT đường RE đạt 366,8 tỷ với sản lượng 29.000 tấn với giá bán 12.650 đồng/kg.
- ❖ **DT Thành Phát** đạt 940,8 tỷ (-45% yoy) do mảng bia chiếm chủ yếu và bị ảnh hưởng mạnh bởi dịch Covid-19 và Nghị định 100 về phạt lái xe vi phạm nồng độ cồn.
- ❖ **Mảng khác** đạt DT đạt 1.369,8 tỷ đồng (-15% yoy).

Biên LNG đạt 31,0% so với mức 32,0% của năm 2019. Cụ thể, kỳ vọng biên gộp mảng sữa đậu nành đạt 44,0%, mảng đường biên gộp lỗ 1,0%.

Tỷ lệ CP BH & QLDN chiếm tỷ trọng 14,5%/DTT so với mức 13,0% của năm ngoái.

Theo đó EPS 2020 ước tính đạt 2.427 đồng/cp, tương ứng với mức P/E forward là 13,9x.

Chúng tôi dự phóng chia theo mảng từ 2020-2024 như sau:

| | 2019A | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| DT sữa đậu nành | 4.266 | 4.022 | 4.576 | 4.843 | 5.140 | 5.453 |
| -Trong đó, XK: | 0 | 55 | 125 | 144 | 179 | 216 |
| DT đường | 1.486 | 1.382 | 1.914 | 2.541 | 2.809 | 2.893 |
| DT Thành Phát | 1.711 | 941 | 1.176 | 1.294 | 1.488 | 1.711 |
| Mảng khác | 1.612 | 1.370 | 1.507 | 1.658 | 1.823 | 2.006 |
| Loại trừ | (1.393) | (1.325) | (1.234) | (1.393) | (1.522) | (1.634) |
| Tổng cộng | 7.681 | 6.623 | 8.230 | 9.290 | 10.145 | 10.893 |
| % yoy | -4,4% | -13,8% | 24,3% | 12,9% | 9,2% | 7,4% |

Nguồn: QNS, Vcbs dự phóng

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối:

Chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp hoạt động trong ngành sữa và đường trong khu vực để thực hiện định giá bằng phương pháp so sánh cho QNS:

| Công ty | Mã | P/E | P/B | EV/EBIT DA | P/S |
|-----------------------|--------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| Ngành sữa | | 20,95 | 4,73 | 16,13 | 0,68 |
| Vitasoy International | 345 HK | 55,30 | 9,49 | 22,71 | N/A |

| | | | | | |
|-------------------------------------|-----------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| Holdings Ltd | | | | | |
| Hershey Co. | HSY US | 25,34 | 17,60 | 16,41 | N/A |
| CTCP Sữa Việt Nam | VNM VN | 22,57 | 7,22 | 12,87 | N/A |
| SunOpta Inc. | STKL US | N/A | 4,73 | 16,13 | N/A |
| Danone | BN FP | 19,33 | 2,25 | 11,52 | N/A |
| China ZhongDi Dairy Holdings Co Ltd | 1492 HK | 10,42 | 0,71 | N/A | 0,98 |
| Maeil Dairies Co Ltd | 267980 KS | 8,93 | 1,26 | N/A | 0,38 |
| Ngành đường | | 8,98 | 1,28 | 11,26 | 0,59 |
| Triveni Engineering & Indus | TRE IN | 5,37 | 1,45 | 6,01 | 0,42 |
| Balrampur Chini Mills Ltd | BRCM IN | 6,13 | 1,39 | 6,63 | 0,69 |
| Bannari Amman Sugars Ltd | BNRI IN | 17,13 | 1,29 | 11,26 | 1,02 |
| Shree Renuka Sugars Ltd | SHRS IN | N/A | N/A | 22,18 | 0,40 |
| Tandlianwala Sugar Mills Ltd | TSML PA | N/A | 34,73 | N/A | 1,27 |
| Khon Kaen Sugar Industry Pcl | KSL TB | N/A | 0,49 | 18,39 | 0,49 |
| Kaset Thai International Sugar | KTIS TB | 13,70 | 1,27 | 7,52 | 0,59 |
| CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa | SBT VN | 11,83 | 1,14 | 15,62 | 0,64 |
| CTCP Mía Đường Sơn La | SLS VN | 4,24 | 1,20 | N/A | 0,07 |
| Trung vị | | 12,76 | 1,39 | 14,24 | 0,59 |

Nguồn: Bloomberg, Vcbs tổng hợp

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Các giả định:

Sản lượng sữa đậu nành tiêu thụ của QNS tăng với tốc độ tăng trưởng CAGR 2020-2024 là 2,6%, giá bán bình quân từ tăng với CAGR 1,6%.

Mãng đường chúng tôi kỳ vọng diện tích trồng mía sẽ phục hồi từ mức thấp nhất của năm 2020 là 20.000 ha lên đến mức 25.000 ha vào năm 2021 và 2021 trở đi diện tích sẽ đạt 30.000 ha.

Giá bán đường RS bình quân 2020 đạt 11.930 đồng/kg và tăng với tốc độ 2-3%/năm.

Chiết khấu theo FCFF:

| Chiết khấu theo FCFF: | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
|------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| EBITAT (NOPAT) | 930.871 | 1.064.013 | 1.123.735 | 1.202.751 | 1.266.706 |
| Khấu hao | 607.505 | 582.069 | 560.222 | 540.954 | 523.845 |
| Thay đổi vốn lưu động | 54.071 | (74.224) | (49.365) | (38.628) | (34.022) |
| Đầu tư tài sản cố định | (236.803) | (293.034) | (330.140) | (360.068) | (386.271) |
| FCFF | 1.440.899 | 1.359.248 | 1.386.488 | 1.429.595 | 1.456.432 |
| Giá trị hiện tại của | 1.339.475 | 1.118.544 | 1.009.960 | 921.786 | 831.233 |

| | |
|------------------------------------|-------------------|
| FCFF | |
| Tăng trưởng dài hạn | 1,0% |
| Hiện giá của dòng tiền tự do | 5.220.998 |
| Hiện giá của giá trị năm cuối cùng | 7.011.785 |
| Hiện giá của FCF và TV | 12.232.783 |
| Cộng: Tiền | 2.396.879 |
| Trừ: Nợ vay | (1.664.732) |
| Giá trị vốn cổ phần | 12.964.930 |
| SLCPLH (triệu cp) | 357 |
| Giá trị mỗi cổ phiếu (VND) | 36.322 |

Kết hợp các phương pháp định giá:

mức giá hợp lý 34.800 đồng/cp

| Phương pháp | Giá (đồng/cp) | Tỷ trọng |
|--------------------------------------|---------------|---------------|
| FCFF | 36.322 | 50% |
| So sánh tương đối (P/E) | 33.435 | 50% |
| Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu QNS | | 34.879 |

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TRUNG LẬP

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng 2020 là điểm trũng về KQKD của QNS với tất cả những khó khăn đang dồn tích bao gồm (1) dịch Covid 19 ảnh hưởng lên tiêu thụ của mảng sữa đậu nành, (2) thời tiết khó khăn khiến sản lượng mía cũng như công suất sản xuất đường sụt giảm, (3) Hiệp định ATIGA có hiệu lực trong khi nhà máy đường RE chưa vận hành được tối đa công suất. Trong khi đó, triển vọng năm tới chưa thực sự rõ ràng khi những biến số thời tiết và dịch bệnh là khá khó đoán và khả năng Bộ Công thương áp thuế tự vệ với sản phẩm đường RE vẫn bỏ ngỏ. Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu **34.800 đồng/cp** đối với cổ phiếu QNS.

Phụ lục:

| Kết quả kinh doanh | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Doanh thu thuần | 7.681 | 6.623 | 8.230 | 9.290 | 10.145 |
| - Giá vốn hàng bán | 5.224 | 4.569 | 5.824 | 6.663 | 7.303 |
| Lợi nhuận gộp | 2.456 | 2.054 | 2.406 | 2.626 | 2.842 |
| - Chi phí BH & QLDN | 1.000 | 960 | 1.152 | 1.301 | 1.420 |
| Lợi nhuận thuần HĐKD | 1.483 | 1.123 | 1.284 | 1.356 | 1.451 |
| Lợi nhuận tài chính | 138 | 14 | 13 | 19 | 23 |
| Chi phí lãi vay | 77 | 91 | 85 | 89 | 91 |
| Chi phí khác | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| - Lợi nhuận khác | 26 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| - Lợi nhuận từ LD, LK | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 1.543 | 1.045 | 1.211 | 1.284 | 1.383 |
| - Thuế TNDN | 251 | 179 | 207 | 220 | 237 |
| LNST | 1.292 | 866 | 1.004 | 1.065 | 1.146 |
| - Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LNST của cổ đông CT | | | | | |
| Mẹ | 1.292 | 866 | 1.004 | 1.065 | 1.146 |
| EPS (đ) | 3.619 | 2.427 | 2.812 | 2.982 | 3.212 |

| Cân đối kế toán | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tài sản | | | | | |
| + Tiền và tương đương | 215 | 206 | 322 | 420 | 512 |
| + Đầu tư TC ngắn & dài hạn | 2.660 | 2.960 | 3.260 | 3.560 | 3.860 |
| + Các khoản phải thu | 50 | 36 | 45 | 51 | 56 |
| + Hàng tồn kho | 661 | 571 | 728 | 833 | 913 |
| + Tài sản ngắn hạn khác | 479 | 412 | 511 | 577 | 630 |
| + Tài sản cố định hữu hình | 4.134 | 4.598 | 4.312 | 4.085 | 3.907 |
| + Tài sản vô hình | 23 | 20 | 17 | 14 | 11 |
| + Đầu tư tài chính dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Tài sản dài hạn khác | 826 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tổng Tài sản | 9.048 | 8.803 | 9.195 | 9.539 | 9.887 |
| Nợ & Vốn chủ sở hữu | | | | | |
| + Phải trả ngắn hạn | 488 | 426 | 542 | 621 | 680 |
| + Vay ngắn hạn | 1.665 | 1.379 | 1.468 | 1.513 | 1.509 |
| + Vay dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Nợ chiếm dụng khác | 2.647 | 2.576 | 2.248 | 2.608 | 2.865 |
| Tổng nợ | 2.578 | 2.250 | 2.610 | 2.867 | 3.054 |
| + Vốn cổ phần | 3.923 | 3.923 | 3.923 | 3.923 | 3.923 |
| + Cổ phiếu quỹ | -834 | -834 | -834 | -834 | -834 |
| + Lợi nhuận giữ lại | 2.813 | 2.836 | 2.796 | 2.809 | 2.891 |
| + Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + TK nguồn vốn khác | 6.464 | 6.547 | 6.578 | 6.665 | 6.828 |
| Vốn chủ sở hữu | 6.470 | 6.553 | 6.584 | 6.671 | 6.834 |
| Tổng cộng nguồn vốn | 9.048 | 8.803 | 9.195 | 9.539 | 9.887 |

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

Trưởng nhóm Phòng PT

ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng

Chuyên viên phân tích

ntthanh-hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

| | |
|-------------------------------------|--|
| Trụ sở chính Hà Nội | Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20 |
| Chi nhánh Hồ Chí Minh | Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106 |
| Chi nhánh Đà Nẵng | Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13 |
| Chi nhánh Cần Thơ | Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888 |
| Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng | Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573 |
| Phòng Giao dịch Giảng Võ | Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551 |
| Văn phòng Đại diện An Giang | Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841 |
| Văn phòng Đại diện Đồng Nai | F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812 |
| Văn phòng đại diện Vũng Tàu | Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78 |
| Văn phòng đại diện Hải Phòng | Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630 |