

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Mua

25/11/2020

Giá mục tiêu VND 40,200

Tăng/giảm (%)	15.2%
Giá hiện tại (25/11/2020)	VND 34,900
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	12,350

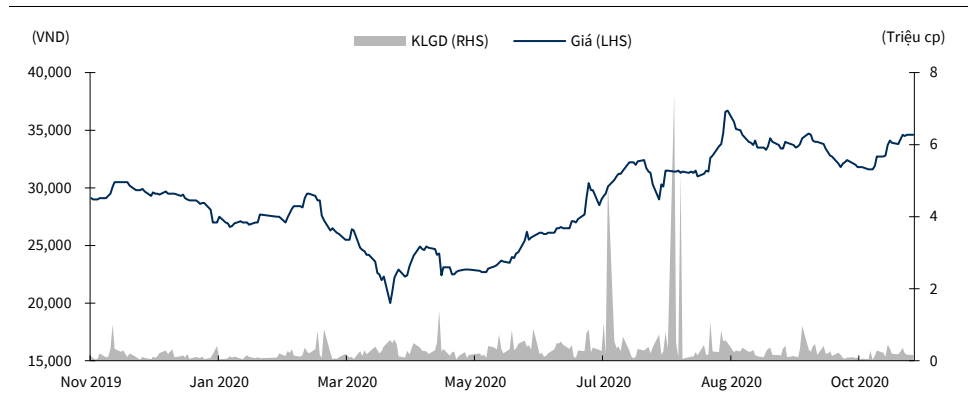
Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	60.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	8.0/0.3
Sở hữu nước ngoài còn lại (%)	32.8%
Cổ đông lớn nhất	Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát 8.31%

Dự phóng KQKD & định giá

Năm	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	8,031	7,681	6,780.	7,773
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh (tỷ VNĐ)	1,348	1,517	1,302	1,425
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,240	1,292	1,112	1,214
EPS (VNĐ)	4,183	4,313	3,114	3,403
Tăng trưởng EPS (%)	20.8	3.1	-27.8	9.2
P/E (x)	10.6	10.3	11.1	10.3
P/B (x)	2.5	2.1	1.9	2
ROE (%)	25.1	21.8	16.2	16.9
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	2.8	6.7	5.8	7.2

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (QNS)

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp - Trần Thị Phương Anh
anhhttp@kbsec.com.vn

Chuyên viên chiến lược thị trường - Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với mã cổ phiếu QNS, doanh nghiệp sản xuất sửa đậu nành, đường hàng đầu Việt Nam nhờ sự phục hồi tiêu thụ sửa đậu nành cùng với việc hưởng lợi từ xu hướng của giá đường tăng và kỳ vọng vào khả năng sẽ có những biện pháp bảo hộ ngành đường của Chính phủ. Giá mục tiêu **40,200VNĐ/CP**, theo phương pháp định giá so sánh P/E.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Hồi phục nhu cầu tiêu thụ sửa đậu nành hậu Covid. Trong kịch bản diễn biến dịch bệnh được kiểm soát tốt như hiện tại, chúng tôi kì vọng sản lượng tiêu thụ sẽ phục hồi rõ nét trong quý 4, giúp thu hẹp mức giảm doanh thu trong năm 2020, ước giảm khoảng 5% YoY.

Kỳ vọng vào các chính sách bảo hộ các doanh nghiệp ngành đường trong nước. Bộ Công Thương gần đây đã khởi xướng điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với đường mía có xuất xứ từ Thái Lan trên cơ sở Hồ sơ yêu cầu của đại diện ngành sản xuất trong nước.

Kỳ vọng vào diễn biến khởi sắc của giá đường trong thời gian tới. Giá đường trong nước nhận được một số yếu tố hỗ trợ tích cực trong thời gian tới đến từ: 1) giá đường thế giới phục hồi; 2) nguồn cung nhập khẩu giảm sút nếu Bộ Công Thương ra quyết định áp thuế bảo hộ; 3) nguồn cung trong nước gặp nhiều thách thức do sản lượng mía suy giảm; 4) nhu cầu tiêu thụ đường tăng lên vào thời điểm cuối năm.

RỦI RO

Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu đầu vào – giá đậu nành. Giá đậu nành ghi nhận diễn biến tăng mạnh từ đầu tháng 5 khi mà nhu cầu từ Trung Quốc tăng cùng với những yếu tố bất lợi của thời tiết ảnh hưởng tới việc cung ứng đậu nành.

Rủi ro biến động thời tiết. Các hiện tượng thời tiết cực đoan xảy ra với tần suất ngày càng cao có thể gây thiệt hại cho các vùng nguyên liệu mía và đậu nành của QNS.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

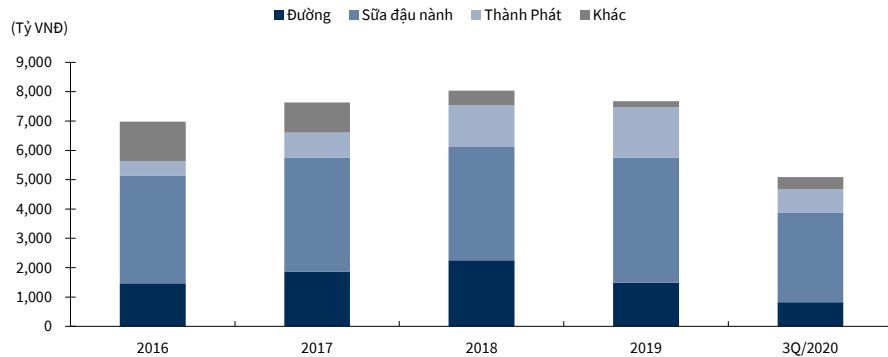
Kết quả kinh doanh tiêu cực trong 9 tháng đầu năm trước khó khăn chung của ngành và dịch Covid-19 bùng phát

Lũy kế 9 tháng đầu năm, lợi nhuận QNS đạt 670.4 tỷ đồng (-16.9% YoY), doanh thu 5,094.7 tỷ đồng (-16.8% YoY) và biên lợi nhuận gộp đạt 30.5%, tăng nhẹ so với mức 30.4% cùng kỳ. Kết quả kinh doanh tiêu cực chủ yếu do sản lượng tiêu thụ mảng sữa đậu nành, thực phẩm & đồ uống sụt giảm bởi ảnh hưởng từ dịch Covid-19, diện tích trồng mía giảm và Hiệp định ATIGA có hiệu lực khiến mảng đường gặp khó khăn.

Mảng đường ghi nhận lỗ ròng dù doanh thu khả quan trong Q3/2020

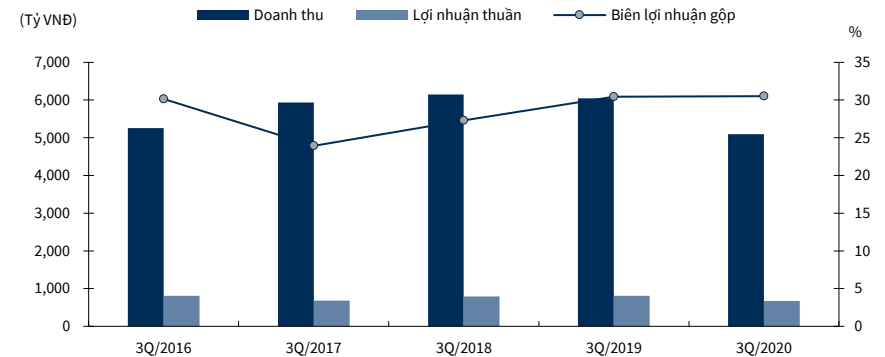
Kết quả kinh doanh Q3/2020 với lợi nhuận 233.2 tỷ đồng (-18.6% YoY), doanh thu 1,845.2 tỷ đồng (-6.6% YoY), biên lợi nhuận gộp giảm xuống 31.9% (từ mức 36.4% của Q3/2019). Trong đó, doanh thu mảng sữa đậu nành giảm 11.2% YoY do sản lượng tiêu thụ thấp bởi làn sóng Covid-19 thứ 2 từ cuối tháng 7 chủ yếu tại các tỉnh miền Trung; doanh thu mảng đường dù tăng 27.9% YoY nhưng giá vốn cao hơn khiến doanh nghiệp ghi nhận lỗ 15 tỷ đồng.

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu theo nhóm ngành QNS (Tỷ VNĐ)



Nguồn: QNS

Biểu đồ 3. Kết quả kinh doanh QNS (Tỷ VNĐ, %)



Nguồn: QNS

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

1. Kỳ vọng vào sự hồi phục của mảng kinh doanh chủ lực sữa đậu nành Covid-19

Việc kiểm soát tốt dịch bệnh Covid-19 trong nước sẽ giúp phục hồi nhu cầu nội địa về sữa đậu nành

Trước đó, các đợt bùng phát dịch bệnh Covid-19 ở Việt Nam đã tác động tiêu cực tới nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành nội địa khiến doanh số QNS giảm mạnh, đặc biệt các giai đoạn thực hiện giãn cách xã hội đã khiến người tiêu dùng hạn chế mua sắm. Lũy kế 9 tháng 2020, doanh thu sữa đậu nành đã giảm khoảng 8% so với cùng kì. Trong kịch bản diễn biến dịch bệnh được kiểm soát tốt như hiện tại, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sẽ gia tăng trở lại, giúp thu hẹp mức giảm doanh thu trong năm 2020, ước giảm khoảng 5% YoY.

Xu hướng tiêu thụ nhiều hơn các sản phẩm sữa đậu nành trong tương lai

Theo báo cáo ngành sữa của CoBank và Nielsen, người tiêu dùng đang có xu hướng chuyển thói quen tiêu thụ từ các sản phẩm động vật sang các sản phẩm thực vật; khiến nhu cầu sữa đậu nành tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ tăng 10.5% trong giai đoạn 2020F – 2024F. Với vị thế là nhà sản xuất sữa đậu nành hàng đầu Việt Nam với thị phần chiếm trên 84%, chúng tôi kỳ vọng QNS sẽ tận dụng tốt xu hướng này

Tiềm năng lớn từ thị trường xuất khẩu Trung Quốc

Đầu tháng 6, QNS đã có bước đầu mở rộng thị trường xuất khẩu sang Trung Quốc với sự hiện diện ở các trang thương mại điện tử lớn (Tmall, Taobao, JD, Yunji, PinDuoduo) cũng như các siêu thị hàng đầu của Trung Quốc. Lô hàng sữa đậu nành Fami được xuất khẩu trong đợt này được thiết kế lại thương hiệu, bao bì và sản xuất riêng dành cho thị trường Trung Quốc. Trong năm 2020, QNS kỳ vọng sẽ xuất khẩu khoảng 1.7 triệu lít sữa đậu nành, tương đương 0.6% tổng sản lượng tiêu thụ, và tập trung phát triển thị phần ở khu vực Đông và Nam Trung Quốc – nơi tiêu thụ 70% sữa đậu nành ở quốc gia này.

Trong trung và dài hạn, Trung Quốc có thể sẽ trở thành động lực tăng trưởng tiềm năng lớn của QNS bởi đây là thị trường tiêu thụ sữa đậu nành lớn nhất trên thế giới với tổng sản lượng lên tới 15 tỷ lít so với 800 triệu lít ở Việt Nam. Tuy nhiên, đi kèm với đó là những yêu cầu khắt khe về chất lượng cũng như sự cạnh tranh gay gắt đến từ công ty nội địa và các tập đoàn lớn trên thế giới.

2. Kỳ vọng vào các chính sách bảo hộ các doanh nghiệp ngành đường trong nước

Bộ Công Thương gần đây đã khởi xướng điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với đường mía có xuất xứ từ Thái Lan trên cơ sở Hồ sơ yêu cầu của đại diện ngành sản xuất trong nước. Biên độ phá giá được tính toán là 37.9% dựa trên các hồ sơ do bên yêu cầu và bên ủng hộ các nhà sản xuất đường trong nước đệ trình. Kết quả cuộc điều tra có thể sớm được công bố trong thời gian tới và trong trường hợp cần thiết, căn cứ vào kết quả điều tra sơ bộ, Bộ Công Thương có thể áp dụng biện pháp chống bán phá giá tạm thời để ngăn chặn hành vi bán phá giá.

Kể từ khi xóa bỏ hạn ngạch thuế quan nhập khẩu đường cho các nước ASEAN từ đầu năm nay, sản lượng mía đường nhập khẩu vào Việt Nam tăng đột biến trong 8 tháng đầu năm, đạt gần 950,000 tấn (+ 600% so với cùng kỳ năm 2019); trong đó lượng mía đường nhập khẩu từ Thái Lan chiếm tỷ lệ chủ yếu. Điều này gây thiệt hại lớn tới ngành mía đường trong nước với sản lượng sản xuất đường mía trong nước niên vụ 2019/2020 ước tính chưa tới 800.000 tấn, giảm 1.2 triệu tấn so với niên vụ trước.

3. Kỳ vọng vào diễn biến khởi sắc của giá đường trong thời gian tới

Giá đường thế giới sớm hồi phục từ đáy

Theo báo cáo mới đây của Tổ chức Đường Quốc tế (ISO), thị trường đường thế giới niên vụ 2020/2021 sẽ thiếu hụt nguồn cung, ước khoảng 3.5 triệu tấn đường đến từ: 1) Ấn Độ, nước sản xuất đường hàng đầu thế giới, sẽ giảm trợ cấp xuất khẩu đường, qua đó tác động tiêu cực tới sản lượng xuất khẩu đường của nước này; 2) Sản lượng của Brazil và Thái Lan dự kiến sẽ giảm do thời tiết khó khăn.

Trong khi đó, ISO dự báo tiêu thụ đường trong niên vụ 2020/21 được nâng lên 174.6 triệu tấn, cao hơn so với dự báo trước đó là 174.2 triệu và cũng cao hơn 2.9% so với vụ trước khi tác động tiêu cực của dịch bệnh Covid-19 được dự báo sẽ giảm dần.

Theo Bloomberg, trung vị dự báo của các tổ chức lớn trên thế giới cũng đồng thuận với diễn biến tăng của giá đường trong năm 2021.

Biểu đồ 4. Diễn biến HDTL giá đường (cents/pound)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Giá đường trong nước đón nhận nhiều yếu tố hỗ trợ tích cực

Ngoài việc hưởng lợi từ sự phục hồi của giá đường quốc tế, giá đường trong nước cũng sẽ được hỗ trợ khi nguồn cung đường trong nước được dự báo sẽ suy giảm do: 1) Sản lượng mía (nguyên liệu chính sản xuất đường) bị thu hẹp do điều kiện thời tiết năm nay không thuận lợi; 2) Sản lượng nhập khẩu đường từ Thái Lan có thể sẽ sụt giảm nếu Bộ Công Thương chính thức áp thuế bảo hộ với ngành đường của Thái Lan.

4. Hướng đi mới – mảng điện sinh khối giàu tiềm năng

Quyết định số 08/2020/QĐ-TTg có hiệu lực từ ngày 25/04/2020 đã nâng giá bán điện sinh khối khoảng 26-30% so với mức giá cũ.

Nhà máy điện sinh khối An Khê của QNS được xem là nhà máy điện sinh khối lớn nhất Việt Nam với 2 cụm máy đồng phát và không đồng phát; và sẽ được hưởng lợi lớn từ sự hỗ trợ của chính phủ.

Bảng 1. Giá bán điện sinh khối mới

Cụm máy	Công suất	Giá cũ (Cent/KWh)	Giá mới (Cent/KWh)	Thay đổi (%)	Năng lượng thu được
Đồng phát	40 MW	5.8	7.03	33.9%	Điện + Nhiệt Năng
Không đồng phát	55 MW	7.3 – 7.5	8.47	26.4%	Điện năng

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

YẾU TỐ RỦI RO

Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu đầu vào – giá đậu nành

Giá đậu nành ghi nhận diễn biến tăng mạnh từ đáy tháng 5 khi mà nhu cầu từ Trung Quốc tăng lên cùng với những yếu tố bất lợi của thời tiết ảnh hưởng tới việc cung ứng đậu nành.

Biểu đồ 5. Diễn biến HĐTL đậu nành (cents/bushel)



Nguồn: World Bank, KB Securities Vietnam

Rủi ro biến động thời tiết

Các hiện tượng thời tiết cực đoan xảy ra với một tần suất ngày càng cao có thể gây thiệt hại cho các vùng nguyên liệu mía và đậu nành của QNS.

Rủi ro cạnh tranh với các hãng sữa đậu nành khác

Thị phần sữa đậu nành của QNS đang đối mặt với sự cạnh tranh ngày một gia tăng của nhiều thương hiệu lớn gia nhập thị trường như GoldSoy (Vinamilk), Nuti Canxi (Nutifood) và các thương hiệu nước ngoài như HomeSoy, VitaSoy, Soy Secretz...

ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KQKD Q4/2020

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh quý 4 với lợi nhuận đạt 441.1 tỷ đồng (-6.7% YoY), doanh thu đạt 1,685.6 tỷ đồng (+3.2% YoY) nhờ phục hồi nhu cầu tiêu thụ sau dịch, giá đường tăng theo xu hướng tăng của giá đường thế giới và bán sửa đậu nành tăng theo biến động của giá nguyên vật liệu. Theo đó, lợi nhuận cả năm đạt 1,111.5 tỷ đồng (-13.9% YoY), doanh thu 6,780.3 tỷ đồng (-11.7% YoY).

DỰ PHÓNG KQKD 2021

Năm 2021, lợi nhuận thuần đạt 1,214.5 tỷ đồng (+9.3% YoY), doanh thu đạt 7,773.3 tỷ đồng (+14.6% YoY) với các giả định chính: (1) doanh thu mangan đường tăng 23.5% trước kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ hồi phục và giảm áp lực cạnh tranh từ đường Thái Lan khi thuế chống bán phá giá được áp dụng; (2) mangan sửa đậu nành tăng trưởng 10.7% nhờ cải thiện sản lượng tiêu thụ; (3) biên lợi nhuận gộp ở mức 30.5% (thấp hơn dự báo 2020 là 31.8%) do giá nguyên vật liệu tăng cao so với cùng kỳ, đặc biệt là giá đậu tương.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với QNS, giá mục tiêu 40,200VND/CP, tiềm năng tăng giá 15.2% so với mức giá đóng cửa ngày 24/11/2020, dựa theo phương pháp so sánh P/E. Cổ phiếu QNS hiện đang giao dịch với FY21 P/E bằng 10.3x. Với sự phục hồi nhu cầu tiêu thụ và kỳ vọng các biện pháp bảo hộ có khả năng được thực hiện và lợi nhuận tích cực từ mangan điện sinh khối, chúng tôi cho rằng P/E mục tiêu là 11.8x phù hợp. Với FY 21 EPS là 3,403 VND, mức giá hợp lý cho phương pháp so sánh P/E là 40,200VND/CP.

NHẬN ĐỊNH KỸ THUẬT

Biểu đồ 6. Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Fireant, KB Securities Vietnam

QNS đang vận động tích lũy sau giai đoạn tăng mạnh từ đáy tháng 3 và có cơ hội lớn quay lại đà tăng.

Điểm mua gần quanh 32.7 – 33.8, hội tụ của các ngưỡng hỗ trợ bao gồm: 1) trung tâm dải Bollinger Band khung ngày; 2) Đường Kijun Sen hệ thống Ichimoku; 3) các vùng đáy trong quá khứ
Điểm mua xa sẽ quanh 30.5

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhtd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh
anhhttp@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu
hieunn@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim
harrison.kim@kbfkg.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên đọc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.