

Triển vọng ngành đường năm 2021: Chu kỳ hồi phục và kỳ vọng vào thuế tự vệ

Tóm tắt

Bộ Công thương sau quá trình điều tra đã đưa ra quyết định áp dụng tạm thời mức thuế tự vệ và thuế chống bán phá giá ở mức 48,88% với đường tinh luyện và 33,88% với đường thô nhập khẩu từ Thái Lan, có hiệu lực trong vòng 120 ngày kể từ ngày 17/02/2021. Cùng với kì vọng đường lậu được kiểm soát, nguồn cung đường trong nước thiếu hụt sẽ hỗ trợ giá đường nội địa tiếp tục tăng mạnh, hỗ trợ các nhà sản xuất đường gia tăng biên lợi nhuận gộp. Với mức thuế tự vệ tạm thời:

- Lượng tồn kho giá thấp nhập khẩu từ Thái Lan từ cuối 2020 sẽ được bán ra mạnh ra thị trường trong Q1/2021 và cạnh tranh về giá bán với đường nội địa trong ngắn hạn.
- Chúng tôi cho rằng giá đường nội địa vẫn còn dư địa để tăng trưởng từ mức giá hiện tại do (1) giá đường nội địa của Việt Nam đang thấp hơn so với các nước trong khu vực từ 30-40% và (2) chi phí nhập khẩu chính ngạch sẽ tăng khoảng 4.000-4.500 đồng/kg đối với đường RS/RE khi mức thuế 48,88% được áp dụng và (3) hiện tại đang là thời điểm chính vụ nên nguồn cung chưa bị thiếu hụt rõ rệt. Giá mua mía tại ruộng của các nhà máy cũng đã tăng khoảng 15-20% so với giá mua mía niên vụ trước.

QNS: Mảng đường phục hồi dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận năm 2021

- Chúng tôi ước tính QNS sẽ đạt 9,17 nghìn tỷ đồng doanh thu (+41,3% YoY) và 1,3 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+24% YoY) năm 2021. Chúng tôi cho rằng với nhu cầu nội địa ở mức 2,2 triệu tấn mỗi năm, QNS với vị thế là công ty đường lớn thứ 2 cả nước, sẽ không khó để chiếm lĩnh được ít nhất 10% thị phần, một khi thuế tự vệ được áp dụng. Chúng tôi cũng ước tính mảng điện biomass sẽ quay trở lại có lãi năm 2021 nhờ vào sản lượng đường tăng.
- Sản lượng sữa đậu nành ước tăng 7% và giá bán trung bình tăng 2% năm 2021. Tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ chỉ đạt 40,6% (so với mức 44,4% năm 2020) do giá đậu nành và giá đường tăng mạnh. Cần lưu ý là công ty đã chốt được giá đậu nành cho một nửa nhu cầu đậu nành cho sản xuất năm 2021 ở mức giá tốt.
- Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 8x cho mảng đường và điện, 13x cho các mảng FMCG khác. Theo đó, giá mục tiêu cho QNS đạt 50.600 đồng/cp, cao hơn 20% so với mức giá hiện tại. Chúng tôi lặp lại khuyến nghị KHẢ QUAN cho QNS.

SBT:

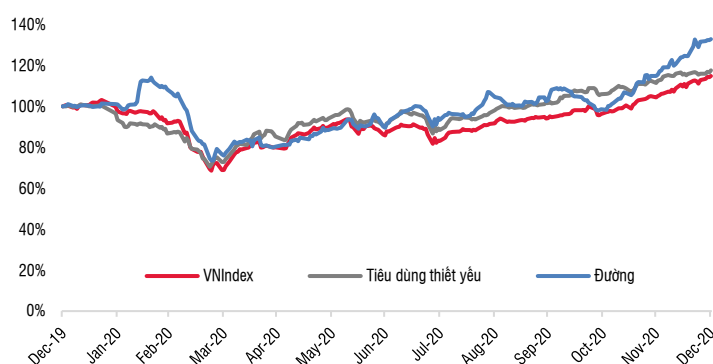
- Cho năm tài chính 2020, SBT hiện đang đặt kế hoạch doanh thu thuần và LNTT lần lượt là 14.358 tỷ đồng (+12% YoY) và 662 tỷ đồng (+31% YoY), dựa trên mục tiêu về sản lượng tiêu thụ là 1.058 nghìn tấn đường (tương đương so với năm 2020). Chúng tôi đánh giá đây là kế hoạch hoàn toàn khả thi, và SBT có thể vượt kế hoạch do (1) giá đường trong nước vẫn đang tiếp tục tăng và (2) giá định thuế tự vệ sẽ được áp dụng trong Q1/2021.
- Hiện tại cổ phiếu SBT đang được giao dịch ở mức TTM P/E là 26,5x và 2020P P/E là 27,3x (giá định SBT đạt kế hoạch LNTT năm 2020 và thuế suất thuế TNDN là 20%), cao hơn so với mức trung bình giai đoạn 2015-2017 nhưng thấp hơn so với mức trung bình giai đoạn 2018-2020. Chúng tôi lưu ý rằng trước năm 2017, SBT chưa thực hiện sáp nhập BHS và chỉ chiếm 16% thị phần nội địa so với 40% thị phần hiện nay, và giai đoạn 2018-2020 là thời điểm khó khăn chung của ngành, đồng thời SBT ghi nhận mức lợi nhuận rất thấp trong giai đoạn này.

Điểm nhấn ngành năm 2020

Cổ phiếu ngành đường đã tăng 33% trong năm 2020 và tăng 81% từ mức đáy tháng 3, tích cực hơn so với các mức tăng tương ứng của VNIndex là 15% và 67%.

Các cổ phiếu nổi bật: Cả 5 mã cổ phiếu ngành đường đều có mức tăng tốt hơn VNIndex trong năm 2020, bao gồm SBT (+17% YoY), QNS (+63% YoY), LSS (+68% YoY), SLS (+69% YoY) and KTS (+57% YoY). Tăng trưởng lợi nhuận năm 2020 khá phân hoá, với SLS (+101% YoY) và SBT (+80% YoY) có mức tăng tốt hơn cả, trong khi KTS (-11% YoY), QNS (-19% YoY) và LSS (-32% YoY) có kết quả kinh doanh kém khả quan.

Diễn biến ngành trong năm 2020



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Các điểm chính của ngành trong năm 2020

• Kết quả kinh doanh năm 2020 của ngành đường

Dịch Covid-19 đã làm gián đoạn chu kỳ hồi phục của ngành đường, vốn bắt đầu từ cuối năm 2019, đẩy giá đường quay trở lại mức thấp nhất 10 năm. Tuy nhiên, giá đường hồi phục rất nhanh sau đó, và giá đường trung bình năm 2020 vẫn cao hơn 9,6% so với năm 2019, trong khi giá mua mía tại thời điểm cuối năm 2019 ở mức thấp, giúp các doanh nghiệp trong ngành gia tăng đáng kể biên lợi nhuận gộp. Trong đó, SBT và SLS đều ghi nhận biên lãi gộp tăng ấn tượng lần lượt 600 và 680 điểm cơ bản, KTS tăng 160 điểm cơ bản, LSS tăng 40 điểm cơ bản. QNS ghi nhận biên lãi gộp giảm mạnh 730 điểm cơ bản, trái ngược với kết quả chung do sản lượng giảm mạnh đến 40% và chỉ hoạt động dưới 40% công suất luyện đường trong vụ.

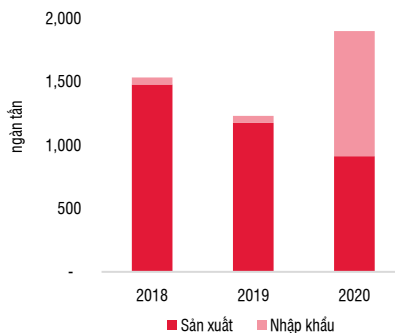
Cạnh tranh với đường nhập khẩu chính ngạch từ Thái Lan trở nên gay gắt bắt đầu từ Q2/2020, sau khi ATIGA có hiệu lực kể từ đầu năm 2020. Theo VSSA, lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan trong 11 tháng đầu năm 2020 lên tới 1,29 triệu tấn, tăng 330% YoY (tổng nhập khẩu 1,5 triệu tấn), trong đó có 509 nghìn tấn đường thô và 720 nghìn tấn đường luyện. Trong khi đó, đường nhập khẩu chính ngạch từ Thái Lan năm 2019 chỉ khoảng 157 nghìn tấn, chủ yếu là đường thô được nhập về để tinh luyện. Đường lậu được kiểm soát tốt hơn trong năm, tuy không có thống kê cụ thể, song được ước tính đã giảm rất mạnh so với mức 800 nghìn tấn của năm 2019.

Giá đường thô thế giới (cent/lb)



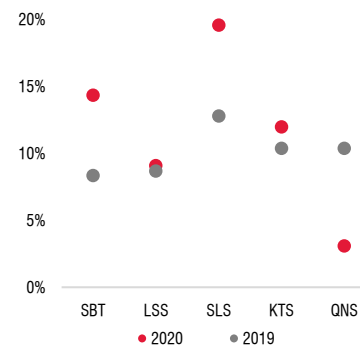
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Sản lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan



Nguồn: VSSA, ITC, SSI Research

Biên lợi nhuận gộp theo năm



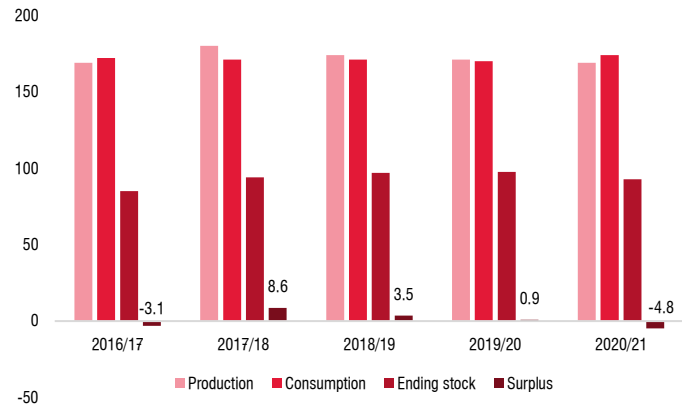
Nguồn: Fiiipro, SSI Research

Triển vọng năm 2021

Ngành đường và mức độ nhạy cảm với dịch Covid-19

Theo thông kê mới nhất của tổ chức đường thế giới, vụ 2020/2021 thế giới sẽ thiếu hụt khoảng 4,8 triệu tấn đường, cao hơn mức ước tính trước đó là 3,5 triệu tấn. Giá đường thế giới đã tăng 11% kể từ cuối năm 2020 và tăng 56% từ mức đáy thiết lập vào tháng 4/2020. Mặc dù giá đường thế giới đã điều chỉnh mạnh sau khi lập đỉnh ngắn hạn vào cuối tháng 2/2021, chúng tôi cho rằng giá đường vẫn còn dư địa tăng khi nhu cầu toàn cầu đang phục hồi mạnh mẽ trong các tháng sắp tới.

Cân bằng cung-cầu đường thế giới (triệu tấn)



Nguồn: ISO

Đường là thực phẩm thiết yếu và nhu cầu đối với mặt hàng này ít nhạy cảm với dịch Covid-19, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam vẫn thiếu hụt nghiêm trọng nguồn cung đường, khi đường sản xuất trong nước dự kiến niên vụ 2020/2021 chỉ đạt 600 nghìn tấn (-34% % YoY, theo ước tính mới nhất của VSSA). Chúng tôi ước tính nhu cầu tiêu thụ đường trong nước vẫn ổn định với mức tăng trưởng khoảng 3-5%/năm và đạt mức 2,2 triệu tấn trong năm 2021. Do vậy, nguồn cung trong nước hiện tại chỉ đáp ứng được gần 30% nhu cầu. Chúng tôi cho rằng phần còn lại sẽ được bù đắp bởi (i) đường luyện ngoài vụ từ đường thô nhập khẩu (ii) đường lậu, tuy kỳ vọng giảm, nhưng vẫn tiếp diễn và (iii) đường nhập khẩu chính ngạch chịu thuế.

Triển vọng tăng trưởng năm 2021

Thuế tự vệ được áp dụng

Bộ công thương sau quá trình điều tra đã đưa ra quyết định áp dụng tạm thời mức thuế tự vệ và thuế chống bán phá giá ở mức 48,88% với đường tinh luyện và 33,88% với đường thô nhập khẩu từ Thái Lan, có hiệu lực trong vòng 120 ngày kể từ ngày 17/02/2021, và có khả năng áp dụng hồi tố 90 ngày (trước ngày 17/02/2021) trong trường hợp kết luận cuối cùng của Cơ quan điều tra xác định có thiệt hại đáng kể hoặc có đe dọa gây ra thiệt hại đáng kể cho ngành sản xuất trong nước. Cùng với kỳ vọng đường lậu được kiểm soát, nguồn cung đường trong nước thiếu hụt sẽ hỗ trợ giá đường nội địa tiếp tục tăng mạnh, hỗ trợ các nhà sản xuất đường gia tăng biên lợi nhuận gộp và cải thiện lợi nhuận. Do sản lượng mía niên vụ 2020-2021 được dự báo ở mức thấp, chỉ luyện được khoảng 600 nghìn tấn đường, đây sẽ là cơ hội để các nhà máy đường gia tăng công suất luyện đường thô ngoài vụ. Các nhà máy có vị trí địa lý gần nguồn nhiên liệu sinh khối ngoài bã mía (phế phẩm nông nghiệp như vụn gỗ, vỏ trấu) sẽ có lợi hơn về chi phí sản xuất ngoài vụ. Hiện tại, nhà máy đường An Khê của QNS và một số nhà máy đường của SBT có vị trí địa lý thuận lợi như vậy, và có khả năng luyện đường tối đa lên tới 300 ngày/năm. Ngoài ra, LSS cũng có khả năng mua bã mía và dăm gỗ để luyện đường ngoài vụ tối đa thêm 2 tháng.

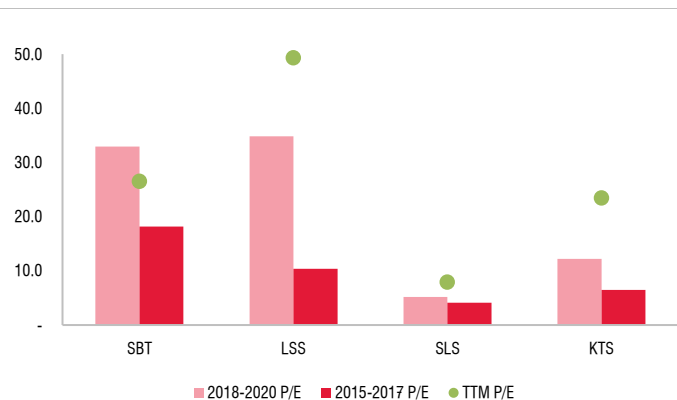
Với mức thuế tự vệ tạm thời, chúng tôi nhận thấy có 1 số điểm đáng chú ý sau:

- Lượng tồn kho giá thấp nhập khẩu từ Thái Lan từ cuối 2020 sẽ được bán ra mạnh ra thị trường trong Q1/2021 và cạnh tranh về giá bán với đường nội địa trong ngắn hạn.
- Giá đường RS đã tăng từ mức 13.500 đồng/kg vào thời điểm cuối năm 2020 lên mức 15.000-16.000 đồng/kg vào thời điểm cuối tháng 2 năm nay trong khi đường RE cũng tăng từ 14.000 đồng/kg lên 16.500 đồng/kg vào thời điểm hiện tại. chúng tôi cho rằng giá đường nội địa vẫn còn dư địa để tăng trưởng từ mức giá hiện tại do (1) giá đường nội địa của Việt Nam đang thấp hơn so với các nước trong khu vực từ 30-40% và (2) chi phí nhập khẩu chính ngạch sẽ tăng khoảng 4.000-4.500 đồng/kg đối với đường RS/RE khi mức thuế 48,88% được áp dụng và (3) hiện tại đang là thời điểm chính vụ nên nguồn cung chưa bị thiếu hụt rõ rệt. Chúng tôi cho rằng giá đường có thể lên tới 17.000 đồng/kg, tiệm cận với mức giá đường nội địa của các quốc gia trong khu vực trong thời gian tới, đặc biệt là thời điểm giữa năm khi các nhà máy kết thúc vụ ép mía.
- Giá mua mía tại ruộng của các nhà máy cũng đã tăng khoảng 15-20% so với giá mua mía niên vụ trước.

Trong trường hợp đường lậu không kiểm soát hiệu quả thì giá đường trong nước tiếp tục bị ảnh hưởng bởi đường lậu, nhất là khi thuế chống bán phá giá ở mức 48,88% tạo nên mức chênh lệch về giá khá cao giữa đường nhập khẩu và đường lậu. Những tháng đầu năm 2021, do Việt Nam kiểm soát biên giới rất chặt chẽ để ngăn chặn Covid-19, hoạt động buôn lậu đường cũng đã sụt giảm đáng kể.

Định giá: Hiện tại, định giá của các doanh nghiệp đường trong nước đã vượt mức trước Covid và đang được giao dịch ở mức cao hơn so với P/E trung bình trong quá khứ - trừ SBT đang giao dịch ở mức TTM P/E thấp hơn trung bình 3 năm giai đoạn 2018-2020 chủ yếu do EPS trung bình giai đoạn này rất thấp. Mức định giá cao hơn lịch sử đang phản ánh kỳ vọng của thị trường về chu kỳ hồi phục của ngành mía đường và khả năng áp thuế tự vệ đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan.

P/E trung bình theo giai đoạn và TTM P/E



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Các vấn đề và rủi ro

- Đường lậu không được kiểm soát hiệu quả, mức thuế tự vệ cao gây rủi ro đường lậu quay trở lại.
- Thời gian áp thuế tự vệ và thuế chống bán phá giá không đủ dài.
- Thời tiết không thuận lợi cho việc trồng mía vụ 2021/2022.
- Dịch Covid-19 tiếp tục diễn biến nghiêm trọng, gây ảnh hưởng tới giá hàng hoá thế giới và khiến giá đường giảm mạnh, giá đường trong nước cũng sẽ bị ảnh hưởng khiến biên lợi nhuận của các nhà sản xuất bị co lại.

Cổ phiếu trong ngành:

CTCP Thành Thành Công Biên Hoà (SBT: HOSE):

- Giá hiện tại: 23.800 đồng/cp;
- Cập nhật KQKD Q2/2020:

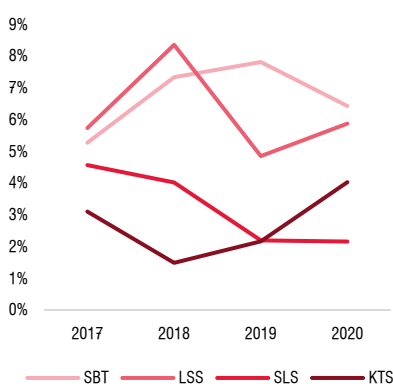
(tỷ đồng)	Q2/2020	Q2/2019	YoY	Q1/2020	QoQ	% Kế hoạch	Biên lợi nhuận			
							Q2/2020	Q2/2019	Q1/2020	2019
Doanh thu thuần	3.851	2.967	29,8%	3.656	5,3%	52%				
LN gộp	495	203	144,0%	465	6,5%		12,8%	6,8%	12,7%	11,3%
LN hoạt động	333	179	86,6%	207	61,0%		8,7%	6,0%	5,7%	7,7%
EBIT	340	245	38,6%	268	26,7%		8,8%	8,3%	7,3%	9,3%
EBITDA	453	362	25,3%	382	18,7%		11,8%	12,2%	10,4%	12,9%
LNNT	171	73	133,0%	134	27,5%	46%	4,4%	2,5%	3,7%	4,0%
LNST	140	16	775,8%	104	34,4%		3,6%	0,5%	2,8%	2,8%
LNST cho cổ đông cty mẹ	138	20	595,8%	99	40,1%		3,6%	0,7%	2,7%	2,8%

*Niên độ của SBT bắt đầu từ 1/7 và kết thúc vào 30/6 năm sau.

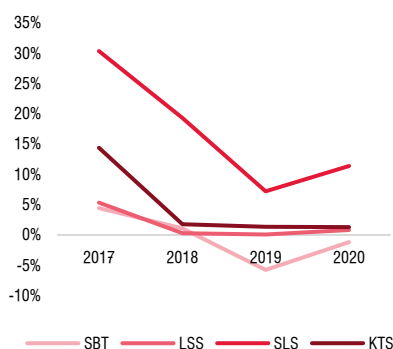
- ✓ Doanh thu thuần tăng 30% YoY trong Q2/2020, trong đó doanh thu từ đường tăng 34% YoY, nhờ sản lượng tăng 32% và giá bán tăng 1% YoY. Biên lợi nhuận cải thiện mạnh 667 bps so với cùng kỳ, trong khi chi phí SG&A giảm nhẹ 4% YoY giúp LNST cho cổ đông công ty mẹ tăng mạnh lên gấp 7 lần cùng kỳ, bắt chập việc Q2/2019 có ghi nhận khoản lãi 270 tỷ đồng từ chuyển nhượng quyền mua cổ phần.
- ✓ Luỹ kế 6 tháng đầu niên độ, SBT ghi nhận doanh thu thuần và LNST cho cổ đông cty mẹ lần lượt là 7.507 tỷ đồng (+22% YoY) và 237 tỷ đồng (+311% YoY), và hoàn thành 52% kế hoạch doanh thu và 46% kế hoạch LNNT. Sản lượng đường tiêu thụ đạt 650 tấn, tương đương 61,4% kế hoạch năm.
- **Quan điểm đầu tư:**
 - ✓ SBT hiện là doanh nghiệp mía đường lớn nhất Việt Nam, đứng đầu về cả diện tích vùng nguyên liệu (28% tổng diện tích trồng mía cả nước), công suất luyện đường (40% công suất luyện đường trong vụ) và mạng lưới phân phối đủ tất cả các kênh bán buôn, bán lẻ truyền thống, bán lẻ hiện đại và kênh thương mại (40% thị phần). Chúng tôi cho rằng SBT sẽ được hưởng lợi nhanh hơn các doanh nghiệp trong ngành khi có thuế tự vệ đối với đường Thái Lan, do (1) khả năng tăng công suất luyện đường lên tới 300 ngày/năm sử dụng nguồn nhiên liệu sinh khối từ dăm gỗ sẽ hỗ trợ SBT gia tăng sản lượng đáp ứng sự thiếu hụt nguồn cung đường trong nước và (2) có sẵn mạng lưới phân phối đủ tất cả các kênh và hệ thống kho chứa lớn nhất cả nước (43 kho, tập trung chủ yếu tại khu vực Nam Trung Bộ, Tây Nguyên và Đông Nam Bộ). Trong trường hợp không có thuế tự vệ, SBT cũng sẽ chịu ảnh hưởng ít hơn trong ngắn hạn, do có hoạt động phân phối thương mại và có thể nhập khẩu chính ngạch đường Thái Lan về phân phối trong nước. Tuy nhiên, trong dài hạn, sự cạnh tranh với đường Thái Lan (trong trường hợp không có thuế tự vệ) vẫn là rủi ro lớn đối với hoạt động kinh doanh của SBT.
 - ✓ Tuy vậy, tỷ lệ chi phí SG&A của SBT cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành, trong khi sử dụng đòn bẩy lớn hơn, khiến biên lợi nhuận thuần từ mảng kinh doanh cốt lõi của SBT kém hơn so với các doanh nghiệp trong ngành. Tính đến cuối năm 2020, SBT đã đưa hệ số nợ vay/VCSH về mức 1,1x – là mức thấp nhất kể từ năm 2015. Tuy nhiên trong tháng 1, SBT đã phát hành thêm 700 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 3 năm, tiếp tục tăng tỷ lệ vay nợ (trái phiếu tron không có tài sản đảm bảo, lãi suất 10%/năm cho năm đầu tiên sau đó thả nổi, mục đích phát hành để thanh toán hợp đồng mua đường với các công ty con trong Q1/2021).

- ✓ Chúng tôi có quan điểm lạc quan đối với triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của mảng kinh doanh cốt lõi của SBT là mía đường, song chúng tôi cũng lưu ý rằng SBT thường xuyên ghi nhận các khoản doanh thu tài chính từ việc thoái vốn/chuyển nhượng cổ phần trong những năm gần đây, đồng thời cũng đang nắm giữ những khoản đầu tư không liên quan đến hoạt động kinh doanh mía đường như khoản đầu tư vào GEG và một số công ty kinh doanh bất động sản thuộc tập đoàn Thành Thành Công.
- ✓ Cho năm tài chính 2020, SBT hiện đang đặt kế hoạch doanh thu thuần và LNTT lần lượt là 14.358 tỷ đồng (+12% YoY) và 662 tỷ đồng (+31% YoY), dựa trên mục tiêu về sản lượng tiêu thụ là 1.058 nghìn tấn đường (tương đương so với năm 2020). Chúng tôi đánh giá đây là kế hoạch hoàn toàn khả thi, và SBT có thể vượt kế hoạch do (1) giá đường trong nước vẫn đang tiếp tục tăng và (2) giả định thuế tự vệ sẽ được áp dụng trong Q1/2021, hỗ trợ SBT và các doanh nghiệp trong nước đẩy mạnh sản xuất đường.

Tỷ lệ chi phí SG&A/Doanh thu thuần

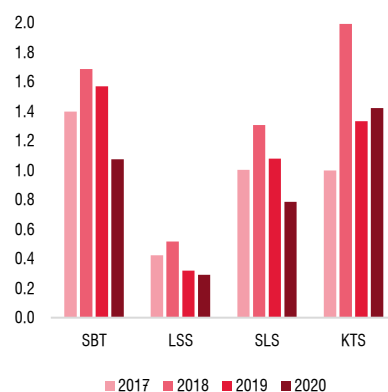


Biên LN thuần



*Đã loại bỏ các khoản thu nhập tài chính bất thường

Tỷ lệ nợ vay/VCSH



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Nguồn: VSSA, ITC, SSI Research

Nguồn: Fiiipro, SSI Research

- **Rủi ro:** (1) Giá đường thế giới giảm do dịch bệnh Covid tiếp tục kéo dài (2) Rủi ro từ đầu tư vào cổ phiếu GEG (tính đến cuối năm 2020, SBT hiện đang nắm giữ 38,3 triệu cổ phiếu GEG với giá vốn trung bình 16.646 đồng/cổ phiếu).
- **Định giá:** Hiện tại cổ phiếu SBT đang được giao dịch ở mức TTM P/E là 26,5x và 2020P P/E là 27,3x (giá định SBT đạt kế hoạch LNTT năm 2020 và thuế suất thuế TNDN là 20%), cao hơn so với mức trung bình giai đoạn 2015-2017 nhưng thấp hơn so với mức trung bình giai đoạn 2018-2020. Chúng tôi lưu ý rằng trước năm 2017, SBT chưa thực hiện sáp nhập BHS và chỉ chiếm 16% thị phần nội địa, và giai đoạn 2018-2020 là thời điểm khó khăn chung của ngành, đồng thời SBT ghi nhận mức lợi nhuận rất thấp trong giai đoạn này.

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (QNS: UPCOM): Mảng đường phục hồi dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận năm 2021

- Giá mục tiêu: 50.600 đồng/cp; Giá hiện tại: 42.500 đồng/cp
- KQKD 2020

(tỷ đồng)	2020	2019	YoY	% Kế hoạch	Biên lợi nhuận	
					2020	2019
Doanh thu thuần	6,489	7,681	-15.5%	77.2%		
LN gộp	2,047	2,456	-16.7%		31.5%	32.0%
LN hoạt động	1,229	1,517	-19.0%		18.9%	19.8%
EBIT	1,333	1,620	-17.7%		20.5%	21.1%
EBITDA	1,804	2,099	-14.0%		27.8%	27.3%
LNTT	1,262	1,543	-18.2%		19.5%	20.1%
LNST	1,050	1,292	-18.7%	115.0%	16.2%	16.8%
LNST cho cổ đông cty mẹ	1,050	1,050	0.0%		16.2%	13.7%

Nguồn: QNS

- ✓ Năm 2020, QNS đạt 6,5 nghìn tỷ đồng doanh thu (-15,5% YoY) và 1,05 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-18,7% YoY).
- ✓ Mảng sữa đậu nành: Doanh thu đạt 3,88 nghìn tỷ đồng doanh thu, giảm 9% so với năm 2019 do sản lượng tiêu thụ bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức 44,4%, tương đương mức năm 2019.
- ✓ Mảng đường: sản lượng đường đạt 86 nghìn tấn, giảm 39% YoY trong khi giá bán trung bình tăng khoảng 11%. Doanh thu đạt 994 tỷ đồng, giảm 33% YoY. Tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức chỉ 3,1%, so với mức 10,4% năm 2019. Mảng đường đạt LNTT chỉ 5 tỷ đồng, so với mức 92,5 tỷ đồng năm 2019.
- ✓ Mảng điện sinh khối đạt doanh thu là 108 tỷ đồng và lỗ gần 40 tỷ đồng năm 2020. Tổng sản lượng điện là 84 triệu kWh.
- ✓ Các mảng thực phẩm đồ uống khác (bia, nước khoáng, bánh kẹo) có sản lượng sụt giảm từ 4-12%, trong đó bia chỉ giảm khoảng 4%, là mức khá đáng khích lệ so với các doanh nghiệp bia khác.
- ✓ Chi phí SG&A giảm 11% năm 2020 do QNS không chi nhiều cho các hoạt động tiếp thị trong nước trong bối cảnh Covid-19 và cũng không tung sản phẩm mới trong năm.

Triển vọng 2021:

QNS như thường lệ đặt mục tiêu khá thận trọng, với doanh thu 8 nghìn tỷ đồng (+17% YoY) và lợi nhuận sau thuế ở mức 913 tỷ đồng (-12% YoY). Chúng tôi gần đây đã có cuộc trao đổi với lãnh đạo công ty và có một số điểm chính đáng chú ý như sau:

- ✓ Doanh thu sữa sẽ có thể phục hồi về mức như năm 2019, ban lãnh đạo đề ra kế hoạch tăng 18-20% về sản lượng. Sản phẩm mới dự kiến sẽ được tung ra vào khoảng quý 2 trong khi công ty tích cực đẩy mạnh các thị trường xuất khẩu như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và Mỹ.
- ✓ Mảng đường: sản lượng đạt khoảng 105 nghìn tấn (+22% YoY) cho đường RS, trong khi đường RE chưa được tính đến do công ty chờ đợi thuế tự vệ áp dụng cho đường Thái Lan sẽ chính thức được áp dụng. Chúng tôi cho rằng QNS sẽ bắt đầu nhập đường thô và sản xuất đường RE từ tháng 5 khi vụ ép mía kết thúc. Đường RE sẽ được phân phối qua kênh đại lý, các khách hàng công nghiệp... Chúng tôi cũng lưu ý QNS đã nhập khẩu 25 nghìn tấn đường thô vào năm ngoái với giá rất thấp, chỉ khoảng

8.000 đồng/kg, tức là thấp hơn khoảng 40-50% so với giá hiện tại.

- ✓ Vụ mía 2020/2021, tổng sản lượng đường mía nội địa chỉ đạt khoảng 600 nghìn tấn (so với 900 nghìn tấn vụ trước), dẫn đến thiếu hụt khoảng 1,4 triệu tấn đường cho tiêu thụ nội địa. Việc áp dụng thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp với đường Thái Lan sẽ tạo môi trường cạnh tranh công bằng hơn với đường nhập giá rẻ cũng như đường lậu. Nếu thuế này được chính thức áp dụng (hiện tại mới chỉ đang áp dụng tạm thời 120 ngày), đây có thể là 1 sự kiện có tính chất bước ngoặt cho ngành đường Việt Nam, và QNS với vị trí là công ty đường lớn thứ 2 cả nước, sẽ được hưởng lợi.
- ✓ QNS đạt tăng trưởng 18% doanh thu và 20% lợi nhuận trước thuế trong 2 tháng đầu năm 2021, chủ yếu nhờ sự phục hồi mạnh của mảng đường và điện sinh khối. Sản lượng đường 2 tháng đạt 18 nghìn tấn, trong khi quý 1 năm ngoái là 17 nghìn tấn. Sản lượng sữa đậu nành giảm khoảng 2% so với cùng kỳ do dịch Covid-19 tái bùng phát vào tháng 2. Công ty kỳ vọng tiêu thụ sữa sẽ tăng lại từ tháng 3 và khi mua cao điểm đến gần (từ tháng 4).

Ước tính 2021: Chúng tôi ước tính QNS sẽ đạt 9,17 nghìn tỷ đồng doanh thu (+41,3% YoY) và 1,3 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+24% YoY) năm 2021. Chúng tôi cho rằng với nhu cầu nội địa ở mức 2,2 triệu tấn mỗi năm, QNS với vị thế là công ty đường lớn thứ 2 cả nước, sẽ không khó để chiếm lĩnh được ít nhất 10% thị phần, một khi thuế tự vệ được áp dụng. Chúng tôi cũng ước tính mảng điện biomass sẽ quay trở lại có lãi năm 2021 nhờ vào sản lượng đường tăng. Giá đường trung bình ước khoảng 15.000 đồng/kg, cao hơn 30% so với năm 2020 (so với mức giá bán hiện tại của QNS là 16.500 đồng/kg vào cuối tháng 2).

Sản lượng sữa đậu nành ước tăng 7% và giá bán trung bình tăng 2% năm 2021. Tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ chỉ đạt 40,6% (so với mức 44,4% năm 2020) do giá đậu nành và giá đường tăng mạnh. Cần lưu ý là công ty đã chốt được giá đậu nành cho một nửa nhu cầu đậu nành cho sản xuất năm 2021 ở mức giá tốt.

Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 8x cho mảng đường và điện, 13x cho các mảng FMCG khác. Theo đó, giá mục tiêu cho QNS đạt 50.600 đồng/cp, cao hơn 20% so với mức giá hiện tại. Chúng tôi lặp lại khuyến nghị KHẢ QUAN cho QNS.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715