

RONGVIET
SECURITIES



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH

6 THÁNG CUỐI NĂM



RONGVIET
SECURITIES



NGÀNH ĐƯỜNG

**GIÁ ĐƯỜNG DẪN DẮT
TĂNG TRƯỞNG**



Đào Phước Toàn – toan.dp@vdsc.com.vn



Giá đường thế giới đã chứng kiến một năm tăng trưởng đột biến nhờ:

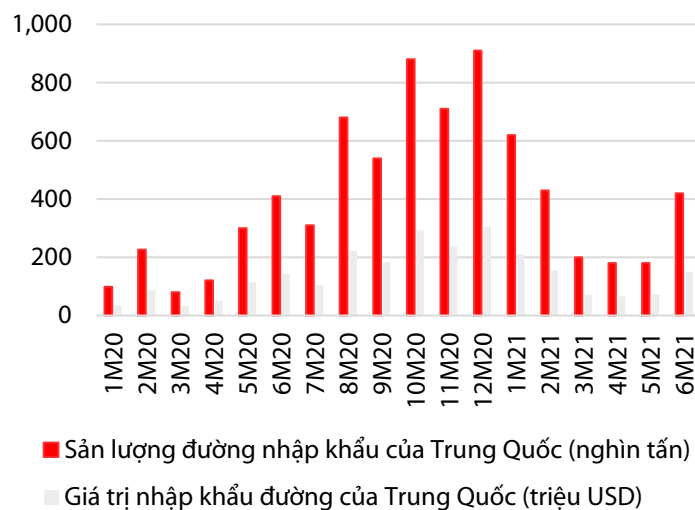
- Nhu cầu thực phẩm và đồ ăn phục hồi ở các quốc gia lớn thông qua sự kiểm soát Covid-19 tốt hơn. Trong đó, chương trình gia tăng dự trữ lương thực của Trung Quốc đã chứng kiến lượng đường nhập khẩu tăng gấp 16 lần n/n trong năm 2020 và 3 lần n/n trong 4T/21.
- Sự gián đoạn chuỗi cung ứng trong đại dịch chi phí logistics tăng cao.
- Xu hướng tăng giá đồng nội tệ so với USD của các nước xuất khẩu đường lớn (Thái Lan, Euro, Brazil).

Hình 1: Tiêu thụ đường toàn cầu



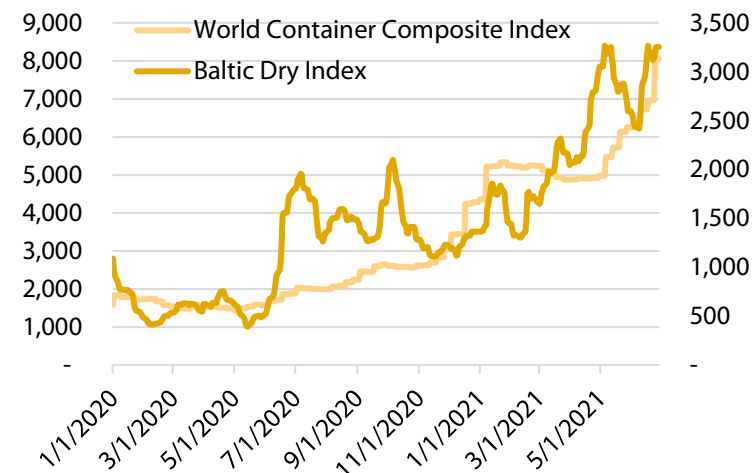
Nguồn: USDA, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Nhập khẩu đường của Trung Quốc



Nguồn: China Custom, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Chi phí logistic thế giới leo thang

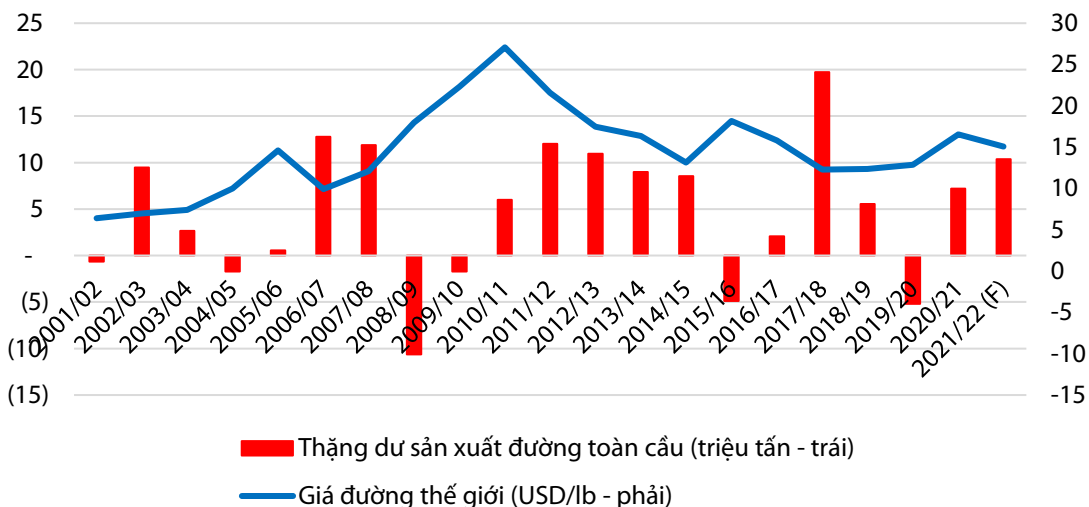


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá đường toàn cầu dự kiến tăng 30% n/n trong năm 2021. Mức tăng giá đường thế giới dự kiến vẫn ở mức cao trong 2H/21 nhưng tốc độ tăng sẽ chững lại so với 1H/21 đến từ:

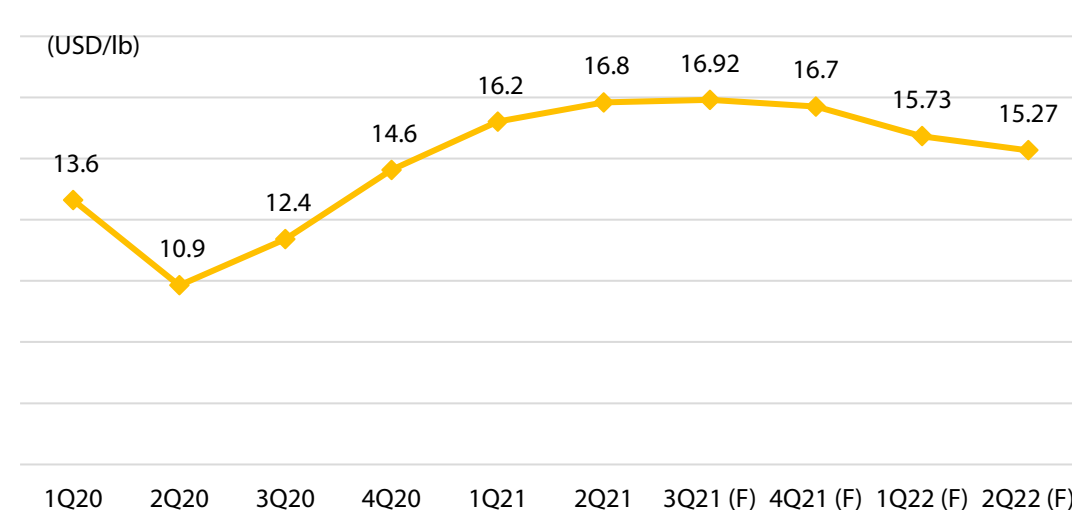
- **Ngành đường toàn cầu ước tính đạt thặng dư sản xuất 10 triệu tấn trong mùa vụ 2021/2022.** Theo USDA, sản lượng đường toàn cầu sẽ đạt 183 triệu tấn, +3% n/n trong khi tiêu thụ đường toàn cầu ước tính đạt 173 triệu tấn, +2% n/n. Hơn nữa, xuất khẩu đường toàn cầu sẽ đạt 66 triệu tấn, +3% n/n và ghi nhận thặng dư thương mại đường toàn cầu dự kiến vào khoảng 12 triệu tấn trong mùa vụ 2021/2022.
- **Chi phí logistic hạ nhiệt từ cuối năm 2021** nhờ vào sự phục hồi kinh tế toàn cầu đồng đều hơn và chương trình tiêm vắc xin đang tăng tốc trên toàn thế giới, sẽ giúp tình trạng thiếu hụt container toàn cầu và tắc nghẽn tại các cảng vận chuyển container lớn dần được giải quyết.

Hình 4: Thặng dư sản xuất đường toàn cầu và giá đường thế giới



Nguồn: USDA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá đường toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, (F): Dự phóng

Kết quả sơ bộ

Kết quả chính thức

Thuế suất

- Đường thô: 33.88%
- Đường tinh luyện: 44.88%

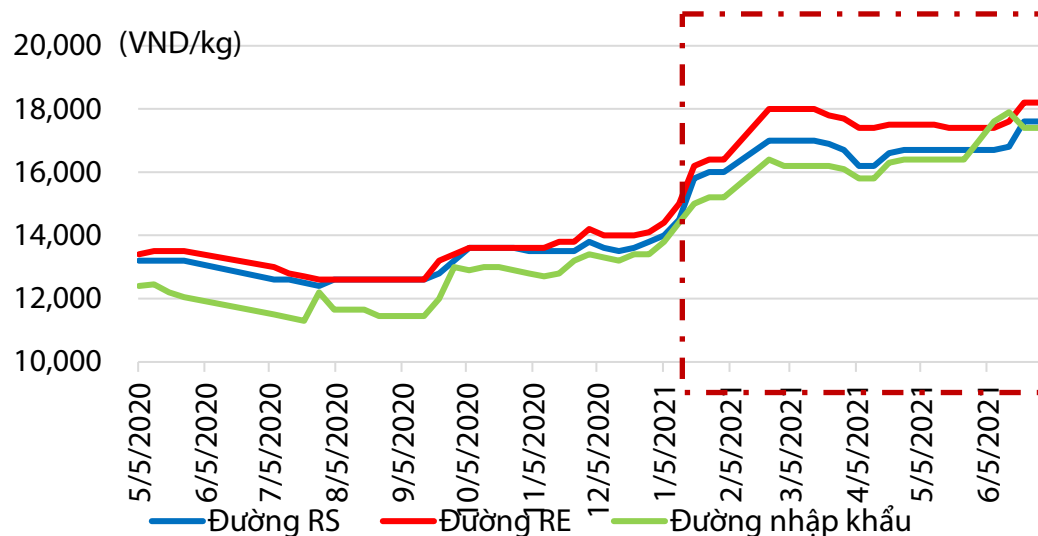
- Đường thô: 47.64%
- Đường tinh luyện: 47.64%

Thời gian hiệu lực

- 9/2/2021

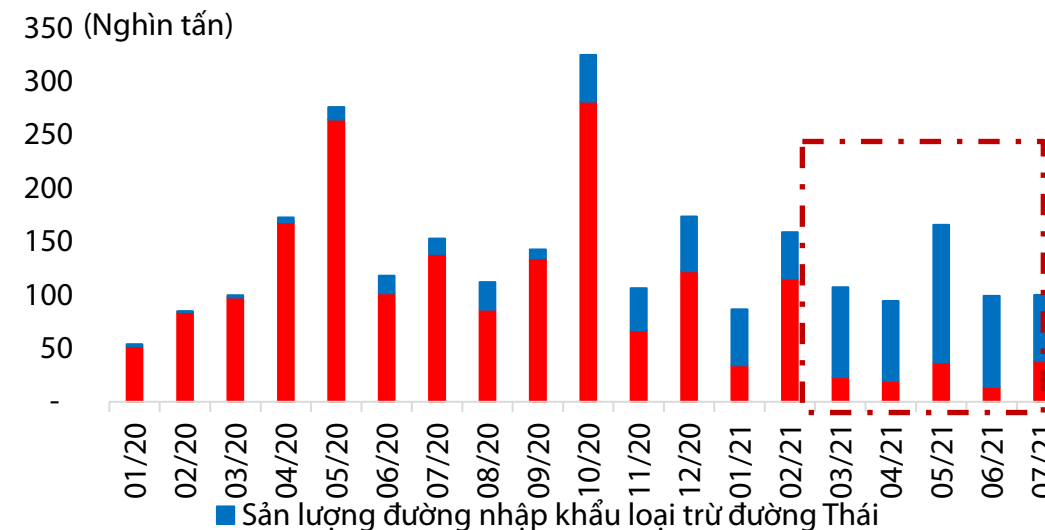
- 16/6/2021
- Có hiệu lực trong vòng 5 năm

Hình 6: Giá đường Việt Nam trong nước và giá nhập khẩu



Nguồn: VSSA, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Sản lượng đường nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: AgroMonitor, VSSA, CTCK Rồng Việt

(*) Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia, Myanmar

Tạo môi trường cạnh tranh bình đẳng giữa đường nội địa và đường Thái Lan:

- Rào cản thuế quan sẽ ngăn chặn tình trạng cạnh tranh không lành mạnh dựa trên trợ giá của đường xuất xứ từ Thái Lan.
- Giá mía trong nước đã phản ánh tích cực hơn khi gia tăng 100-200 nghìn đồng/tấn trong những tháng gần đây.
- Lượng đường 4T/21 nhập khẩu từ Thái Lan đã giảm 68% so với 4 tháng trước ngày thuế có hiệu lực (tháng 2/21).

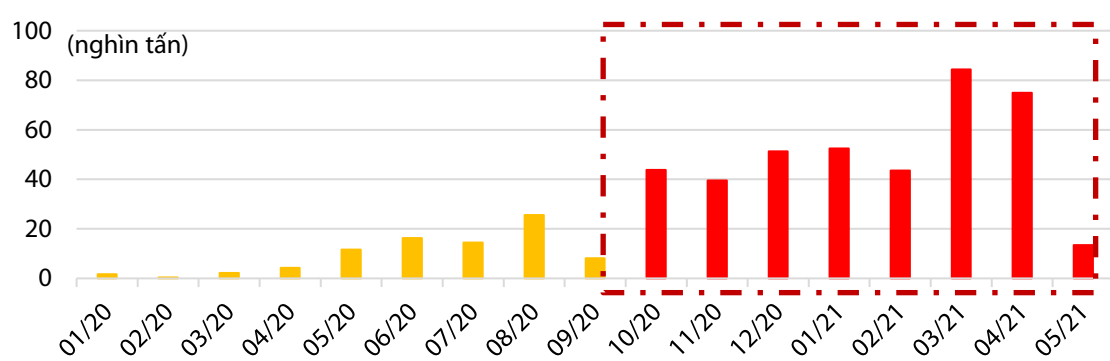
Thúc đẩy xu hướng tăng giá đường nội địa và tỷ suất lợi nhuận của nhà sản xuất đường

- Giá đường nội địa của Việt Nam vẫn đang duy trì ở mức thấp hơn 20% so với các nước ASEAN và Trung Quốc, trong khi giá thành sản xuất của nhiều nhà sản xuất đường Việt Nam đã giảm về mức giá thành của đường nhập khẩu từ Thái Lan và khu vực.

Giải pháp sắp tới sẽ tập trung vào việc hạn chế tình trạng nhập khẩu đường Thái Lan gián tiếp qua các quốc gia khác trong khu vực ASEAN.

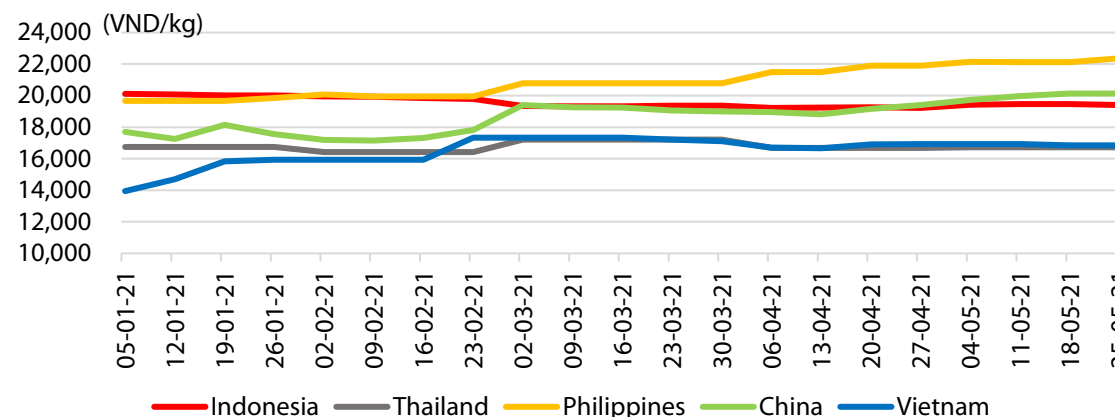
- Trong 4T/21, tổng sản lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan giảm lần lượt 40% và 68% so với giai đoạn bốn tháng trước ngày hiệu lực thuế quan sơ bộ.
- Ngược lại, sản lượng đường nhập khẩu từ các nước ASEAN không bao gồm Thái Lan (bao gồm Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia, Myanmar) đã tăng 79% n/n, đạt 255 nghìn tấn, vượt xa năng lực sản xuất đường của các quốc gia này, thể hiện khả năng đường Thái nhập khẩu vào Việt Nam gián tiếp thông qua các nước ASEAN khác trong khu vực.

Hình 8: Sản lượng đường nhập khẩu từ Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar



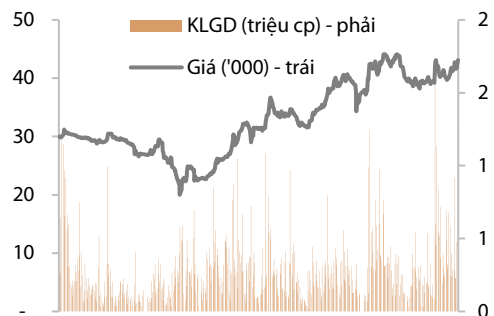
Nguồn: VSSA, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Giá đường bán lẻ nội địa theo quốc gia



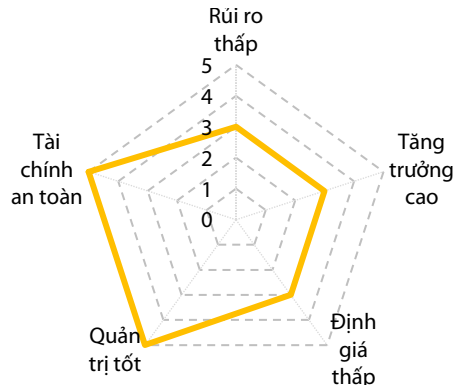
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, (F): dự phóng

<TÍCH LŨY: 19%>



<GTT: 44.270>

<GMT: 50.000>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Đồ uống & Thực phẩm
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.802
SLCPĐLH (triệu cp)	357
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	749
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	32
SH NĐTNN còn lại (%)	33
ĐB giá 52 tuần (nghìn đồng)	46,6-29,2

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu	6.490	7.416	9.276
LNST	1.053	1.232	1.540
ROA (%)	11,5	12,5	14,0
ROE (%)	15,9	17,7	20,3
EPS (đồng)	3.463	4.004	5.008
GTSS (đồng)	21.915	23.114	25.121
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.000	3.000	3.000
P/E (x) (*)	7,8	12,6	10,0
P/B (x) (*)	1,2	2,2	2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng đường dẫn dắt tăng trưởng QNS năm 2021

- Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng giá đường đến từ tác động kép của (1) xu hướng tăng giá đường toàn cầu trong năm 2021 và (2) tác động tích cực của việc áp thuế phá giá đường có xuất xứ từ Thái Lan.
- LNST năm 2021 của mảng đường ước đạt 326 tỷ đồng (14 triệu USD), nhờ tăng trưởng doanh thu 85% n/n và tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 2.102 bps n/n.
- Dựa trên trụ cột tăng trưởng từ mảng đường, QNS sẽ đạt doanh thu 7.416 tỷ đồng (321 triệu USD, +14% n/n) và 1.232 tỷ đồng LNST (53 triệu USD, +17% n/n) trong năm 2021.

Tăng trưởng kinh doanh được củng cố trong dài hạn

- Chúng tôi ước tính QNS đạt LNST kép 5 năm là 13%, dẫn dắt bởi LNST kép 5 năm của mảng sữa đậu nành và đường đạt 12% và 19%, được thúc đẩy bởi (1) nhu cầu sữa đậu nành phục hồi sau năm 2021, (2) biên lợi nhuận mảng sữa đậu nành cải thiện qua từng năm và (3) ảnh hưởng tích cực của sự kiện áp thuế đường nhập khẩu Thái Lan lên KQKD mảng đường.

Dòng tiền thuần ổn định kết hợp với tỷ suất sinh lời tích cực

- Tỷ lệ D/E trung bình đạt 27% và không có nợ dài hạn trong giai đoạn 2021-2025.
- Tạo ra dòng tiền tự do mạnh mẽ, trung bình hàng năm đạt 78 triệu USD và tỷ lệ FCF/EV đạt 16%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

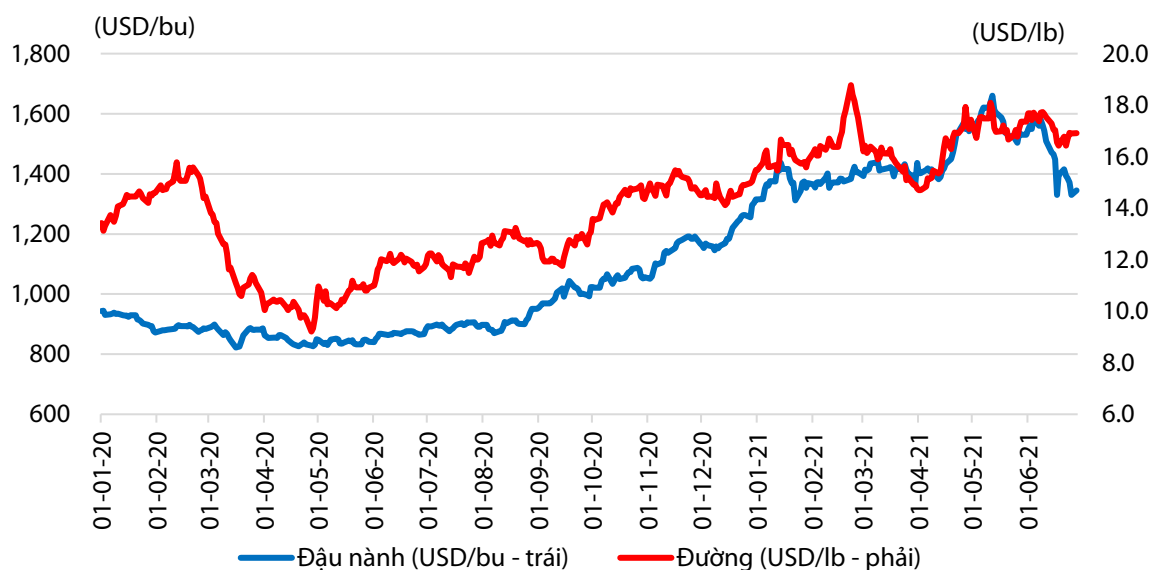
- Sự lây lan của Covid-19 nghiêm trọng hơn lo ngại sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên tiêu dùng sản phẩm F&B
- Biến động giá nông sản (giá đường và giá đậu tương)
- Năng suất mía của Việt Nam không ổn định

Bảng 1: KQKD 1H21

(Tỷ đồng VND)	1H-FY21	+/- (%) HoH	+/- (%) YoY
Doanh thu	3.670	13,3	12,9
Lợi nhuận gộp	1.040	-4,1	7,6
EBIT	563	-14,6	11,8
LNST	521	-15,3	19,3

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Giá đường và giá đậu tương



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Doanh thu 1H21 đạt 3.670 tỷ đồng (159 triệu USD, +13% n/n). LNST 1H21 là 521 tỷ đồng (23 triệu USD, +19% n/n). Hiệu quả kinh doanh ấn tượng của mảng đường đóng góp lớn cho tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận công ty trong nửa đầu năm 2021.
- Theo ước tính của chúng tôi, mức tăng trưởng của giá đường và sản lượng đường tiêu thụ trong năm 2021 lần lượt là 27% và 28% n/n, góp phần mang lại doanh thu 869 tỷ đồng (38 triệu USD, +63% n/n) cho mảng đường trong 1H21.
- Xu hướng tăng trưởng tích cực của giá bán và sản lượng tiêu thụ đã thúc đẩy lợi nhuận gộp của mảng đường đạt 144 tỷ đồng (6,2 triệu USD, gấp 41 lần n/n) và tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 17%. Theo ước tính của chúng tôi, LNST 1H21 của mảng đường rơi vào khoảng 106 tỷ đồng (5 triệu USD) và đóng góp 20% vào tổng LNST 1H21 của QNS.
- Mảng sữa đậu nành đạt doanh thu 1.907 tỷ đồng (83 triệu USD, +2% n/n) trong 1H21, chủ yếu đến từ tăng trưởng tiêu thụ sữa trong bối cảnh giá bán đi ngang n/n. Lợi nhuận gộp của mảng sữa đậu nành đạt khoảng 789 tỷ đồng (34 triệu USD, -7% n/n), bị ảnh hưởng bởi sự sụt giảm của tỷ suất lợi nhuận gộp (41%, -406 bps n/n) do giá đậu tương tăng cao trong 1H21.

Bảng 1: 2H2021 - Dự phóng KQKD

(tỷ đồng)	2H-FY21	+/- HoH	+/- YoY
Doanh thu	3.746	2,1	15,6
Lợi nhuận gộp	1.341	28,9	23,6
EBIT	828	47,0	25,6
LNST	710	36,2	15,3

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 2: QNS – Dự phóng KQKD năm 2021

(tỷ đồng)	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Doanh thu	7.681	6.490	7.416	9.276
Tăng trưởng (%)	-4,4	-15,5	14,3	25,1
Lợi nhuận gộp	2.456	2.051	2.381	2.838
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	32,0	31,6	32,1	30,6
Chi phí SG&A	1.000	888	990	1.088
Tỷ suất SG&A (%)	13,0	13,7	13,3	11,7
EBIT	1.457	1.163	1.391	1.750
Biên EBIT (%)	19,0	17,9	18,8	18,9
LNST	1.292	1.053	1.232	1.540
Biên lợi nhuận ròng(%)	16,8	16,2	16,6	16,6

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dự phóng KQKD 2H21

- Mức tăng trưởng tổng doanh thu đạt 16% nhờ vào tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ từ mảng đường (+111% n/n), trong khi tăng trưởng doanh thu của mảng sữa đậu nành ước chỉ tăng 2% n/n.
- Tổng LNST tăng khoảng 15% n/n nhờ vào sự đóng góp từ LNST của mảng đường (220 tỷ đồng, tương đương 10 triệu USD).

Dự phóng KQKD của QNS trong năm 2021

Năm 2021, QNS sẽ đạt doanh thu 7.416 tỷ đồng (321 triệu USD, +14% n/n) và 1.232 tỷ đồng LNST (53 triệu, +17% n/n):

- Tăng trưởng LNST tích cực của QNS chủ yếu nhờ vào mảng đường.** Chúng tôi ước tính LNST năm 2021 của mảng đường đạt 326 tỷ đồng (14 triệu USD) nhờ tăng trưởng doanh thu 85% n/n và biên lợi nhuận gộp mở rộng 2.102 bps n/n.
- Phân khúc sữa đậu nành có KQKD suy yếu với LNST ước giảm 13% n/n,** đến từ giá bán bình quân giảm 3% (chủ yếu trong 2H21) trong bối cảnh Covid-19 bùng phát trở lại, nâng cao chi phí khuyến mãi cho mảng sữa đậu nành sau đại dịch và giá nguyên liệu đầu vào gia tăng làm thu hẹp biên lợi nhuận sữa đậu nành.

Bảng 3: Mảng sữa đậu nành FY2021 - Dự phóng KQKD

(tỷ đồng)	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Doanh thu	4.266	3.875	3.947	4.351
Lợi nhuận gộp	1.914	1.709	1.619	1.824
Tỷ suất lợi nhuận gộp	44,9	44,1	41,0	41,9
EBIT	1.130	997	873	1.024
Biên EBIT	26,5	25,7	22,1	23,5
LNST	979	873	765	889

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Mảng đường FY2021 - Dự phóng KQKD

(tỷ đồng)	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Doanh thu	1.486	994	1.840	3.301
Lợi nhuận gộp	155	32	445	697
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,4	3,2	24,2	21,1
EBIT	113	-4	400	615
Biên EBIT	7,6	-0,4	21,7	18,6
LNST	91	-9	326	499

Nguồn: CTCK Rồng Việt

FY2021 – Mảng sữa đậu nành

- Kỳ vọng sản lượng tăng trưởng 5% n/n trong khi giá bán trung bình suy giảm trong bối cảnh Covid-19 bùng phát trở lại
- Việc tăng giá đường và giá đậu tương đầu vào sẽ co hẹp biên lợi nhuận sữa đậu nành của QNS trong năm 2021.
- Triển vọng dài hạn của các sản phẩm sữa đậu nành của QNS được củng cố, đến từ:
 - Nhu cầu sản phẩm sữa phục hồi nhờ đẩy mạnh chương trình tiêm vắc xin trên toàn quốc giúp kiểm soát đại dịch tốt hơn.
 - Khả năng giành thị phần của phân khúc sữa đậu nành có thương hiệu, hiện chiếm gần 55% tổng giá trị bán lẻ sữa đậu nành của Việt Nam. QNS có vị trí thống lĩnh về sữa đậu nành mang thương hiệu tại Việt Nam với 89% thị phần.
 - Chiến lược gia tăng các sản phẩm sữa mới, hỗ trợ nâng cao giá bán sản phẩm và mở rộng thị phần sữa đậu nành.

FY2021 – Mảng đường

- Giá đường năm 2021 tăng 32% n/n, đến từ tác động tích cực của xu hướng tăng giá đường toàn cầu và biện pháp áp thuế đối với đường có xuất xứ từ Thái Lan.
- Sản lượng tiêu thụ năm 2021 tăng 41% n/n do sản lượng đường RS phục hồi 30% n/n từ mức cơ sở thấp của năm 2020, trong khi sản lượng đường RE sẽ đóng góp sản lượng tiêu thụ khoảng 10.000 tấn trong 2H21.

Bảng 5: Tóm tắt định giá

FCFE		SoTP (tỷ đồng)		
Lãi suất phi rủi ro	1,1%	Phân khúc kinh doanh	Phương pháp	Định giá
Lợi nhuận thị trường	15,8%	Sữa đậu nành	P/E 13.4x	34.157
Beta	1,2	Đường	P/E 7.1x	7.745
Phần bù rủi ro (giao dịch trên UPCoM)	3,0%	Điện sinh khối	FCFE	2.553
Chi phí vốn cổ phần	15,8%	Khác (bia, nước khoáng)	P/E 8.4x	5.194
Định giá (đồng)	50.903	Định giá (đồng)		49.649
Giá mục tiêu, đồng (50% FCFE, 50% SoTP)				50.000

Nguồn: CTCK Rồng Việt

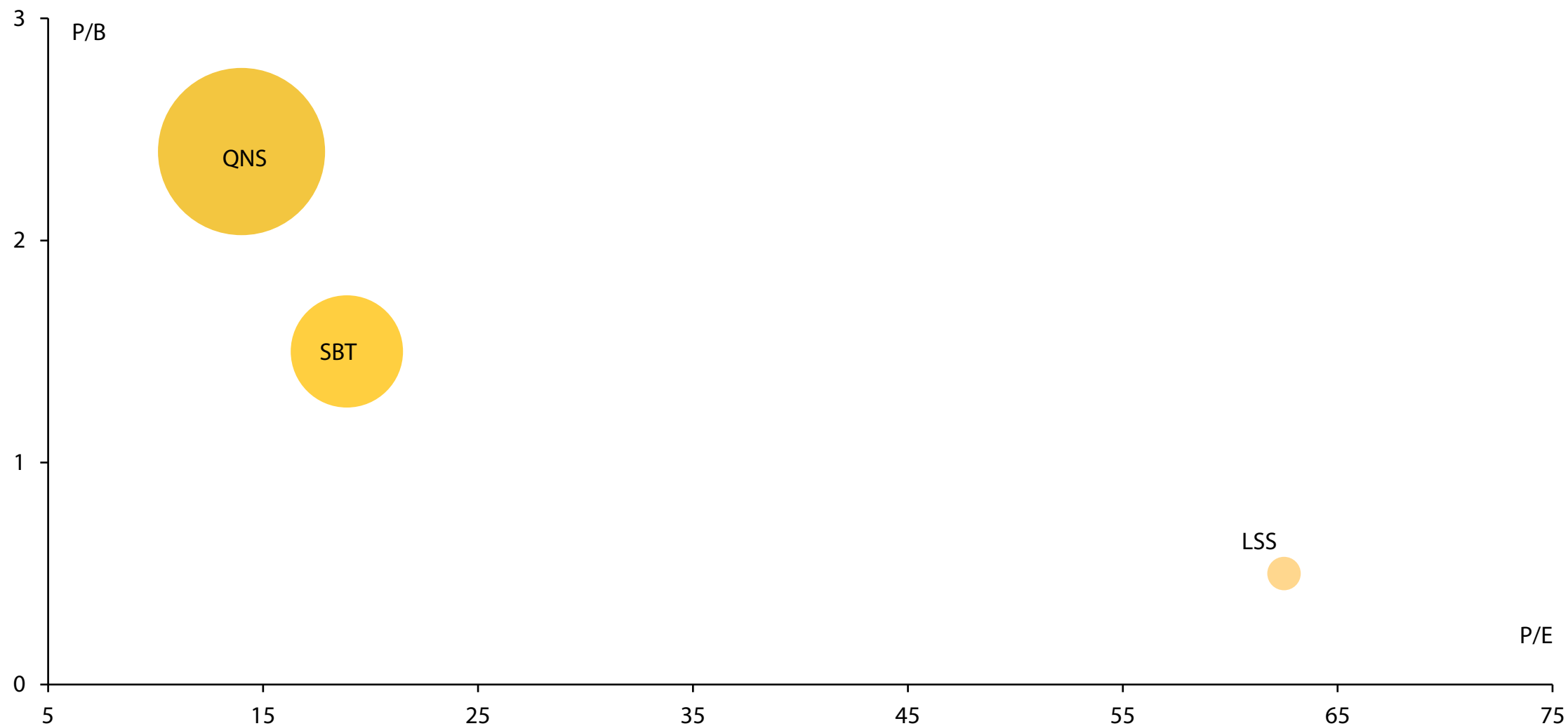
Năm 2021, hoạt động kinh doanh khả quan từ ngành đường sẽ dẫn dắt tăng trưởng LNST hợp nhất của công ty và bù đắp cho sự suy yếu từ mảng sữa đậu nành. Sang năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục rõ ràng hơn của nhu cầu tiêu dùng sản phẩm sữa, và giá nông sản dẫn hạ nhiệt sẽ hỗ trợ lợi nhuận của ngành hàng sữa đậu nành.

Chúng tôi ước tính QNS sẽ đạt LNST bình quân 5 năm ước tính 13% và FCF/EV 16% trong giai đoạn 2021-2025, dẫn dắt bởi LNST kép 5 năm của mảng sữa đậu nành và đường đạt 12% và 19%. Động lực đến từ (1) nhu cầu sữa đậu nành phục hồi sau năm 2021, (2) tỷ suất lợi nhuận của sữa đậu nành cải thiện qua từng năm và (3) tác động tích cực từ sự kiện áp thuế đường nhập khẩu Thái Lan.

Dựa trên kết hợp định giá 50%: 50% của DCF và SoTP, chúng tôi định giá cổ phiếu QNS là **50.000 đồng**. Vì giá cổ phiếu đã tăng trưởng 10% trong một tháng kể từ khuyến nghị mua gần nhất, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu QNS với tổng mức sinh lời kỳ vọng 19%, bao gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt 7%.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng Doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E hiện tại (lần)	P/B hiện tại (lần)
QNS	15.802	50.000	0,8	-6,7	24,3	17,6	-5,2	16,4	12,5	17,5	7,0	14,0	2,4
SBT	12.073	N/A	15,1	42,5	10,5	7,7	73,9	4,3	3,2	7,9	2,3	18,9	1,5
LSS	694	N/A	-13,6	N/A	0,0	0,0	-41,1	0,0	0,0	0,0	7,0	62,4	0,5

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ vòng tròn tương ứng với ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

RONGVIET
SECURITIES



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

vdsc.com.vn



Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

Nguyễn Anh Vũ
Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)
M: vu.na@vdsc.com.vn