

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

Chuyên viên phân tích

Email: ngocdb@fpts.com.vn

Tel: (8424) – 3773 7070 - Ext : 4312

 Giá hiện tại: **29.500**
 Giá mục tiêu: **38.600**
 Tăng/giảm: **+31%**
KHUYẾN NGHỊ
MUA
Diễn biến giá cổ phiếu QNS và VNINDEX

ĐA DẠNG HÓA CÁC SẢN PHẨM KINH DOANH, THỂ MẠNH Ở MẢNG SỮA ĐẬU NÀNH

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu QNS – CTCP Đường Quảng Ngãi, niêm yết trên sàn UPCoM. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu QNS là **38.600 đồng/cp**, cao hơn 31% so với mức giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu QNS cho mục tiêu trung và dài hạn ([chi tiết](#)).

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2019 của QNS đạt khoảng 8.689 tỷ đồng (+8,2% yoy). Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh giảm nhẹ, đạt 1.280 tỷ đồng (-5% yoy). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 1.130 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS đạt 3.166 đồng/cp ([chi tiết](#)).

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

► **Dẫn đầu thị phần sữa đậu nành hộp giấy, còn nhiều dư địa tăng trưởng ([chi tiết](#))**

Mảng sữa đậu nành chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu và lợi nhuận của QNS. Động lực tăng trưởng mảng sữa đến từ các sản phẩm mới với giá trị gia tăng cao cùng với nhu cầu sữa đậu nành tại Việt Nam được kỳ vọng tăng 10,5% giai đoạn 2019 – 2024F.

► **Cải thiện năng lực cạnh tranh mảng đường và triển vọng phát triển năng lượng sinh khối ([chi tiết](#))**

QNS sở hữu nhà máy đường – điện sinh khối An Khê với quy mô sản xuất lớn, hiệu quả cao, tận dụng lợi thế chuỗi giá trị phụ trợ lẫn nhau. Triển vọng đến từ sản xuất đường tinh luyện RE với giá bán cao và tận dụng nguồn đường thô giá rẻ sau hội nhập.

RỦI RO ĐẦU TƯ

► **Rủi ro biến động giá nguyên liệu đậu nành và giá bán 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 đến vùng nguyên liệu mía**
 Hiện tượng El Nino năm 2019 tác động tiêu cực tới vùng nguyên liệu, ảnh hưởng tới kết quả sản xuất đường – điện của QNS.

► **Rủi ro pha loãng**
 QNS có lịch sử phát hành cổ phiếu cho người lao động (ESOP) khá dày đặc với giá phát hành thấp hơn ~35% giá thị trường, khó tránh khỏi rủi ro pha loãng cổ phiếu ([chi tiết](#)).

► **Chính sách hỗ trợ mảng đường – điện của Chính phủ**
 Chính sách phòng vệ cho ngành đường sau hội nhập và giá mua điện sinh khối của Chính phủ.

Chi tiết về ngành đường Việt Nam xem thêm tại [Báo cáo ngành Đường – T07/2019](#)

Thông tin giao dịch (13/12/2019)

Giá hiện tại (đồng/cp)	29.500
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	44.568
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	28.280
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	356,9
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	351,1
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	235.455
% sở hữu nước ngoài	0%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	10.352
P/E trailing 12 tháng (lần)	8,6x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	3.430

Tổng quan doanh nghiệp

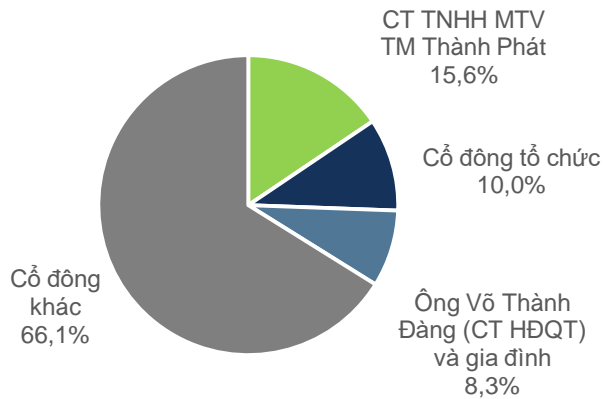
Tên	CTCP Đường Quảng Ngãi
Địa chỉ	Số 02 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi, Tỉnh Quảng Ngãi
Doanh thu chính	Chế biến và kinh doanh sữa đậu nành, đường, bánh kẹo và các loại thực phẩm khác
Chi phí chính	Đậu nành nguyên liệu, mía nguyên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Thương hiệu lâu năm, dẫn đầu thị phần sữa đậu 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

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

CTCP Đường Quảng Ngãi (mã cổ phiếu: QNS) tiền thân là Công ty Đường Quảng Ngãi thuộc Bộ NN&PTNT, hoạt động trong lĩnh vực sản xuất thực phẩm và đồ uống, được thành lập từ những năm 70 của thế kỷ 20. Năm 2005, doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa, trở thành CTCP Đường Quảng Ngãi. Tháng 12/2016, cổ phiếu QNS của Công ty được giao dịch tại sàn GDCK UPCoM.

Qua quá trình phát triển, hiện nay QNS đã trở thành một trong những doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh thực phẩm lớn, dẫn đầu lĩnh vực sản xuất sữa đậu nành và đứng thứ hai về sản xuất đường.

Cơ cấu cổ đông (ngày 13/12/2019)



Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông của QNS gồm 03 nhóm cổ đông chính nắm giữ khoảng 34% cổ phần QNS, bao gồm:

(1) Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát, công ty con 100% vốn của QNS, sở hữu 15,6% cổ phần của doanh nghiệp. Số cổ phần này được coi là cổ phiếu quỹ của QNS.

(2) Các cổ đông tổ chức và quỹ đầu tư nắm giữ ~10% cổ phần.

(3) Ông Võ Thành Đàng (Chủ tịch HĐQT) và gia đình sở hữu 8,3% cổ phần QNS

Các cổ đông khác của QNS nắm giữ khoảng 66,1% cổ phần. Trong đó, một số cổ đông nội bộ (TV HĐQT, TV Ban lãnh đạo, TV BKS) nắm giữ gần 4%.

Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

Nguồn: QNS

NM: Nhà máy

NMĐ: Nhà máy đường

NMS: Nhà máy sữa



Sản xuất đường - điện	Sản xuất sữa đậu nành	Sản xuất sản phẩm khác	Thương mại
NMĐ An Khê	NMS Vinasoy Quảng Ngãi	NM Bia Dung Quất	Công ty TNHH MTV TM Thành Phát
NMĐ Phổ Phong	NMS Vinasoy Bắc Ninh	NM Nước khoáng Thạch Bích	
NM điện sinh khối An Khê	NMS Vinasoy Bình Dương	NM Bánh kẹo Biscafun	
	TT nghiên cứu ứng dụng đậu nành	NM Nha Quảng Ngãi	

Mảng sữa đậu nành Vinasoy: QNS sở hữu 03 nhà máy sữa (NMS) tại Bắc Ninh, Quảng Ngãi và Bình Dương với tổng công suất thiết kế đạt 395 triệu lít sữa/năm. Đặc biệt, Vinasoy sở hữu Trung tâm nghiên cứu ứng dụng đậu nành với hơn 1.500 nguồn giống đậu nành phù hợp với thổ nhưỡng tại Việt Nam, đem lại năng suất cao.

Mảng đường – điện: QNS sở hữu 02 nhà máy đường (NMD) An Khê (Gia Lai) và Phở Phong (Quảng Ngãi). NMD An Khê là NMD có công suất ép mía lớn nhất cả nước với công suất đạt 18.000 tấn mía/ngày (TMN). Tổng công suất ép mía từ 02 NMD của QNS đạt 20.200 TMN, cung cấp khoảng 200.000 tấn đường/năm (13% sản lượng đường cả nước, đứng thứ 2 toàn quốc). Trong năm 2018, QNS đã hoàn thành xây dựng nhà máy điện sinh khối An Khê sử dụng năng lượng đốt từ bã mía, với tổng mức đầu tư khoảng 2.000 tỷ đồng, công suất thiết kế là 95MW điện (~27% năng lực sản xuất điện từ bã mía tại Việt Nam).

Các mảng kinh doanh khác:

Nhà máy bánh kẹo BISCAFUN: công suất 11.400 tấn bánh kẹo/năm.

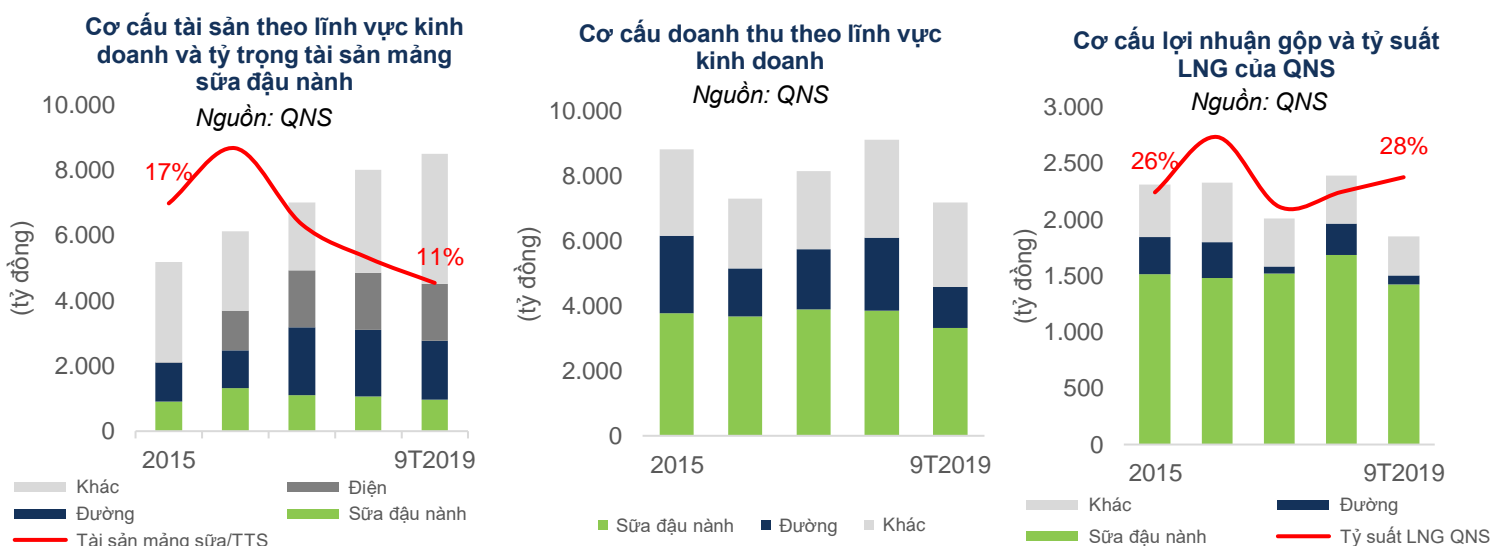
Nhà máy nước khoáng Thạch Bích: công suất 150 triệu lít/năm.

Nhà máy bia Dung Quất: công suất 100 triệu lít/năm.

Danh mục sản phẩm của QNS



Mảng sữa đậu nành đem lại doanh thu và lợi nhuận chính



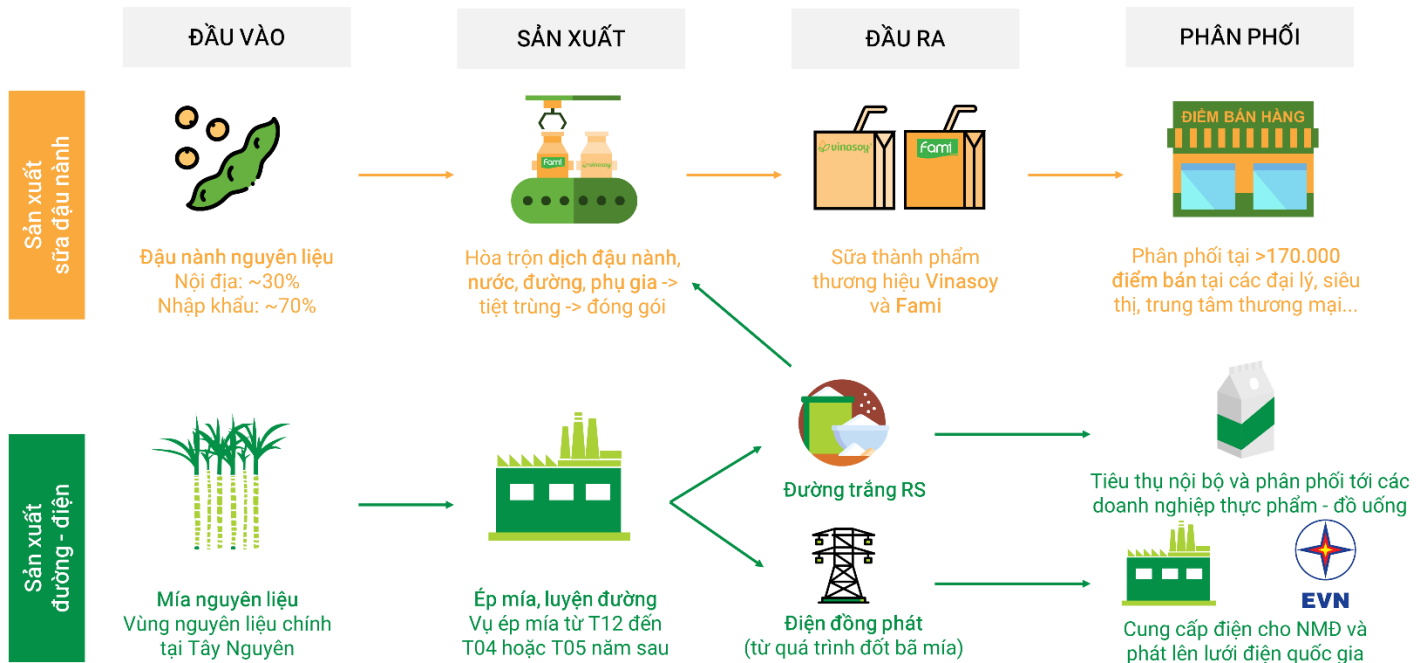
Mảng kinh doanh sữa đậu nành là cấu phần quan trọng nhất trong doanh thu và lợi nhuận của QNS. Năm 2018, doanh thu thuần của QNS đạt 8.073 tỷ đồng (+5,2% yoy), lợi nhuận gộp đạt 2.294 tỷ đồng (+15% yoy). Trong đó, mảng sữa đậu nành đóng góp 42,3% cơ cấu doanh thu và 71% cơ cấu lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Mặc dù chỉ chiếm dưới 15% cơ cấu tài sản của QNS, đây là mảng có kết quả hoạt động sản xuất và kinh doanh hiệu quả nhất của QNS trong những năm qua.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Lợi thế phát triển chuỗi giá trị phụ trợ lẫn nhau

QNS sở hữu những thương hiệu thực phẩm – đồ uống lớn như sữa đậu nành Vinasoy (thương hiệu Vinasoy, Fami), bánh kẹo Biscafun, là những mảng kinh doanh có sử dụng đường là nguyên liệu đầu vào trong quá trình sản xuất. Do đó, sản xuất nội bộ có thể hỗ trợ đầu ra của mảng đường. Ngoài ra, QNS còn sở hữu nhà máy điện sinh khối An Khê sử dụng bã mía là nhiên liệu chính cho quá trình phát điện. Việc sở hữu các nhà máy có công suất lớn với các mảng kinh doanh liên kết nhau giúp cho QNS có được lợi thế kinh tế theo quy mô và khả năng đa dạng hóa các sản phẩm của doanh nghiệp.

Chuỗi giá trị các mảng kinh doanh chính của QNS



Nguồn: FPTS Tổng hợp

► **Sản xuất sữa đậu nành:** Đậu nành nguyên liệu của NMS Vinasoy chủ yếu là đậu nành nhập khẩu từ Canada (chiếm khoảng 70%), còn lại là đậu nành thu mua trong nước (~30%) tại các tỉnh miền Trung như Quảng Ngãi và khu vực Tây Nguyên. Đậu nành khu vực miền Trung thường được thu hoạch vào tháng 03 – 04, khu vực Tây Nguyên vào tháng 07 – 08 hàng năm. Tới năm 2018, vùng nguyên liệu đậu nành trong nước của QNS đạt khoảng 5.000 ha (~4,8% diện tích đậu nành cả nước), trong đó chỉ có 200 ha được đầu tư, ứng dụng công nghệ cao và sử dụng giống do QNS phát triển. Sau khi thu hoạch và chọn lựa, đậu nành được đưa vào chế biến, hòa trộn cùng các thành phần khác trong quá trình sản xuất. Sữa đậu nành Vinasoy của QNS được sản xuất và đóng gói dưới dạng sữa tiệt trùng UHT (sữa uống liền, bảo quản 06 tháng) ([Quy trình sản xuất sữa đậu nành Vinasoy](#)). Mỗi năm, QNS cung cấp ra thị trường hơn 01 tỷ đơn vị sản phẩm, tương ứng gần 300 triệu lít sữa đậu nành.

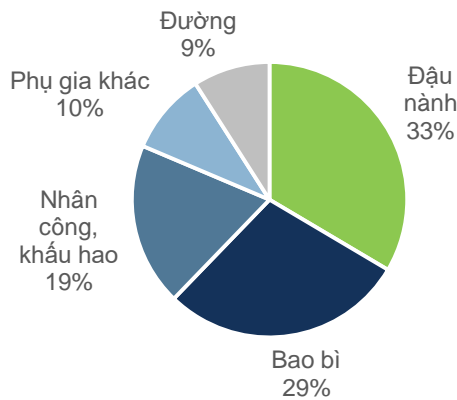
► **Sản xuất đường – điện:** Mía nguyên liệu là đầu vào của quá trình sản xuất đường từ mía, được cung cấp từ vùng nguyên liệu (VNL) tự chủ của nhà máy và mía thu mua từ nông dân. Năm 2018, diện tích vùng nguyên liệu của QNS đạt gần 30.000 ha (~12% VNL toàn quốc), tập trung tại tỉnh Gia Lai và Quảng Ngãi, cung cấp khoảng 02 triệu tấn mía cho QNS mỗi năm. QNS có tổng công suất ép mía đạt 20.200 TMN (~13% công suất cả nước), là doanh nghiệp mía đường quy mô lớn thứ 02 tại Việt Nam. Năm 2018, giá mua mía tại nhà máy của QNS ở mức khoảng 900 đồng/kg mía, chiếm trên 70% chi phí sản xuất đường. Thời gian còn lại trong năm là giai đoạn tiêu thụ đường và phát triển vùng nguyên liệu cho vụ mía tiếp theo. Sản phẩm đường của QNS là đường kính trắng RS dùng trong chế biến thực phẩm và tiêu dùng hàng ngày, được phân phối tới các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm – đồ uống vừa và nhỏ. Năm 2019, QNS đã cơ bản hoàn thành và đang trong giai đoạn chạy thử dây chuyền đường tinh luyện RE (1.000 tấn/ngày) với chất lượng và giá bán cao, đáp ứng được đầu vào cho những mặt hàng yêu cầu khắt khe như nước ngọt có gas, bánh kẹo cao cấp. Trong công nghệ sản xuất có sử dụng lò hơi dùng nhiên liệu đốt là bã mía để phát điện cho nhà máy và phát lên lưới điện quốc gia.

2. Màng sữa: Sản phẩm chủ lực với biên lợi nhuận cao, dẫn đầu thị phần sữa đậu nành hộp giấy

2.1. Biên lợi nhuận cao nhờ hưởng lợi từ diễn biến giảm giá đậu nành thế giới giai đoạn 2012 - 2018

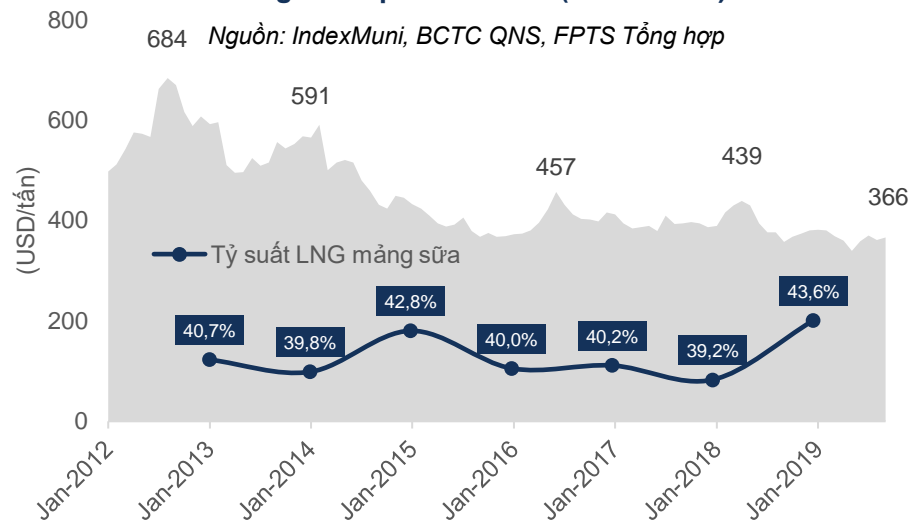
Năm 2018, vùng nguyên liệu đậu nành trong nước của QNS đạt khoảng 5.000 ha (~4,8% diện tích đậu nành cả nước), cung cấp cho QNS khoảng 8.000 tấn đậu nành, chỉ đáp ứng được khoảng 30% nhu cầu sản xuất của doanh nghiệp. Do đó, QNS bổ sung nguồn đậu nành sản xuất bằng nguyên liệu nhập khẩu từ Canada. Chi phí đậu nành nguyên liệu chiếm khoảng 33% chi phí sản xuất sữa đậu nành của QNS.

Cơ cấu chi phí sản xuất sữa đậu nành QNS (2018)



Nguồn: QNS

Biến động giá đậu nành thế giới và tỷ suất LNG màng sữa đậu nành QNS (2012 - 2018)



Giai đoạn 2012 – 2018, QNS hưởng lợi từ diễn biến giảm giá đậu nành nguyên liệu, tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức trung bình ~40%. Năm 2018, tỷ suất lợi nhuận gộp của QNS ở mức 43,6%, mức cao nhất trong 07 năm trở lại đây, khi giá đậu nành thế giới giảm hơn 13% từ 439 USD/tấn (tháng 4/2018) còn 381 USD/tấn (tháng 12/2018) do:

(i) Diễn biến khó lường từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc (hai quốc gia có ảnh hưởng lớn đến thị trường đậu nành thế giới. Mỹ: #1 sản xuất, Trung Quốc: #1 nhập khẩu và tiêu thụ năm 2018. Trung Quốc là đối tác nhập khẩu đậu nành lớn nhất của Mỹ trong niên vụ 2017/18).

(ii) Dịch tả lợn Châu Phi bùng phát tại Châu Á, nhu cầu thức ăn chăn nuôi với thành phần là đậu nành giảm mạnh.

[Phu lục: Tổng quan thị trường đậu nành thế giới](#)

[Phu lục: Biến động giá đậu nành thế giới](#)

Theo chia sẻ của QNS, bên cạnh nguyên liệu đậu nành thu mua từ các hộ nông dân, QNS đã đầu tư hơn 200 ha đậu nành ứng dụng công nghệ cao trong sản xuất, có năng suất cao từ 2,8 - 3 tấn/ha (cao hơn ~75% so với năng suất đậu nành trung bình tại Việt Nam). Trong năm 2019/20, QNS định hướng phát triển vùng nguyên liệu đầu tư lên 500 ha (+150%) và tiếp tục đầu tư phát triển vùng nguyên liệu tự chủ.

Theo đánh giá của chúng tôi, mặc dù giá đậu nành trong nước cao hơn giá nhập khẩu từ 20% đến 35% (theo nghiên cứu của Viện Khoa học Kỹ thuật Nông nghiệp Miền Nam), việc phát triển vùng nguyên liệu đậu nành đầu tư của QNS sẽ giúp doanh nghiệp kiểm soát và phát triển được nguồn giống đậu nành, đảm bảo độ tươi mới của đậu nành nguyên liệu, tiết giảm chi phí vận chuyển. Bên cạnh đó, doanh nghiệp kỳ vọng đẩy mạnh các sản phẩm sữa đậu nành với hàm lượng dinh dưỡng cao từ nguồn gen do chính QNS nghiên cứu và phát triển, nâng cao giá trị gia tăng và lợi nhuận cho doanh nghiệp.

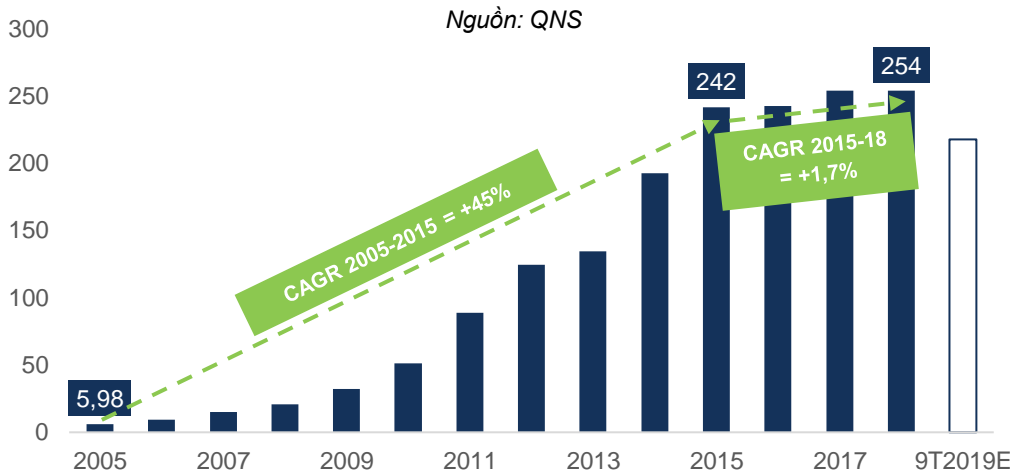
[Phu lục: Tình hình sản xuất và tiêu thụ đậu nành Việt Nam](#)

2.2. Dẫn đầu thị phần sữa đậu nành hộp giấy, áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm thay thế

(1) Năng lực sản xuất lớn, động lực tăng trưởng đến từ các sản phẩm mới

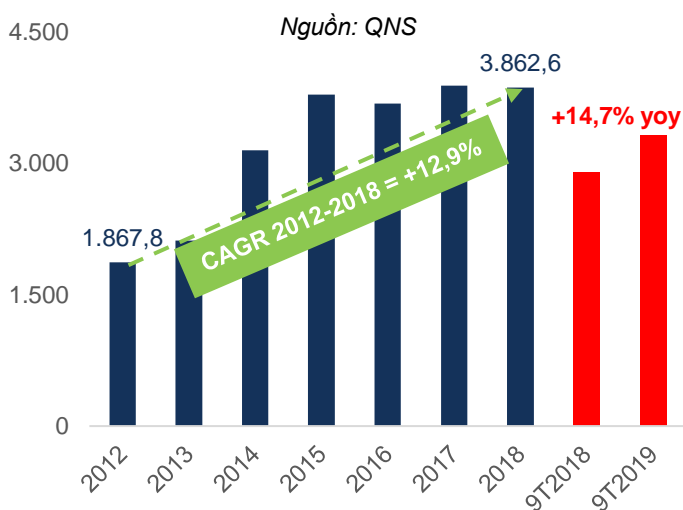
QNS hiện sở hữu 03 nhà máy sữa (NMS) với tổng công suất thiết kế đạt 395 triệu lít/năm, là NMS đậu nành lớn nhất Việt Nam. Các NMS của QNS được đặt tại các tỉnh Bắc Ninh (180 triệu lít), Quảng Ngãi (125 triệu lít) và Bình Dương (90 triệu lít), thuận tiện cung ứng sữa cho 3 miền đất nước. Trong đó, NMS Bình Dương hiện mới chỉ hoàn thành giai đoạn 1. Trong tương lai, QNS dự kiến nâng công suất tại NMS Bình Dương lên 180 triệu lít sữa/năm, nâng tổng công suất lên hơn 480 triệu lít (+23%).

Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS (triệu lít)



Các hoạt động nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới là động lực then chốt và cần thiết để thúc đẩy doanh thu của doanh nghiệp. Giai đoạn 2005 – 2015, QNS đạt mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành ấn tượng với gần 45% khi liên tục ra mắt các sản phẩm mới hướng tới nhu cầu tiêu thụ đa dạng của khách hàng như Fami nguyên chất (1997), Vinasoy (2012), Vinasoy mè đen (2012), Fami Canxi (2013), Fami Kid (2014), Soy Men (2015). Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng sụt giảm đáng kể từ 2015 – 2018 do (i) Tốc độ ra mắt các sản phẩm mới chậm, (ii) một số sản phẩm thị trường ngách như Soy Men (dành cho nam giới) không thành công như kỳ vọng.

Doanh thu sữa đậu nành theo năm (tỷ đồng)



Quý 4/2018, QNS tung ra thị trường sản phẩm Fami Go - Bữa sáng đủ chất và tiện lợi, đây là sản phẩm cao cấp hơn của QNS so với các sản phẩm truyền thống khác, với giá bán cao hơn các sản phẩm còn lại khoảng 25%.

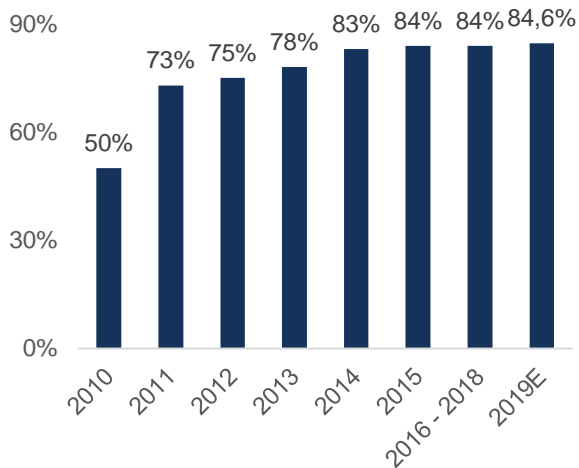
Sau 9 tháng ra mắt, sản phẩm mới Fami Go của QNS đã đạt khoảng 2% thị phần, góp phần cho mức tăng trưởng vượt bậc trong doanh thu mảng sữa của QNS với 14,7% yoy trong 9T2019. Doanh nghiệp kỳ vọng Fami Go sẽ chiếm hơn 2,5% thị phần sữa đậu nành hộp giấy vào Q4/2019.

Ngoài ra, trong năm 2019, QNS đã cho ra mắt thêm 3 dòng sản phẩm mới với lượng đường khác nhau và hàm lượng protein cao hơn nhằm đáp ứng thị hiếu của người tiêu dùng. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, trong thời gian tới, QNS sẽ tập trung ra mắt thêm các sản phẩm mới với giá trị gia tăng cao, như dầu đậu nành, bơ thực vật và đa dạng hóa danh mục sản phẩm sữa.

(2) Thương hiệu Vinasoy và Fami chiếm gần 85% thị phần sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam

Thị phần của QNS trong thị trường sữa đậu nành hộp giấy

Nguồn: Nielsen



Năm 2018, nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành tại Việt Nam đạt khoảng 864 triệu lít (+5% yoy). Tính riêng trong 6T2019, sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành trong nước tăng 4,3% (theo báo cáo nghiên cứu thị trường của Nielsen), góp phần giúp QNS đạt 13,2% tăng trưởng doanh thu trong nửa năm.

Tuy nhiên, trong hơn 864 triệu lít sữa đậu nành tại Việt Nam, sữa đậu nành hộp giấy (sữa đậu nành tiệt trùng, uống liền, hạn sử dụng trong 06 tháng) chỉ chiếm khoảng 35%. Còn lại là sữa truyền thống (sữa đậu nành được chế biến tại nhà và tiêu thụ tại các chợ truyền thống, hạn sử dụng trong ngày). Dưới đây là một số thương hiệu sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam năm 2018, trong đó QNS gần như chiếm trọn thị phần với 84,6%, theo sau là Vinamilk với 5,4%, NutiFood với 4,9%, còn lại là các sản phẩm trong nước và quốc tế khác.

Trong năm 2018, thương hiệu Fami của QNS đứng vị trí thứ 07 trong bảng xếp hạng thương hiệu đồ uống của Kantar Worldpanel tại khu vực nông thôn.

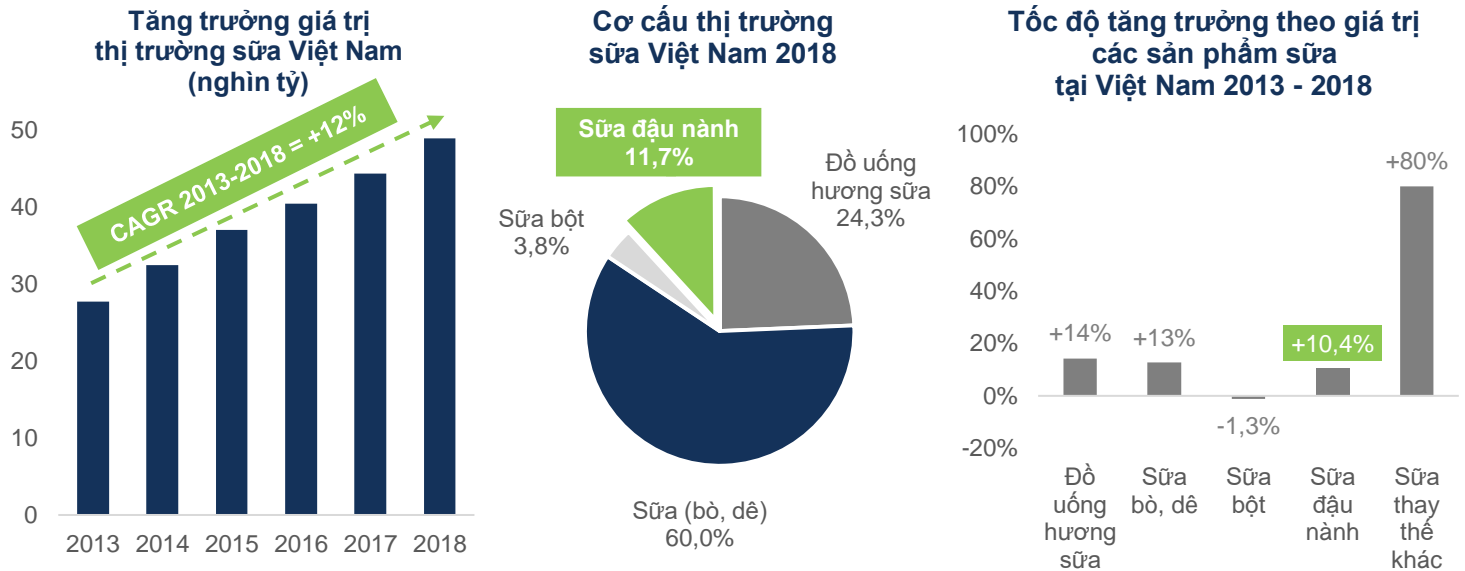
Một số đối thủ cạnh tranh của QNS trong thị trường sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam

Nhà sản xuất	Xuất xứ	Thương hiệu và sản phẩm
Vinasoy (QNS)	Việt Nam	Fami nguyên chất (1997), Vinasoy (2012), Vinasoy mè đen (2012), Fami Canxi (2013), Fami Kid (2014), Soy Men (2015), Fami Go (hương vị mè đen, đậu đỏ - 2018), Fami nguyên chất (cải tiến 2019), Fami nguyên chất ít đường (2019), Fami Canxi ít đường (2019)
Vinamilk	Việt Nam	Goldsoy (2012), Sữa đậu nành Hạt óc chó (2018), Sữa đậu nành Đậu đỏ (2019), Sữa đậu nành Hạnh nhân (2019), Sữa đậu nành nguyên chất (2019), Sữa đậu nành Canxi (2019)
NutiFood	Việt Nam	Sữa đậu nành Nuti nguyên chất (2016), Sữa đậu nành Nuti Canxi (2016)
Tân Hiệp Phát	Việt Nam	Soya Number 1
Lactasoy	Thái Lan	Lactasoy nguyên chất, sô cô la, trà xanh
Soy Secretz (Dutch Mill)	Thái Lan	Sữa đậu nành gạo mầm, mè đen, ngô ngọt, collagen
Vegemil	Hàn Quốc	Sữa đậu nành nguyên chất, mè đen
Homesoy	Malaysia	Sữa đậu nành nguyên chất
Vitasoy	Hong Kong	Sữa đậu nành nguyên chất

Nguồn: FPTs Tổng hợp

(3) Áp lực lớn từ sản phẩm thay thế trong thị trường đồ uống

Theo đánh giá của chúng tôi, QNS đã thành công với chiến lược tập trung vào thị trường ngách sản xuất sữa đậu nành hộp giấy. Trong tương lai, không khó để QNS mở rộng miếng bánh thị phần trong thị trường này khi đã chiếm hơn 84% thị phần. Tuy nhiên, năm 2018, thị trường sữa đậu nành hộp giấy chỉ chiếm 11,7% so với thị trường sữa uống có giá trị gần 49 nghìn tỷ đồng tại Việt Nam (theo Euromonitor). Các sản phẩm thay thế sữa đậu nành trong thị trường sữa uống gồm sữa bò (chiếm ~60% thị trường sữa) và các sản phẩm sữa hạt và lúa mạch khác (chiếm tỷ trọng không đáng kể) cũng đạt tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2013 – 2018.



Nguồn: Euromonitor, FPTS Tổng hợp

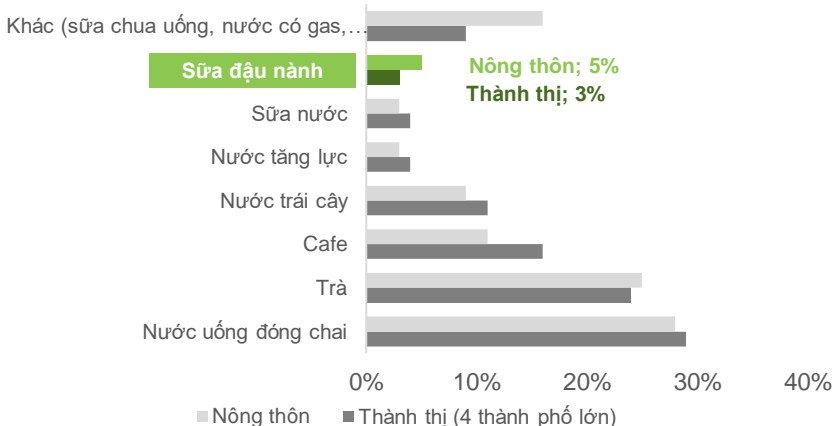
Một số sản phẩm thay thế sữa đậu nành trong thị trường sữa

Loại sản phẩm	Thương hiệu		
	Nội địa	Nội địa	Đa quốc gia
Sữa bò (Sữa thanh trùng, sữa tiệt trùng, sữa tươi)	Vinamilk	Sữa Mộc Châu	Nestlé
	TH True Milk	NutiFood	Friesland Campina (Cô gái Hà Lan)
	Sữa Đà Lạt	Sữa Hà Nội	IDP
Sữa hạt (Sữa tiệt trùng)	TH True Nut (Sữa Hạt và Gấc; Sữa Hạt hạnh nhân; Sữa Hạt macca; Sữa Hạt óc chó) (2018)		Nestlé (Milo – hạt lúa mạch) Friesland Campina (Ovaltine - hạt lúa mạch)

Tỷ trọng lượt tiêu thụ các sản phẩm đồ uống của người Việt Nam

Nguồn: FPTS Tổng hợp

Nguồn: Kantar – Worldpanel Division (Tháng 11/2019), FPTS Tổng hợp



Bên cạnh các sản phẩm sữa nước khác, mặt hàng sữa đậu nành cũng gặp áp lực từ các sản phẩm thay thế là các loại nước giải khát, nước hoa quả, ... Theo nghiên cứu thị trường ngành hàng tiêu dùng nhanh của Kantar – Worldpanel (tháng 11/2019), trong tổng số những lần tiêu thụ các sản phẩm đồ uống của người Việt Nam trong 01 tuần, số lần tiêu thụ sữa đậu nành khá thấp, chỉ chiếm 5% ở khu vực nông thôn và 3% ở khu vực thành thị.

(4) Sở hữu kênh phân phối rộng, chủ yếu là kênh truyền thống

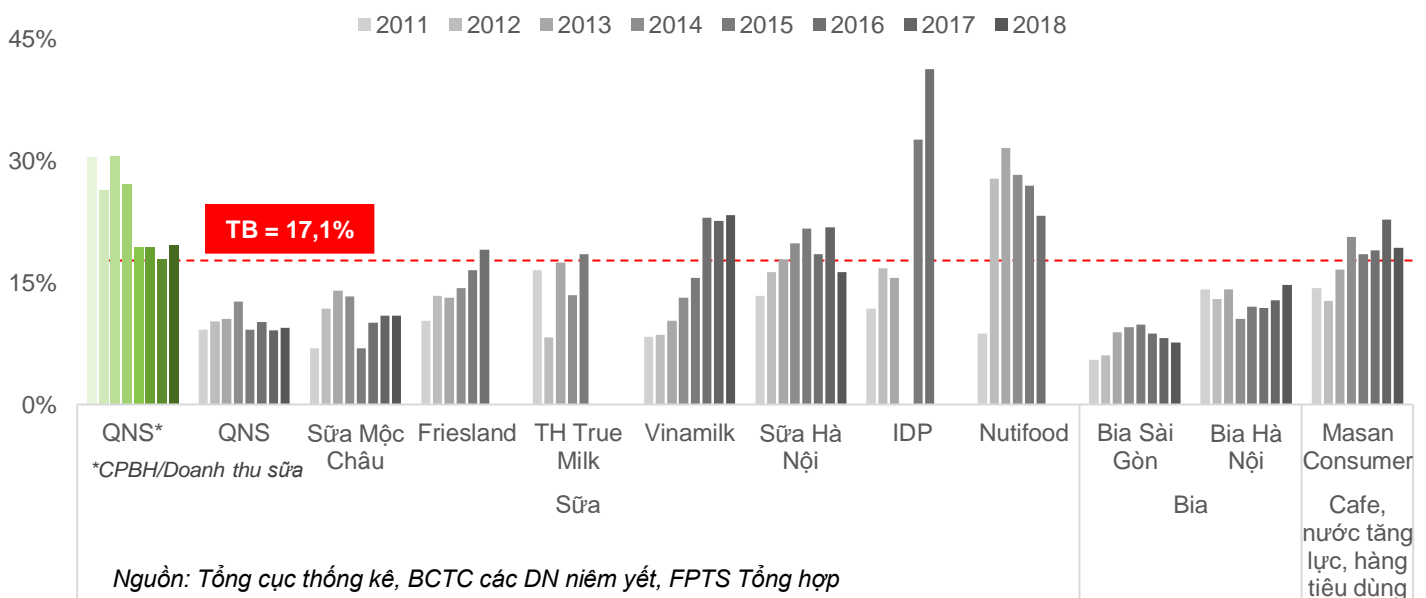
Hiện nay, các doanh nghiệp sữa tại Việt Nam chủ yếu tiêu thụ qua hình thức truyền thống B2B, phân phối tới các doanh nghiệp thương mại, các cửa hàng, siêu thị, đại lý bán lẻ, cửa hàng tiện lợi trên toàn quốc. Năm 2018, QNS có số lượng điểm bán lẻ trên 170.000 điểm. So với các doanh nghiệp sữa khác như Vinamilk (251.000 điểm bán), TH True Milk (150.000 điểm bán), Mộc Châu Milk (80.000 điểm bán), Friesland Campina (100.000 điểm bán), số lượng điểm bán hàng của QNS khá lớn.

Tuy nhiên, việc phụ thuộc chủ yếu vào kênh phân phối truyền thống khiến QNS chưa chủ động đẩy mạnh năng lực quảng bá và phân phối các sản phẩm của mình. Theo báo cáo đánh giá của Kantar Worldpanel (Tháng 10/2019), các kênh thương mại mới nổi ở khu vực thành thị (online, siêu thị nhỏ, cửa hàng tiện lợi, cửa hàng chuyên doanh bán và giới thiệu sản phẩm của nhãn hàng) dù chỉ chiếm 20% thị phần ngành hàng tiêu dùng nhanh, nhưng lại đóng góp tới 66% vào giá trị tăng trưởng của thị trường. Tầm quan trọng của các kênh bán hàng mới nổi ngày càng tăng cao do xu hướng tiêu dùng thay đổi và được kỳ vọng sẽ tiếp tục phát triển và thúc đẩy tăng trưởng ngành hàng tiêu dùng nhanh, trong đó có các sản phẩm sữa, trong tương lai.

Nắm bắt xu hướng bán lẻ mới này, các doanh nghiệp sữa như Vinamilk, TH True Milk đã và đang mở các cửa hàng giới thiệu và phân phối sản phẩm riêng như “Giấc mơ sữa Việt” của Vinamilk (405 cửa hàng), “TH True Mart” của TH True Milk (245 cửa hàng) tại các tỉnh thành, cũng như phát triển hệ thống giao hàng tận nhà, mua hàng online trên toàn quốc. Trong khi đó, QNS chưa có cửa hàng chuyên doanh với thương hiệu riêng.

(5) Chi phí bán hàng tương đối cao do áp lực cạnh tranh với sản phẩm thay thế và quảng bá thương hiệu

Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu của một số doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng



Chi phí bán hàng của QNS chủ yếu phục vụ cho hoạt động quảng cáo và tiếp thị mảng sữa đậu nành. Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu mảng sữa khá cao, đặc biệt trong giai đoạn 2011 – 2014, chi phí bán hàng tăng mạnh với tốc độ tăng trưởng +33%/năm, tỷ trọng CPBH/doanh thu sữa ở mức 29%. Trong khoảng thời gian này, QNS đã thành công nâng thị phần sữa đậu nành từ 73% (năm 2011) lên 83% (2014), nắm giữ gần như tuyệt đối vị thế trong thị trường sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam.

Sau năm 2015, các sản phẩm sữa của QNS đã có chỗ đứng nhất định trong thị trường (thị phần ổn định ở 84%) và chưa có sản phẩm mới ra mắt, chi phí bán hàng được kiểm soát ở mức thấp trong giai đoạn 2015 – 2017.

Năm 2018, sau khi ra mắt sản phẩm sữa mới và do áp lực cạnh tranh lớn đến từ các sản phẩm thay thế (sữa bò, sữa hạt, nước giải khát...), QNS tiếp tục đẩy mạnh các hoạt động quảng cáo và truyền thông nhằm khẳng định vị thế thương hiệu và giới thiệu sản phẩm mới. Năm 2018, chi phí bán hàng của QNS ở mức 761,6 tỷ đồng, tăng +9,3% so với cùng kỳ, riêng chi phí quảng cáo tăng +13% yoy. Trong đó, chi phí cho nhân viên bán hàng chiếm tỷ trọng lớn (31,8%), tiếp theo là chi phí vận chuyển (26,5%) và chi phí quảng cáo (22,6%).

2.3. Còn nhiều dư địa tăng trưởng, giá đầu nành kỳ vọng giảm trong năm 2020

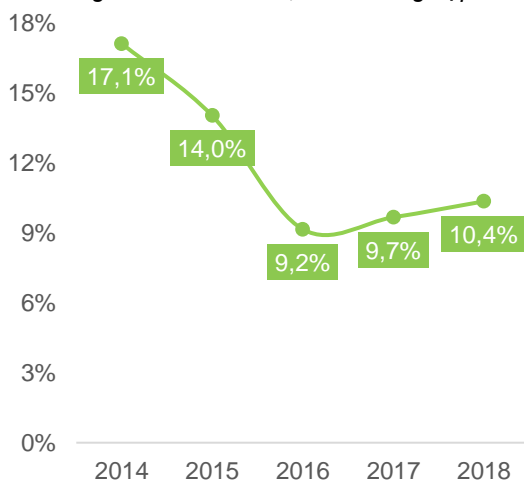
(1) Thị trường sữa nước phục hồi

Sản lượng tiêu thụ thị trường sữa nước tại Việt Nam đang có những chuyển biến tích cực. Doanh thu sữa nước năm 2018 đạt gần 49 nghìn tỷ đồng (+10,4% yoy) (theo Euromonitor), tốc độ tăng trưởng phục hồi sau giai đoạn giảm tốc 2016 – 2017.

Theo báo cáo thị trường ngành hàng tiêu dùng nhanh của Kantar Worldpanel năm 2019, nhu cầu tiêu thụ sữa uống nói chung và sữa đậu nành nói riêng tại Việt Nam có những chuyển biến tích cực. Kantar Worldpanel nhận định thị trường sữa Việt Nam đang có những dấu hiệu phục hồi với tốc độ tăng trưởng về giá trị sản phẩm sữa trong Q3/2019 lần lượt đạt +13% và +7,6% tại khu vực nông thôn và thành thị của Việt Nam (04 thành phố lớn) do (i) Xu hướng tiêu thụ sản phẩm tiện lợi, đầy đủ nhãn mác; (ii) Tốc độ gia tăng dân số, cơ cấu dân số trẻ, thu nhập trung bình tăng là những yếu tố thuận lợi cho sự tăng trưởng của ngành sữa trong dài hạn.

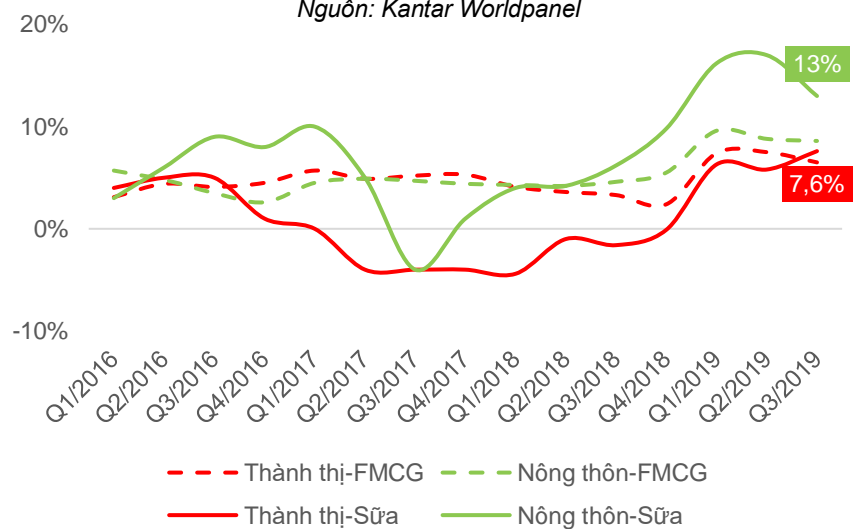
Tốc độ tăng trưởng về giá trị thị trường sữa nước Việt Nam (yoy)

Nguồn: Euromonitor, FPTTS Tổng hợp



Tốc độ tăng trưởng về giá trị ngành sữa và ngành hàng tiêu dùng nhanh FMCG Việt Nam (qoq)

Nguồn: Kantar Worldpanel



(2) Nhu cầu sữa đậu nành tại Việt Nam kỳ vọng tăng 10,5% giai đoạn 2019 – 2024F

Theo báo cáo Thay đổi thói quen ăn uống của người tiêu dùng Việt Nam (Kantar Worldpanel T9/2019), người Việt Nam đang dần cắt giảm tiêu thụ các chất béo, đường và thịt đỏ trong tiêu dùng hàng ngày, thay vào đó, nhu cầu tăng lên đối với nhóm thực phẩm chứa chất xơ, thịt trắng, sữa và các sản phẩm thay thế. Trong đó, các loại sữa thực vật, sữa hạt, sữa đậu nành được đánh giá là phù hợp với nhu cầu dinh dưỡng, thể trạng và thị hiếu của người tiêu dùng trong nước.

So sánh thành phần dinh dưỡng trong 240 ml sữa đậu nành và một số sản phẩm thay thế

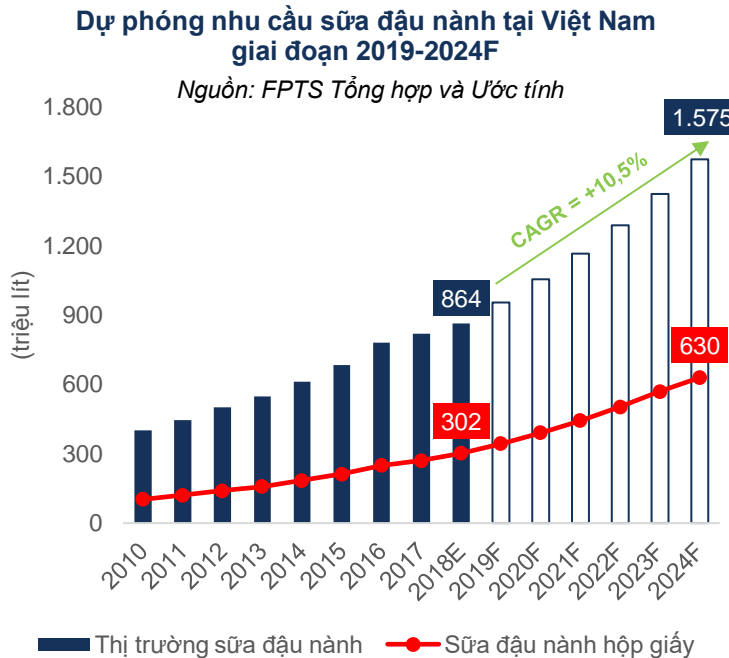
Thành phần	Sữa đậu nành	Sữa hạnh nhân	Sữa gạo	Sữa bò
Protein (grams)	7 – 9	1	1	8
Đường tinh bột/carb (grams)	4	1 – 2	27 – 38	13
Năng lượng (calo)	80 – 90	30 – 35	130 – 140	146
Chất béo (grams)	4 – 4,5	2,5	2 – 3	8
Chất xơ (grams)	1,5	1	0,7	0
Chứa lactose*	Không	Không	Không	Có

Nguồn: Viện Y học ứng dụng Việt Nam, Bộ Nông nghiệp Mỹ USDA, FPTTS Tổng hợp

*Khoảng 75% dân số thế giới, chủ yếu là người Châu Á, không tiêu hóa được đường lactose trong sữa động vật

Chúng tôi đánh giá thị trường sữa đậu nành tại Việt Nam còn nhiều dư địa phát triển, đặc biệt là nhu cầu về sữa đậu nành hộp giấy khi nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm có nguồn gốc rõ ràng và đầy đủ nhãn mác tại Việt Nam cũng dần tăng cao. Tại Thái Lan, các sản phẩm sữa đậu nành thương hiệu chiếm tới hơn 70% thị trường, trong khi con số này tại Việt Nam chỉ ở mức khiêm tốn 35% (theo Nielsen).

Chúng tôi ước tính, nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành cả nước sẽ tăng khoảng 10,5% so với hiện nay vào năm 2024, tiêu thụ khoảng 1.600 triệu lít sữa đậu nành, trong đó sữa đậu nành hộp giấy chiếm 40% thị trường, dựa vào những giả định sau:



► Tăng trưởng thị trường sữa hạt và sữa thay thế toàn cầu giai đoạn 2018 – 2024F kỳ vọng đạt 12,5% (theo nghiên cứu thị trường và dự phóng của FioMarket)

► Tăng trưởng thị trường sữa hạt và sữa thay thế thị trường Châu Á giai đoạn 2018 – 2024F kỳ vọng đạt 11,6% (theo nghiên cứu thị trường và dự phóng của Modor Intelligence)

► Tăng trưởng tiêu thụ sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam giai đoạn 2018 – 2024F kỳ vọng đạt 9,8% (theo nghiên cứu thị trường và dự phóng của Euromonitor)

► Tăng trưởng tiêu thụ sữa đậu nành tại Việt Nam trong quá khứ giai đoạn 2010 – 2018 đạt 10,1% (theo Nielsen)

► Tiêu thụ sữa đậu nành tại Việt Nam còn thấp so với các quốc gia trong khu vực châu Á, chỉ ở mức 8,9 lít sữa đậu nành/người/năm (Thái Lan – 18 lít)

(3) Giá đậu nành thế giới được kỳ vọng tiếp tục giảm trong ngắn hạn

Trong ngắn hạn 2020: Ngân hàng thế giới dự báo giá đậu nành thế giới sẽ giảm nhẹ khoảng 3,2% yoy, xuống mức trung bình 355 USD/tấn do:

(i) Sản lượng đậu nành tại Brazil (#2 sản xuất, #1 xuất khẩu đậu nành thế giới năm 2018) dự kiến tăng 5% yoy nhờ diễn biến thời tiết thuận lợi;

(ii) Bất ổn từ chiến tranh thương mại khiến Trung Quốc giảm nhập khẩu đậu nành (quốc gia tiêu thụ và nhập khẩu đậu nành #1 thế giới);

(iii) Nhu cầu thức ăn chăn nuôi (nguyên liệu từ đậu nành) tại Châu Á giảm sau dịch tả lợn Châu Phi trong 2019.

[\(Quay lại trang 1\)](#)

3. Màng đường – điện: Tập trung khai thác chuỗi giá trị nhằm giảm thiểu áp lực cạnh tranh sau hội nhập

3.1. Màng đường: Cải thiện năng lực cạnh tranh và cơ hội sau hội nhập

3.1.1. Năng lực sản xuất lớn, cạnh tranh với đường Thái Lan và đường lòng từ Trung Quốc

(1) Điều kiện tự nhiên vùng nguyên liệu mía phù hợp cho sản xuất và kinh doanh đường

Vùng nguyên liệu mía của QNS nằm tại Quảng Ngãi, Gia Lai thuộc khu vực Duyên hải Miền Trung và Tây Nguyên, vừa mía lớn nhất nước ta. Khu vực này đóng góp 51% diện tích VNL và gần 48% vào sản lượng mía của cả nước. Hiệu quả sản xuất đường tại khu vực này cũng khá cao do khu vực Tây Nguyên có địa hình cao nguyên, thổ nhưỡng phù hợp với sản xuất mía, VNL ít bị chia cắt nên dễ dàng quy hoạch những cánh đồng mía có diện tích lớn và thuận lợi cho áp dụng cơ giới hóa. Nhờ những thuận lợi về điều kiện tự nhiên và canh tác mà giá mua mía của khu vực này ở mức trung bình thấp từ 900 – 1.000 đồng/kg mía, vẫn có tiềm năng cải thiện giá thành sản xuất đường. Bên cạnh đó, miền Trung – Tây Nguyên rất thuận tiện cho việc vận chuyển đường ra Bắc và vào Nam.

Tuy nhiên, sản lượng mía và diện tích mía nguyên liệu của QNS trong niên vụ 2018/19 giảm mạnh ~25% do tác động của hiện tượng El Nino gây hạn hán diện rộng tới vùng nguyên liệu của các khu vực miền Trung, Tây Nguyên và Đông Nam Bộ.

Đánh giá tổng quát công tác sản xuất mía tại các vùng của Việt Nam

Vùng	Diện tích VNL (ha)	Năng suất mía (tấn/ha)	Chỉ số đường mía (CCS)	Sản lượng mía ép (tấn)	Hiệu suất đường/mía (kg/tấn)	Giá mua mía (đồng/kg)	Đặc điểm	Đánh giá của FPTS
Miền Bắc & Bắc Trung Bộ	66.917	59,7	10,13	3.993.225	102,7	800 - 950	Chất lượng mía và hiệu quả sản xuất cao	Trung bình
DH miền Trung - Tây Nguyên	123.242	60,3	9,44	7.433.706	95,0	900 – 1.000	Diện tích mía lớn nhất, hiệu quả sản xuất cao	Tốt
Đông Nam Bộ	25.476	81,1	8,98	2.065.535	89,8	950 – 1.000	Năng suất mía cao	Tốt
ĐBSCL	25.783	75,2	9,89	1.938.181	90,2	1.100 – 1.200	Giá thu mua mía cao	Kém

Nguồn: VSSA, FPTS Tổng hợp và Đánh giá

(2) Năng lực sản xuất lớn, thị phần đường đứng thứ 02 toàn quốc

Kết quả sản xuất mía đường niên vụ 2018/19 các doanh nghiệp mía đường niêm yết

Chỉ tiêu	QNS	SBT	LSS	SLS	KTS
Số nhà máy đường (NMD)	02	09	01	01	01
Công suất ép (TMN)	20.200	48.600	10.500	5.000	2.500
Diện tích VNL trong nước (ha)	20.738	38.680	10.000	9.381	1.341
Năng suất mía bình quân (tấn/ha)	70	71	69	66	61
Sản lượng mía ép (tấn)	1.451.625	2.760.000	686.840	619.892	136.286
Sản lượng đường sản xuất (tấn)	140.000	542.000	77.377	81.360	14.673
Hiệu suất đường (kg đường/tấn mía)	96,4	100,2	112,7	131,2	107,7
Khả năng luyện đường RE	✓*	✓	✓	✓	✗
Khả năng phát điện lên lưới điện quốc gia	✓	✓	✓	✗	✗

Nguồn: Hiệp hội mía đường Việt Nam VSSA, Báo cáo doanh nghiệp, FPTS Tổng hợp

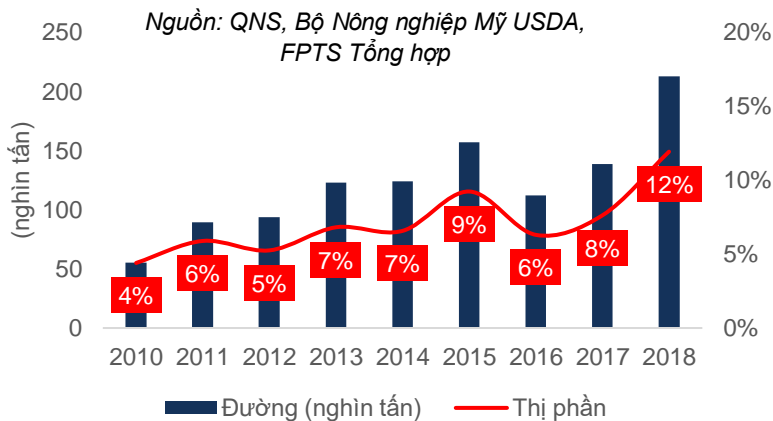
*Dây chuyền luyện đường RE của QNS đã cơ bản hoàn thiện và đang trong giai đoạn chạy thử (năm 2019)

Niên vụ 2018/19 bắt đầu từ Tháng 7/2018 và kết thúc vào Tháng 6/2019

NMĐ An Khê của QNS có công suất ép mía đạt 18.000 TMN, hiện là NMĐ có quy mô lớn nhất cả nước. Việc sở hữu NMĐ với công suất lớn giúp cho doanh nghiệp đạt lợi thế về quy mô. Giá thành sản xuất đường của QNS năm 2018 ở mức ~10.500 – 11.000 đồng/kg, thấp hơn giá thành trung bình cả nước khoảng 15%.

Theo chia sẻ của lãnh đạo doanh nghiệp, QNS đặt mục tiêu nâng công suất NMĐ An Khê lên 25.000 TMN trong tương lai (+39%) và định hướng sản xuất theo chuỗi giá trị đường – điện – ethanol, nhằm mục đích tối ưu hóa các phụ phẩm từ mía và giảm áp lực cho mảng kinh doanh đường khi giá đường diễn biến tiêu cực. Tại một số quốc gia trên thế giới như Brazil, Ấn Độ, Thái Lan (top 3 quốc gia sản xuất đường từ mía lớn nhất thế giới), các NMĐ tại đây có thể sản xuất đường và xăng sinh học ethanol (từ mật rỉ mía). Những NMĐ này có thể linh hoạt giảm tỷ trọng mía sử dụng để sản xuất đường nếu như giá đường giảm, và nâng tỷ trọng sản xuất ethanol.

Sản lượng tiêu thụ và thị phần đường của QNS

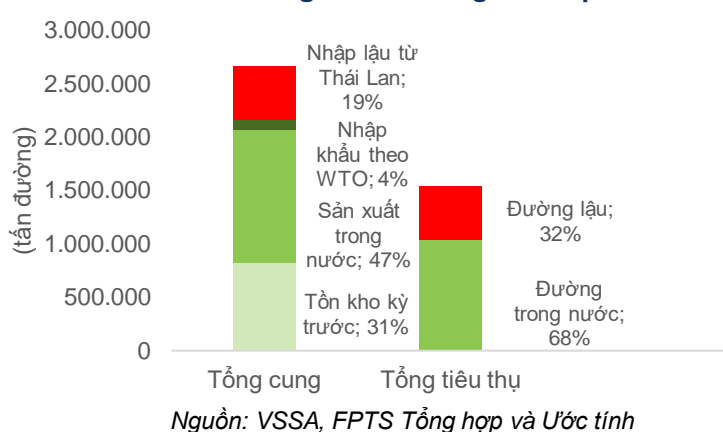


Trong năm 2018, doanh nghiệp tiêu thụ khoảng 200 nghìn tấn đường (~12% thị phần đường cả nước). Sản phẩm đường từ NMĐ An Khê chủ yếu là đường kính trắng RS, được phân phối qua công ty con là CT TNHH Thương mại Thành Phát tới các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm – đồ uống vừa và nhỏ.

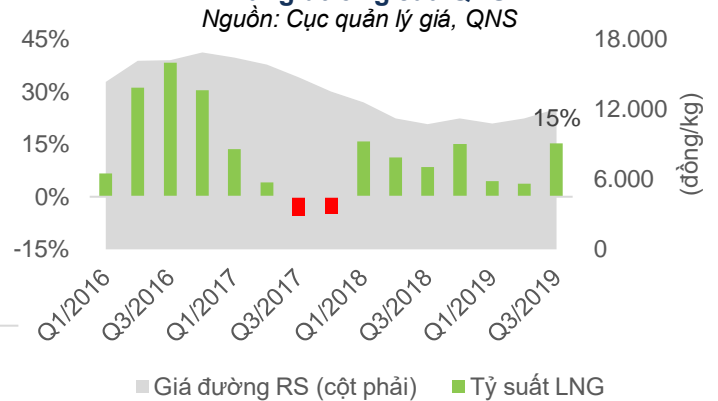
Trong khi đó, NMĐ Phổ Phong có công suất nhỏ (2.200 TMN) được dùng để sản xuất đường phục vụ cho tiêu thụ nội bộ của QNS (mảng sữa đậu nành, mảng bánh kẹo).

(3) Giá đường giảm sâu do áp lực từ đường lậu ảnh hưởng tiêu cực tới lợi nhuận của doanh nghiệp

Tình hình cung - cầu đường niên vụ 2018/19



Diễn biến giá đường và tỷ suất lợi nhuận gộp mảng đường của QNS



Niên vụ 2018/19 (T7/2018 – T6/2019), ngành đường Việt Nam cung cấp được khoảng 1,2 triệu tấn đường (-20% yoy), với 94.000 tấn đường nhập khẩu theo hạn ngạch WTO và hơn 1,1 triệu tấn đường sản xuất trong nước. Trong khi đó, tình hình tiêu thụ gặp nhiều khó khăn do (i) Áp lực lớn đến từ đường lậu Thái Lan có giá rẻ hơn đường trong nước từ 10% – 15% ([chi tiết](#)); (ii) Đường lỏng không chịu thuế nhập khẩu, không hạn ngạch từ Trung Quốc có giá thấp hơn đường trắng RS ~10% và độ ngọt cao hơn đường mía từ 1,2 – 1,5 lần ([chi tiết](#)).

Giá đường trong nước giảm liên tục từ Q1/2017 – Q2/2019, tác động tiêu cực tới lợi nhuận của doanh nghiệp. Giá đường trung bình trong niên vụ 2018/19 đạt 10.973 đồng/kg (-15,5% yoy). Đặc biệt trong Quý 1/2019, giá đường trong nước giảm xuống mức thấp nhất trong 10 năm, chỉ còn hơn 10.400 đồng/kg (-10% yoy và -30% so với cùng kỳ năm 2017). Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng đường của QNS giảm từ mức 12% trong năm 2018 xuống mức 4% trong nửa đầu năm 2019.

Trong Quý 3/2019, giá đường trong nước phục hồi đáng kể, đạt mức trung bình 12.000 đồng/kg (+12% yoy) do nhu cầu sản xuất bánh kẹo đồ uống của các doanh nghiệp thực phẩm tăng cao vào các dịp cận kề Tết Trung Thu và Tết Nguyên đán. Tuy nhiên, ngành đường trong nước vẫn còn gặp khó khăn do áp lực từ đường lậu Thái Lan nhập khẩu vào Việt Nam.

Tới thời điểm hiện tại (năm 2019), hạn ngạch nhập khẩu đường vào Việt Nam vẫn bị giới hạn bởi hạn ngạch WTO. Tuy nhiên, sản lượng đường nhập lậu vào Việt Nam từ Thái Lan luôn ở mức cao. Theo chia sẻ của Hiệp hội mía đường Việt Nam VSSA, đường lậu được đưa vào Việt Nam với số lượng nhỏ mỗi lần, nhưng diễn ra liên tục và khó kiểm soát, khiến cho sản lượng đường lậu lên tới con số rất lớn. Sản lượng đường lậu được VSSA thống kê ước khoảng 300.000 – 500.000 tấn/năm (~30% tiêu thụ cả nước), nhưng VSSA cũng cho biết, con số này thực tế có thể lên tới gần 01 triệu tấn đường (~67% cung đường Việt Nam).

Tới năm 2020, khi hiệp định ATIGA có hiệu lực đối với mặt hàng đường, toàn bộ hạn ngạch nhập khẩu đường từ các nước ASEAN sẽ bị xóa bỏ và thuế nhập khẩu sẽ ở mức 5%. Khi ấy, ngành đường Việt Nam không chỉ đối mặt với đường lậu Thái Lan mà còn có cả đường Thái nhập chính ngạch giá rẻ vào nước ta, ảnh hưởng trực tiếp tới giá đường trong nước [\(Chi tiết nội dung và tác động của Hiệp định ATIGA\)](#).

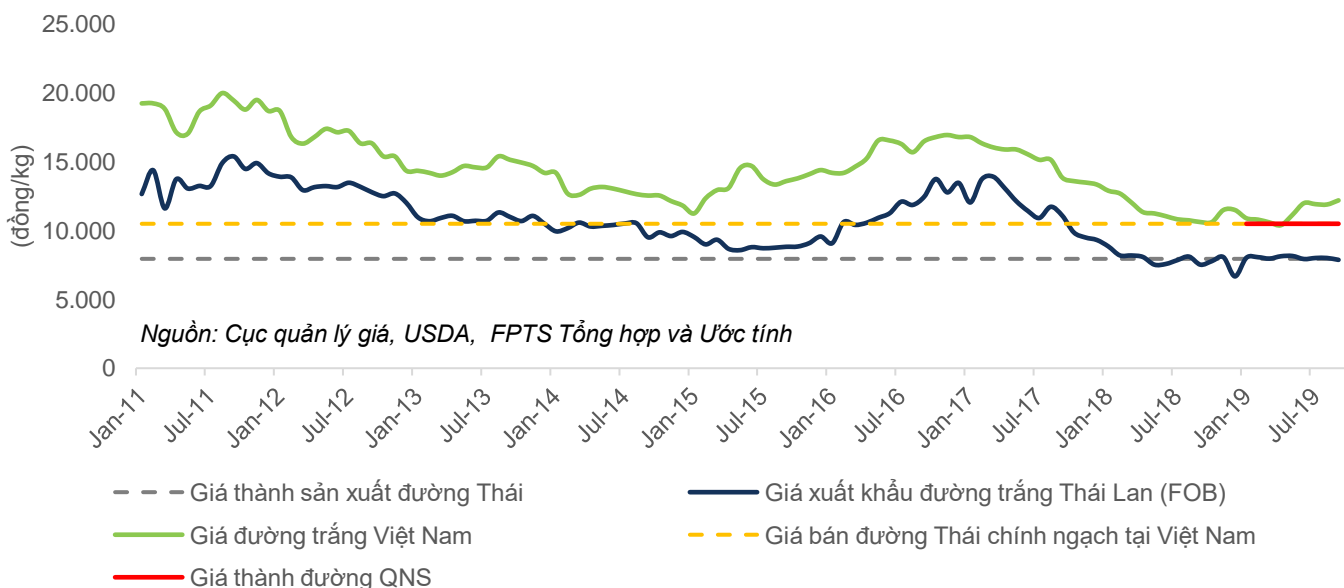
3.1.2. Triển vọng từ đường RE giá trị gia tăng cao và cơ hội sau hội nhập

(1) Đủ khả năng cạnh tranh với đường chính ngạch Thái Lan

Giá thành sản xuất đường trung bình của QNS ở mức 10.500 đồng/kg (thấp hơn ~15% trung bình cả nước) nhưng vẫn còn khá cao so với các nhà máy tại Thái Lan - đối thủ cạnh tranh trực tiếp của ngành đường Việt Nam. Theo ước tính của FPTS, giá thành sản xuất đường trắng tại Thái Lan ở mức trung bình khoảng 8.000 đồng/kg đường trắng (thấp hơn 30 – 35% giá thành sản xuất tại Việt Nam), do giá mua mía tại nước này được Chính phủ hỗ trợ và ấn định ở mức trung bình 630.000 – 650.000 đồng/tấn. Hiện tại giá xuất khẩu của Thái Lan đang thấp ngang với mức giá thành sản xuất của họ, nhằm mục đích cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu. Năm 2017, Brazil đã kiện lên WTO, cho rằng việc hỗ trợ giá mía của Chính phủ Thái Lan đã khiến cho giá đường thế giới giảm sâu, thị phần đường Thái Lan tăng lên. Đầu năm 2018, Chính phủ Thái Lan đã đưa ra một số thay đổi tạm thời trong cơ chế và chính sách ngành đường nhằm xoa dịu căng thẳng với Brazil, nhưng không thật sự có tác động lớn tới ngành đường nước này.

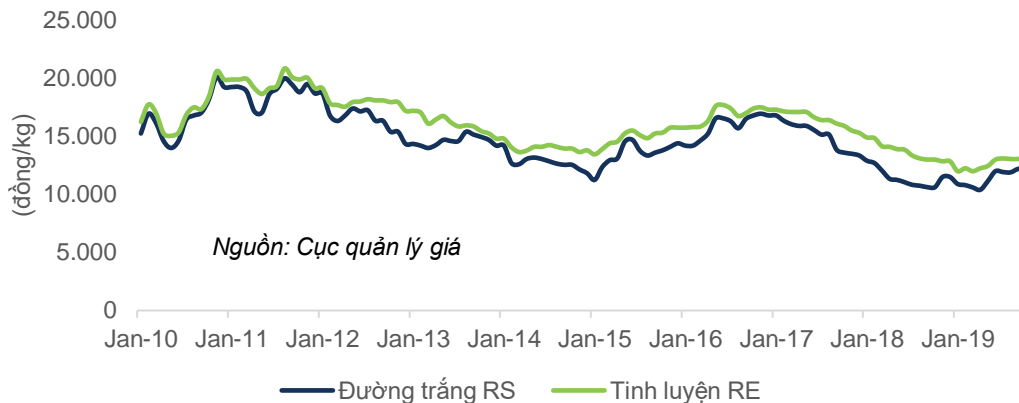
[Phu lục: Tổng quan ngành đường và các chính sách ngành đường Thái Lan](#)

Giá xuất khẩu FOB đường trắng Thái Lan và giá bán đường trắng Việt Nam (2011 - 2019)



Nguồn: Cục quản lý giá, USDA, FPTS Tổng hợp và Ước tính

Chúng tôi ước tính đường Thái Lan khi nhập khẩu chính ngạch vào Việt Nam sẽ đối mặt với các rào cản như (i) Thuế nhập khẩu ở mức 5%, (ii) Chi phí vận chuyển, (iii) Chi phí kênh phân phối. Do đó, giá bán tối thiểu đường trắng RS của Thái Lan tại Việt Nam được kỳ vọng ở mức khoảng 10.000 – 10.500 đồng/kg ([chi tiết](#)). **Như vậy, các doanh nghiệp đường có giá thành sản xuất ở mức 10.500 đồng/kg hoặc thấp hơn, trong đó có QNS, có đủ khả năng cạnh tranh với đường Thái Lan nhập khẩu chính ngạch vào Việt Nam sau 2020.**

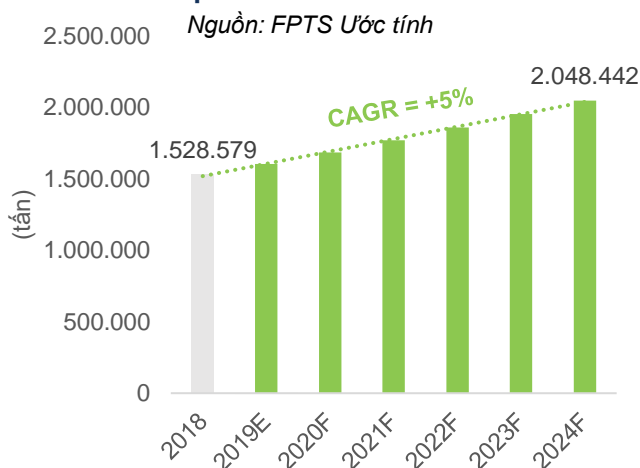
(2) Triển vọng từ đường RE với giá bán cao, tận dụng nguồn đường thô giá rẻ sau hội nhập
Giá bán buôn đường RS và RE tại Việt Nam


Trong 10T2019, giá bán buôn đường RE cả nước ở mức trung bình 12.630 đồng/kg, và giá bán đường RS ở mức 11.410 đồng/kg. Đường RE thường có giá bán trung bình cao hơn 10% so với đường RS, do chất lượng cao hơn và lượng cung ít hơn. Sản lượng đường RE từ các nhà máy trong nước đạt hơn 0,6 triệu tấn/năm (33% tổng cung đường), chỉ đáp ứng được khoảng 65% nhu cầu sử dụng đường RE trong nước.

Đường RE tại Việt Nam được sản xuất tại các doanh nghiệp như SBT (~38% cung đường RE toàn quốc), KCP Phú Yên (23%), LSS (12%), Vietsugar (10%, tiêu thụ nội bộ bởi Vinamilk), Việt – Đài (7%), Cần Thơ – Phụng Hiệp (6%), Đường Nghệ An (Tate&Lyte) (3%, tiêu thụ bởi TH Truemilk).

Bên cạnh đó, thị trường đường RE ít gặp phải cạnh tranh trực tiếp với đường Thái Lan do việc lưu kho và bảo quản đường RE khó khăn hơn. Chúng tôi dự đoán Thái Lan sẽ chủ yếu xuất sang Việt Nam đường RS hoặc đường thô, sau đó tinh luyện và phân phối tại nhà máy đường ở Việt Nam. Như vậy, các NMD nội địa, trong đó có QNS sẽ có lợi hơn Thái Lan khi đã có sẵn nhà máy và các kho chứa hàng.

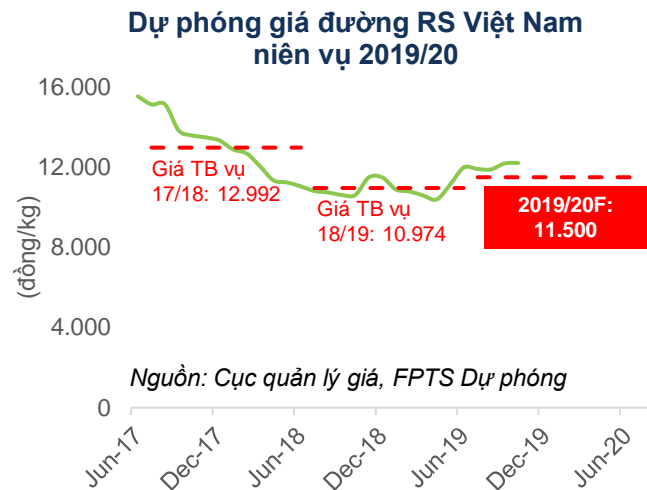
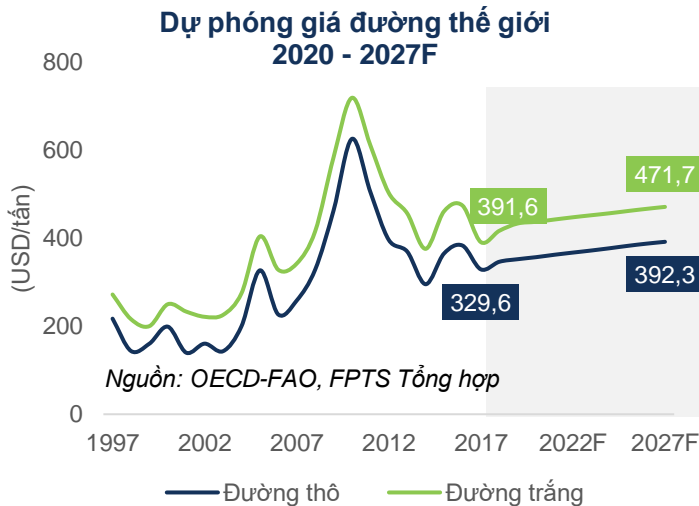
Sau khi hoàn thành dây chuyền luyện đường RE (công suất 1.000 tấn/ngày), QNS có thể cung cấp cho thị trường tối đa hơn 300.000 tấn đường tinh luyện RE, tương ứng với 35% nguồn cung RE đang thiếu hụt. Cùng với diễn biến giá đường thế giới chưa thực sự phục hồi và ATIGA có hiệu lực từ 2020, QNS có thể tận dụng cơ hội để nhập khẩu đường thô giá rẻ từ Thái Lan về luyện đường RE giá trị gia tăng cao.

(2) Nhu cầu đường nội địa tăng trưởng 5%/năm giai đoạn 2019 – 2024F
Dự phóng tăng trưởng nhu cầu đường Việt Nam 2020 - 2024F


Hiện nay, ngành đường Việt Nam đang tiêu thụ hơn 1,5 triệu tấn đường/năm, bình quân đầu người là 16 kg/người/năm, thấp hơn mức trung bình thế giới (22 kg/người/năm). Chúng tôi dự đoán, nhu cầu tiêu thụ đường cả nước sẽ tăng với tốc độ 5%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024, đạt mức tiêu thụ khoảng 2 triệu tấn đường từ các yếu tố như:

- Tốc độ tiêu thụ đường ở các nước đang phát triển là 2%/năm (OECD)
- Tốc độ tăng trưởng ngành thực phẩm – đồ uống tại Việt Nam là 11%/năm (OECD)
- Tăng trưởng nhu cầu đường thế giới đạt 4,6%/năm (OECD)
- Tăng trưởng trong quá khứ là 5%/năm (USDA)

3.1.3. Giá đường trong nước phục hồi nhẹ nhưng chưa khả quan trong ngắn hạn



Giá đường thế giới

Trong ngắn hạn, giá đường thế giới được kỳ vọng tăng nhẹ. Ngân hàng Thế giới đưa ra mức dự báo tăng trưởng nhẹ từ 3 – 5% cho giá đường trong năm 2020. Do tác động của hiện tượng thời tiết El Nino, nguồn cung đường thế giới trong niên vụ 2018/19 vừa qua đã giảm khoảng 8% yoy. Trong báo cáo T11/2019, Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA) tiếp tục dự báo sự sụt giảm sản lượng đường thế giới niên vụ 2019/20 với 174,1 triệu tấn (-3,2% yoy và thấp hơn mức dự báo T5/2019 khoảng 4%), ngành đường thế giới dự kiến thâm hụt 0,5 triệu tấn, tồn kho giảm 10% ([Chi tiết](#)).

Trong dài hạn, Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) kết hợp với Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên Hiệp Quốc (FAO) kỳ vọng nhu cầu đường gia tăng ở các quốc gia có mức tiêu thụ bình quân đầu người thấp so với mức trung bình của thế giới (Châu Á và Châu Phi). Do ngành đường được dự báo tiếp tục tình trạng thặng dư, giá đường thế giới sẽ chỉ tăng nhẹ với tốc độ CAGR 1,4% trong giai đoạn 2018 – 2027 và đạt \$392/tấn đường thô vào năm 2027.

Giá đường trong nước

Giá đường trung bình trong niên vụ mùa 2018/19 trong nước đạt 10.973 đồng/kg (-15,5% yoy). Vào đầu niên vụ 2019/20 (Quý 3/2019 dương lịch), giá đường trong nước phục hồi nhẹ (+12% yoy) do (i) Nhu cầu đường tăng vào các dịp cận kề Tết Trung Thu và Tết Nguyên đán, phục vụ cho nhu cầu sản xuất bánh kẹo đồ uống của các doanh nghiệp thực phẩm; (ii) Các hoạt động thắt chặt nạn buôn lậu đường của Chính phủ từ Q3/2019.

Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, **giá đường trong nước khó tăng mạnh và duy trì ở mức trung bình 11.500 đồng/kg (+5% yoy) trong niên vụ 2019/20**, do:

(i) Ngành đường Việt Nam tiếp tục gặp khó khăn do áp lực từ đường Thái Lan giá rẻ nhập khẩu chính ngạch sau khi Hiệp định ATIGA có hiệu lực vào 01/01/2020. Hiện tại, giá thành sản xuất đường trung bình tại Thái Lan ở mức 8.000 đồng/kg, thấp hơn khoảng 30% so với các doanh nghiệp đường trong nước.

(ii) Diễn biến khó lường của đường lậu Thái Lan vào Việt Nam khi tồn kho đường tại nước này được dự báo tiếp tục ở mức cao sau 2 vụ sản xuất đạt kỷ lục (2017 – 2019), đạt trên 10 triệu tấn trong vụ 2019/20 (+5% yoy) và nhu cầu tiêu thụ đường tại quốc gia này giảm dần từ 2017 (sau khi Chính phủ nước này áp thuế tiêu thụ đặc biệt lên các nhà sản xuất nước giải khát có đường và thả nổi giá đường nội địa) ([chi tiết](#)).

(iii) Chưa có biện pháp ngăn chặn đường lỏng Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam.

3.2. Mạng điện: Hiệu quả sản xuất cao và triển vọng phát triển năng lượng sinh khối tại Việt Nam

(1) Hiệu quả sản xuất cao

Danh sách các nhà máy đường – điện với công suất thiết kế và công suất nổi lưới điện toàn quốc

Nhà máy đường	Doanh nghiệp niêm yết	Công suất ép mía (TMN)	Công suất phát điện (MW)	Sản lượng điện (triệu KWh)	Sản lượng nổi lưới (triệu KWh)
An Khê	QNS	18.000	95 - 110	~243	~180
KCP		11.000	39	N.A	37,1
Lam Sơn	LSS	10.500	19	44,5	22,5
TTC - Tây Ninh	SBT	9.800	24	80,6	42,5
Nghệ An		9.000	18	10	4
Khánh Hòa (Vietsugar)	VNM	9.000	13	30,8	4,9
TTC - Gia Lai	SBT	6.000	35	66,5	36,8
BHS - Ninh Hòa	SBT	5.200	30	67,6	31,1
Sóc Trăng		3.500	12	14,7	7,2
Sơn Dương		2.400	15	N.A	N.A

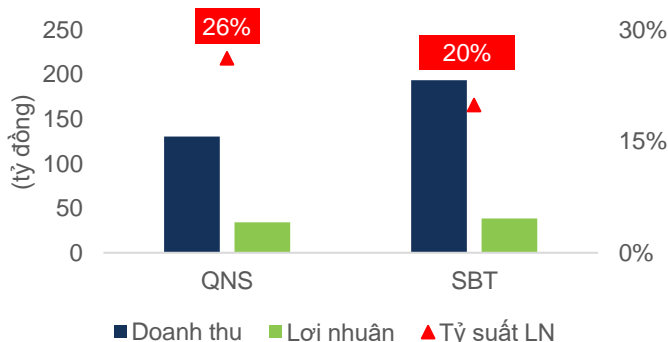
Nguồn: VSSA, Báo cáo của GIZ và Bộ Công Thương

NM điện sinh khối An Khê hiện là nhà máy sử dụng nhiên liệu bã mía có công suất phát điện và nổi lưới quốc gia lớn nhất cả nước. Trong quá trình luyện đường, QNS sử dụng bã mía để đốt lò hơi. Lượng điện năng thu được từ đốt bã mía được dùng để phát điện cho toàn bộ nhà máy, cũng như phát lên lưới điện quốc gia.

Dự án điện sinh khối An Khê là dự án đầu tư rất lớn của QNS với tổng vốn đầu tư trên 2.000 tỷ đồng (84 triệu USD), tương ứng với 25% tổng tài sản của QNS năm 2018. Trong năm 2018, tổng sản lượng điện sản xuất của QNS đạt 146,6 triệu KWh (60,3% công suất thiết kế do thiếu hụt mía), trong đó QNS phát lên lưới điện 110,7 triệu KWh (76%), thu về 130 tỷ đồng doanh thu và 34 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (~2% cơ cấu LNTT năm 2018; tỷ suất lợi nhuận mảng điện ~26%).

KQKD mảng điện 2018

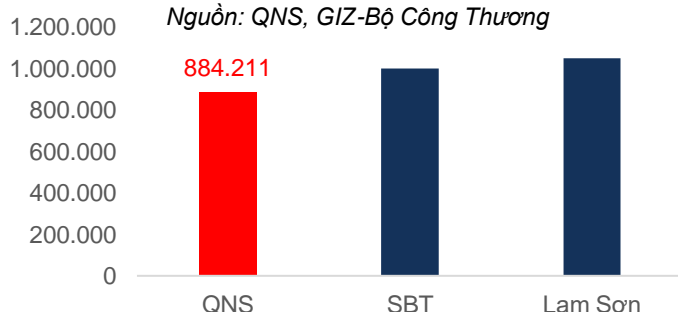
Nguồn: FPTs Tổng hợp



So với SBT (doanh nghiệp mía đường cùng ngành, có VNL và nhà máy tại miền Trung – Tây Nguyên), tỷ suất sinh lời mảng điện của QNS trong năm 2018 khá khả quan do suất đầu tư trung bình nhà máy điện sinh khối An Khê là 884.000 USD/MW (thấp hơn so ~12% so với SBT). Ngoài ra, theo chia sẻ của lãnh đạo doanh nghiệp, dự án điện sinh khối An Khê sử dụng dây chuyền sản xuất mới và hiện đại giúp cho QNS có hiệu suất sinh năng lượng đạt 100 KWh/tấn mía. Mức hiệu suất này rất cao so với các dự án điện đồng phát từ bã mía trong nước và ngang mức trung bình thế giới.

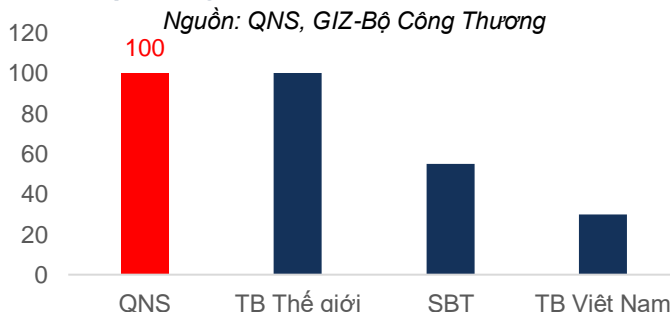
Suất đầu tư các dự án điện đồng phát (USD/MW)

Nguồn: QNS, GIZ-Bộ Công Thương



Suất năng lượng của dự án điện đồng phát từ bã mía (KWh/tấn mía)

Nguồn: QNS, GIZ-Bộ Công Thương



Theo Báo cáo về năng lượng sinh khối trong ngành mía đường Việt Nam của Viện Tăng trưởng xanh toàn cầu (GGGI – Hàn Quốc) kết hợp với Chương trình Hỗ trợ Năng lượng (GIZ – Đức), ngành mía đường Việt Nam có nhiều tiềm năng để phát triển điện đồng phát từ đốt bã mía, tạo giá trị gia tăng cho doanh nghiệp cũng như đem lại giải pháp hiệu quả về năng lượng. Công suất sản xuất điện từ năng lượng sinh khối của ngành mía đường Việt Nam hiện đang ở mức 352 MW, đây là con số rất khiêm tốn khi so sánh với các nước trong khu vực như Thái Lan (3.300 MW), Ấn Độ (1.930 MW) và Indonesia (1.700 MW) (theo GIZ-Bộ Công Thương).

(2) Triển vọng phụ thuộc vào vùng nguyên liệu mía và chính sách của Nhà nước

Ước tính năng lực sản xuất điện của QNS

	Công suất thiết kế hiện tại	Kế hoạch nâng công suất
Công suất ép mía tối đa (NMĐ An Khê)	18.000 TMN	25.000 TMN
Diện tích mía cần có	~30.000 ha	~48.000 ha*
Sản lượng mía ép	~2 triệu tấn mía	3,3 triệu tấn mía
Thời gian ép mía	4 – 5 tháng	4 – 5 tháng
Hiệu suất sinh năng lượng từ 1 tấn mía	100 KWh	100 KWh
Sản lượng điện tối đa	200 triệu KWh	338 triệu KWh
Sản lượng điện nổi lưới (~75%)	150 triệu KWh	254 triệu KWh
Giá bán điện hiện tại	5,8 Uscents/KWh	5,8 Uscents/KWh
Doanh thu từ bán điện cho EVN	200 tỷ đồng	350 tỷ đồng

Nguồn: QNS, FPTS Ước tính, Giá định tỷ giá VND/USD = 23.000 VND/USD

Ước tính điểm hòa vốn dự án điện sinh khối An Khê

Vốn đầu tư ban đầu	84 triệu USD (2.092 tỷ đồng)
Thời gian hoạt động	20 năm
Giá bán điện	5,8 UScents/KWh
Điểm hòa vốn (triệu KWh) (Sản lượng điện nổi lưới)	72,4 triệu KWh
Sản lượng điện sản xuất	97 triệu KWh

Nguồn: FPTS Ước tính

Theo ước tính của chúng tôi, nếu duy trì được VNL mía với diện tích 30.000 ha, mỗi năm NM điện sinh khối An Khê có thể đóng góp 200 tỷ đồng doanh thu cho doanh nghiệp.

Bên cạnh đó chúng tôi ước tính điểm hòa vốn dự án điện sinh khối của QNS ở mức 72,4 triệu KWh điện nổi lưới/năm (~40% công suất thiết kế). Như vậy, doanh nghiệp cần duy trì sản lượng mía ép ở mức tối thiểu 0,97 triệu tấn mía, tương ứng với diện tích vùng nguyên liệu khoảng 13.860 ha (giả định năng suất trung bình 70 tấn mía/ha trong điều kiện thời tiết thuận lợi) để có lời từ dự án này.

Niên vụ 2018/19, VNL mía cả nước giảm ~20% yoy do (i) Hiện tượng El Nino gây ra thời tiết hạn hán, không thuận lợi cho hoạt động sản xuất mía. Trong đó, khu vực miền Trung – Tây Nguyên (VNL của QNS) chịu ảnh hưởng nghiêm trọng nhất từ tác động của thời tiết; (ii) Giá đường giảm khiến các doanh nghiệp giảm giá thu mua mía, các hộ dân bỏ mía để trồng các loại cây khác. Sản lượng mía sụt giảm tác động tiêu cực tới kết quả kinh doanh mảng điện của QNS. Tính riêng 6T2019, lợi nhuận mảng điện của doanh nghiệp chỉ đạt trên 12 tỷ đồng (-60% yoy).

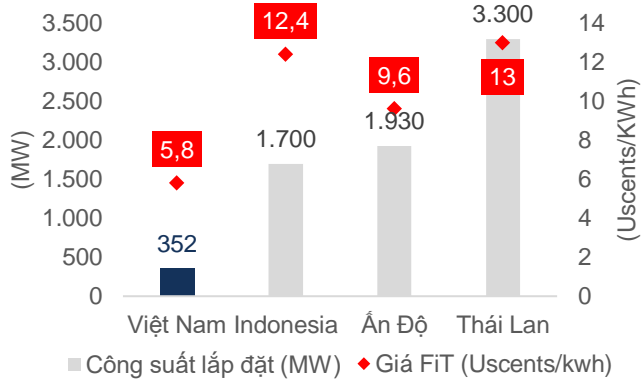
Tháng 12/2019, QNS bước vào vụ ép mía 2019/20. Mía nguyên liệu được sử dụng là mía trồng từ niên vụ 2018/19. Do đó, tình trạng thiếu hụt mía nguyên liệu được kỳ vọng tiếp tục diễn ra trong 2019/20. Chúng tôi kỳ vọng mảng điện của QNS sẽ khả quan hơn từ niên vụ 2020/21. Do thời tiết niên vụ 2019/20 sẽ bớt khắc nghiệt, sản lượng mía dự kiến phục hồi. Theo dự báo ngày 25/11/2019 của Cục dự báo thời tiết Mỹ - NOAA, thời tiết trung lập sẽ diễn ra từ cuối năm 2019 và kéo dài tới hết xuân – hè năm 2020 ([chi tiết](#)).

Ngoài việc đảm bảo vùng nguyên liệu mía ổn định, triển vọng mảng điện sinh khối của QNS còn phụ thuộc rất lớn vào giá mua điện của Nhà nước. Hiện nay, mức giá điện đồng phát 5,8 Uscents/KWh (~1.344 đồng/KWh) tại Việt Nam thấp hơn nhiều so với giá bán các loại điện sinh khối khác trong nước cũng như so với các quốc gia lân cận.

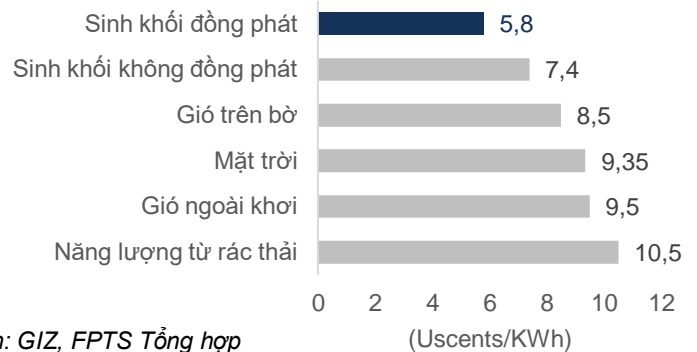
Năm 2018, Hiệp hội mía đường Việt Nam đã kiến nghị Chính phủ tăng giá bán điện đồng phát ngang với mức điện sinh khối khác là 7,4 Uscents/KWH (+27%) nhằm tạo thêm giá trị gia tăng cho các doanh nghiệp mía đường.

Trong khi đó, nghiên cứu của GGGI-GIZ chỉ ra rằng, giá bán điện đồng phát từ bã mía tại Việt Nam nên ở mức 9,35 Uscents/KWh (+61%) để đạt hiệu quả tối ưu và bền vững nhất cho môi trường và cho các doanh nghiệp sản xuất điện sinh khối đồng phát ([chi tiết](#)).

So sánh công suất thiết kế và giá bán điện đồng phát của một số quốc gia



So sánh giá điện bán lên lưới quốc gia giữa các năng lượng tái tạo ở Việt Nam



[\(Quay lại trang 1\)](#)

4. Các mảng kinh doanh khác: Quy mô nhỏ, chưa được chú trọng phát triển

Thị trường	Thị phần của QNS 2018	Top 3 doanh nghiệp lớn trong ngành và thị phần
Bia	0,1%	Bia Sài Gòn (42,2%) Heineken (21,8%) Bia Hà Nội (16,7%)
Bánh ngọt	2,8%	Mondelez Kinh Đô (21,2%) Danisa (12,3%) Nabati (10,2%)
Kẹo	0,4%	Perfetti (13,1%) Bibica (11,8%) Hải Hà (11,3%)
Nước đóng chai	0,1%	Pepsico (20,8%) La Vie (20,8%) Coca Cola (11,7%)

Nguồn: Euromonitor, FPTs Tổng hợp

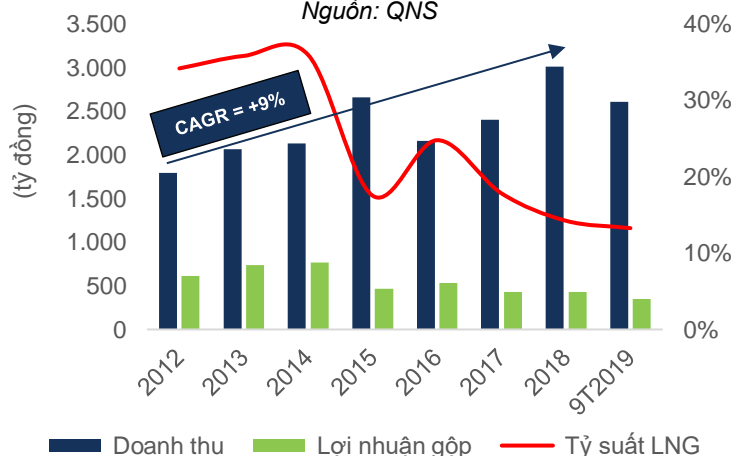
Các sản phẩm khác của QNS như bánh kẹo, bia, nước đóng chai có quy mô sản xuất nhỏ và chưa được chú trọng phát triển. Sản phẩm của QNS chủ yếu được tiêu thụ tại địa phương, có thị phần rất nhỏ tại Việt Nam trong năm 2018.

Theo nghiên cứu của Euromonitor, thị trường bánh kẹo, bia, nước đóng chai tại Việt Nam có mức độ cạnh tranh cao giữa các thương hiệu trong và ngoài nước, đang dần bước vào giai đoạn bão hòa. Theo dự phóng của Euromonitor, tốc độ tăng trưởng các thị trường này sẽ giảm tốc trong giai đoạn 2018 – 2023F.

Các mảng kinh doanh này đóng góp ~30% vào cơ cấu doanh thu và ~20% cơ cấu lợi nhuận gộp của QNS mỗi năm. Giai đoạn 2012 – 2018, tốc độ tăng trưởng doanh thu các mảng kinh doanh khác của QNS đạt 9%.

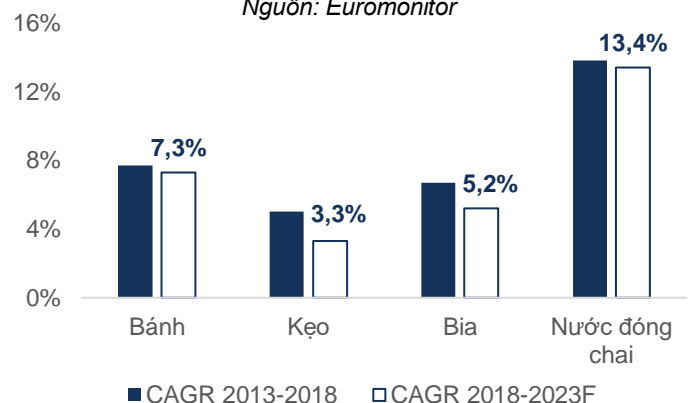
Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng kinh doanh khác của QNS

Nguồn: QNS



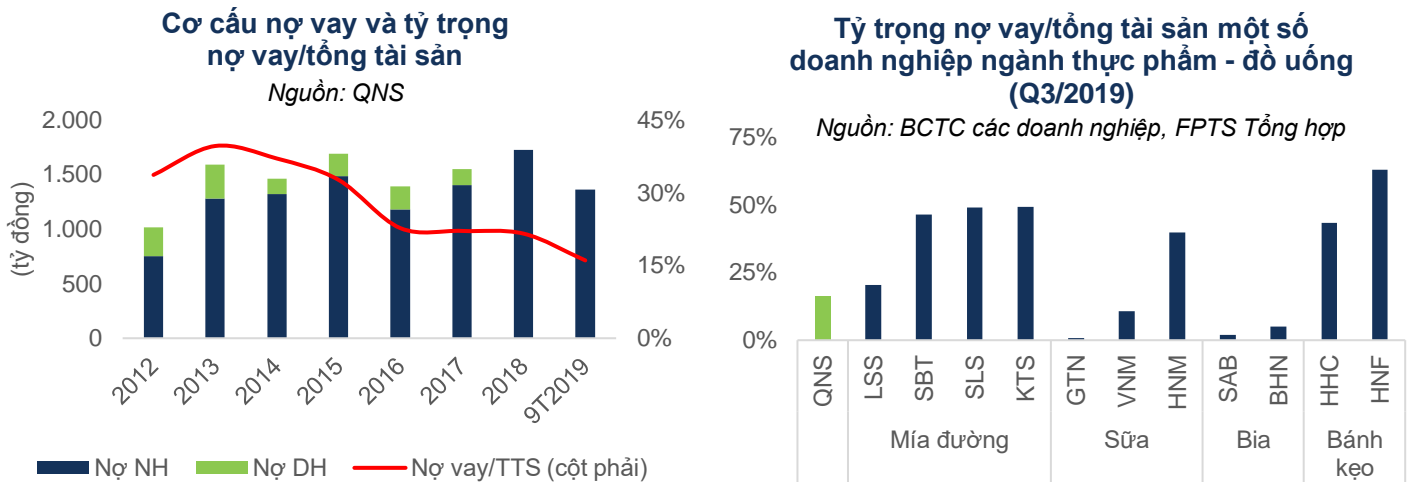
Dự phóng tốc độ tăng trưởng thị trường bánh kẹo, bia, nước đóng chai tại Việt Nam

Nguồn: Euromonitor



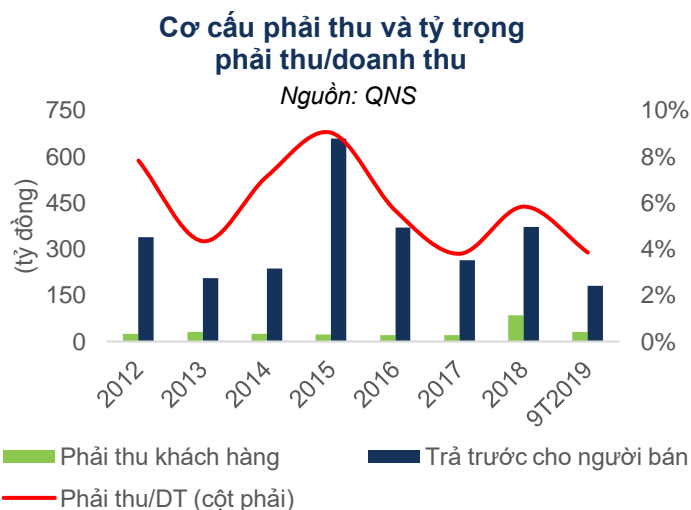
III. MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

1. Cơ cấu tài chính lành mạnh: Đòn bẩy tài chính và rủi ro chiếm dụng vốn thấp



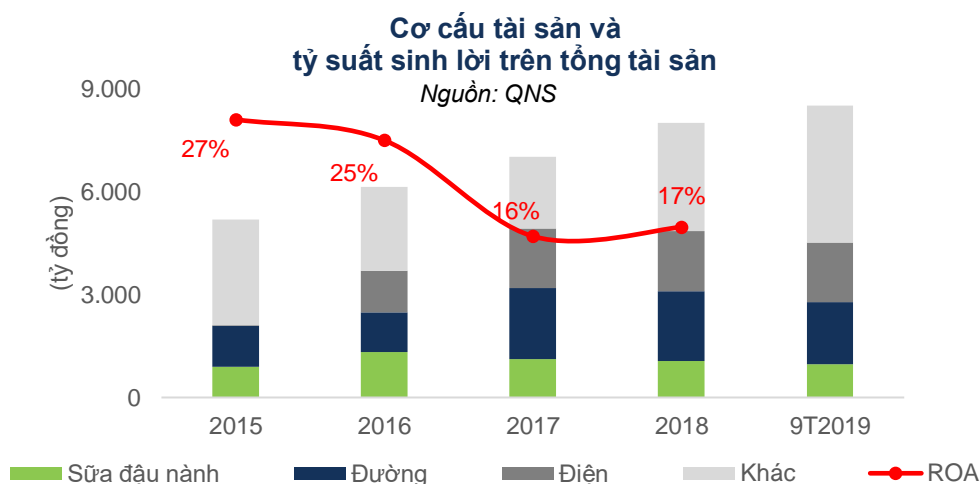
QNS sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp so với các doanh nghiệp ngành thực phẩm – đồ uống. Quý 3/2019, tỷ trọng nợ vay/TTS của QNS ở mức ~15%, thấp hơn các doanh nghiệp niêm yết ngành mía đường (trung bình ~30%) và các doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống (trung bình ~25%).

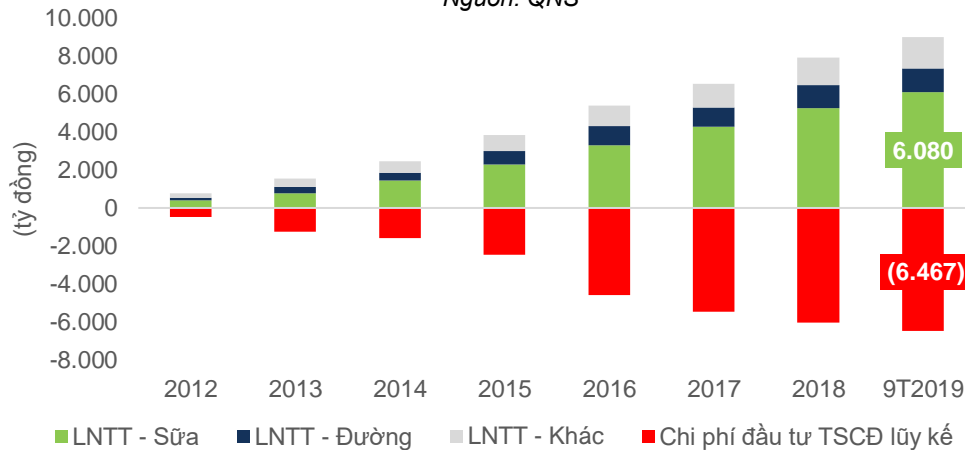
Đối với các doanh nghiệp mía đường, do đặc thù ngành sản xuất trong 6 tháng và tiêu thụ trong những tháng còn lại, nợ vay của các doanh nghiệp chủ yếu là nợ ngắn hạn, phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động. Nợ dài hạn được dùng để hỗ trợ tài chính cho các dự án nâng cấp nhà máy, dây chuyền luyện đường và đầu tư vùng nguyên liệu.



QNS có rủi ro bị chiếm dụng vốn từ các khoản phải thu thấp. Khoản trả trước cho người bán chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu phải thu của doanh nghiệp. Trong đó, các khoản trả trước cho người bán chủ yếu là tiền trả cho nông dân dưới dạng đầu tư vùng nguyên liệu, trả trước chi phí xây dựng nhà máy và các dự án của doanh nghiệp. Tỷ trọng phải thu/doanh thu của QNS ở mức dưới 10%, thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp mía đường niêm yết (trung bình trên 40% trong năm 2018). Do mảng kinh doanh sữa của doanh nghiệp ghi nhận doanh thu và được khách hàng thanh toán ngay khi xuất kho và phân phối tới các siêu thị, đại lý và người tiêu dùng.

2. Phân bổ tài sản chưa tối ưu: Lợi nhuận từ mảng sữa phục vụ cho đầu tư lớn vào mảng đường – điện



Cơ cấu LNTT lũy kế và chi phí đầu tư TSCĐ lũy kế
Nguồn: QNS


Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản ROA của QNS giảm từ 27% còn 17% trong giai đoạn 2015 – 2018 do (i) doanh nghiệp phân bổ tài sản chưa tối ưu; (ii) Cạnh tranh gay gắt trong ngành đường khiến giá đường giảm sâu từ 2017, tác động tiêu cực tới lợi nhuận của doanh nghiệp.

Tính tới Q3/2019, doanh nghiệp đã cơ bản hoàn thành các dự án đầu tư lớn của mình, lũy kế chi phí đầu tư tài sản cố định của QNS giai đoạn 2012 – 2019 đạt gần 6.500 tỷ đồng, chủ yếu phục vụ cho các dự án đầu tư lớn mảng đường – điện (~70% tổng vốn đầu tư các dự án lớn).

Tài sản mảng đường – điện và khác chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của QNS (>85%). Trong khi đó, lợi nhuận từ các mảng kinh doanh này đóng góp một phần khiêm tốn vào cơ cấu lợi nhuận của doanh nghiệp (~30%). Trong giai đoạn 2015 – 2018, hoạt động kinh doanh đường của QNS có hiệu quả kém nhất. Tăng trưởng LNST mảng đường giai đoạn này giảm 17,1%, tác động tiêu cực tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Lợi nhuận của QNS chủ yếu đến từ mảng kinh doanh sữa đậu nành (~70% cơ cấu LNTT). Mặc dù chỉ chiếm dưới 15% cơ cấu tài sản của QNS, đây là mảng có kết quả hoạt động sản xuất và kinh doanh hiệu quả nhất của QNS trong những năm qua.

Hiện tại, doanh nghiệp chưa có kế hoạch cụ thể cho dự án nâng công suất NMD An Khê lên 25.000 TMN và NMS Bình Dương lên 180 triệu lít (ước tính 02 dự án này có mức vốn đầu tư khoảng 2.000 tỷ đồng). Do đó, chúng tôi giả định QNS sẽ không có dự án đầu tư lớn nào trong giai đoạn dự phóng 2020 – 2023.

Tổng vốn đầu tư các dự án lớn của QNS giai đoạn 2012 – 2019

	Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ dự án
Đường – điện	Nâng công suất NMD An Khê (10.000 TMN)	1.000	Đã hoàn thiện
	Nâng công suất NMD An Khê (18.000 TMN)	1.460	Đã hoàn thiện
	Xây NM điện sinh khối An Khê (95MW)	2.092	Đã hoàn thiện
	Xây dây chuyền đường tinh luyện RE	900	Chưa hoàn thiện
Tổng vốn đầu tư các dự án đường – điện		5.452	
Sữa	Xây NMS Bắc Ninh GD1 (90 triệu lít/năm)	660	Đã hoàn thiện
	Xây NMS Bắc Ninh GD2 (180 triệu lít/năm)	677	Đã hoàn thiện
	Xây NMS Bình Dương GD1 (90 triệu lít/năm)	898	Đã hoàn thiện
Tổng vốn đầu tư các dự án sữa đậu nành		2.235	

Nguồn: QNS, FPTTS Tổng hợp

3. Rủi ro pha loãng từ phát hành cổ phiếu cho người lao động

QNS có lịch sử phát hành ESOP khá dày đặc và khó tránh khỏi rủi ro pha loãng cổ phiếu. Điều kiện để phát hành ESOP của QNS dựa trên chỉ tiêu tạo vốn của doanh nghiệp với giá phát hành dựa trên giá trị sổ sách. Trong năm 2019, QNS phát hành hơn 5,8 triệu cổ phiếu cho người lao động với giá phát hành ở mức 21.147 đồng/cp, thấp hơn giá thị trường của cổ phiếu QNS tại thời điểm phát hành khoảng 35%.

Chi tiết các đợt phát hành ESOP của QNS (2012 – 2018)

Năm thực hiện	Số lượng cổ phiếu ESOP	Giá phát hành ESOP (đồng/cp)	Số người lao động được nhận ESOP	% CBNV được nhận ESOP/Tổng số CBNV
2008	399.749	N.A	N.A	N.A
2009	422.159	30.281	50	1%
2010	443.537	24.364	200	6%
2011	1.374.908	30.291	200	5%
2012	2.961.568	30.000	220	6%
2013	4.638.969	36.700	220	6%
2016	4.230.455	24.410	50	1%
2019	5.851.492	21.147	50	1%

Nguồn: QNS, FPTS Tổng hợp

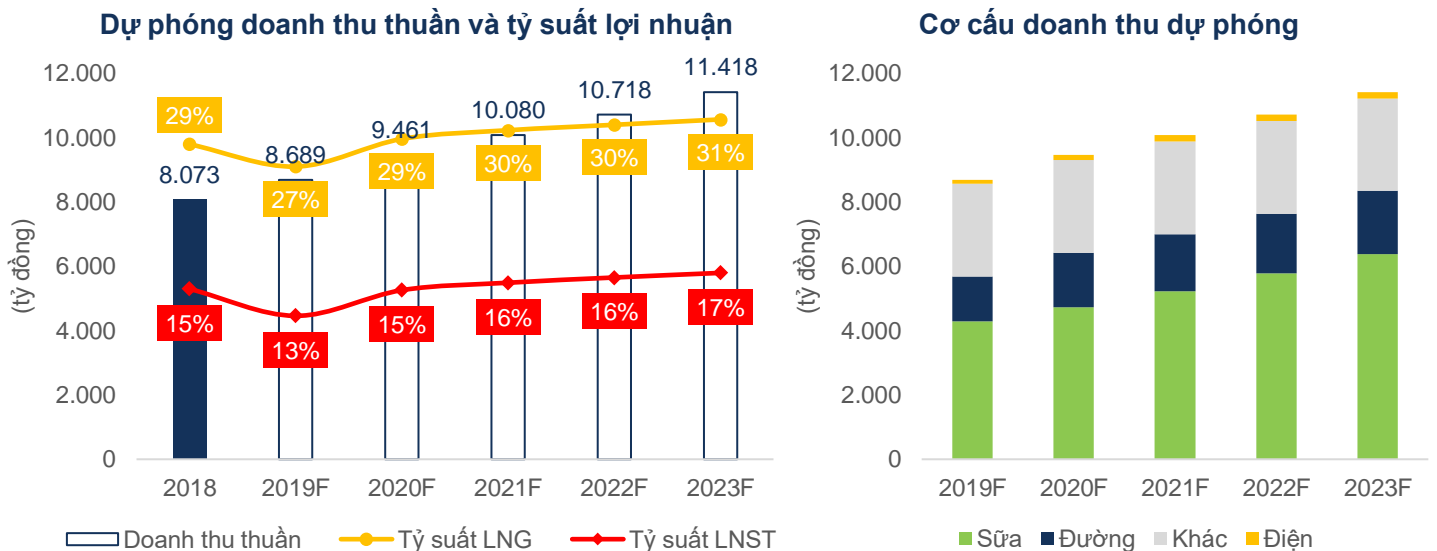
[\(Quay lại trang 1\)](#)

IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH *(Quay lại trang 1)*

Dựa vào các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng ngành, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả hoạt động các mảng kinh doanh của QNS giai đoạn 2019 – 2023F như sau:

Mảng kinh doanh	Chỉ tiêu	Giá định	Diễn giải
Mảng sữa	Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ	+10,5%/năm	Với vị thế là doanh nghiệp dẫn đầu thị phần sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng QNS sẽ đạt tốc độ tăng trưởng sản lượng tương đương với tốc độ tăng trưởng toàn ngành ở mức 10,5%/năm trong giai đoạn 2019 – 2023F. Tỷ suất lợi nhuận gộp ước đạt 41% nhờ hưởng lợi từ giá bán đậu nành thế giới giảm trong ngắn hạn.
Mảng đường	Diện tích mía	21.000 – 30.000 ha	Hiện tượng thời tiết El Nino gây hạn hán tại khu vực miền Trung – Tây Nguyên ảnh hưởng lớn đến VNL mía của QNS. Diện tích mía năm 2019 ước đạt 21.600 ha. Chúng tôi kỳ vọng hiện tượng tiết trung lập trong năm 2020 và những năm tiếp theo sẽ tạo điều kiện cho QNS tăng diện tích VNL lên mức 30.000 ha.
	Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ	+5%/năm	Sau khi ATIGA có hiệu lực từ 01/01/2020, hoạt động tiêu thụ của các doanh nghiệp đường trong nước dự kiến sẽ gặp nhiều khó khăn. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ đường của QNS sẽ ngang với mức tăng trưởng nhu cầu đường nội địa trong nước ở mức +5%/năm trong giai đoạn dự phóng. Tiêu thụ đường trong 2019 ước đạt 140.000 tấn và tăng lên mức 170.000 tấn vào năm 2023.
	Giá bán đường	10.500 – 11.500 đồng/kg	Giá bán đường của QNS giảm mạnh cùng với diễn biến chung của ngành, ước đạt 10.500 đồng/kg trong năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng giá bán đường của QNS sẽ tăng nhẹ trong 2020, ở mức ngang với giá đường trung bình trong nước 11.500 đồng/kg trong giai đoạn dự phóng nhằm đảm bảo vị thế cạnh tranh sau hội nhập.
Mảng điện	Sản lượng điện tiêu thụ	98 – 150 triệu KWh	Chúng tôi kỳ vọng mảng điện sinh khối của QNS sẽ khả quan hơn từ năm 2021, khi diễn biến thời tiết trở nên ôn hòa hơn trong năm 2020, giúp tối ưu vùng nguyên liệu và năng suất mía.
	Giá bán điện	5,8 Uscents/KWh	Giá bán điện sinh khối của QNS phụ thuộc vào chính sách mua điện của EVN. Tới thời điểm hiện tại, EVN chưa có kế hoạch cụ thể cho việc nâng giá mua điện. Chúng tôi giả định mức giá bán 5,8 Uscents/KWh được duy trì trong giai đoạn dự phóng. Ước tính, mảng điện sinh khối sẽ đóng góp khoảng 200 tỷ đồng doanh thu và ~101 tỷ đồng lợi nhuận cho QNS từ năm 2021.
Khác	Tăng trưởng doanh thu	0%	Chúng tôi giả định các mảng kinh doanh của QNS tăng trưởng với tốc độ 0% trong giai đoạn dự phóng.

Từ những phân tích và giả định hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, FPTSS dự phóng kết quả kinh doanh của QNS trong 05 năm tiếp theo như sau:



V. KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ *(Quay lại trang 1)*

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu QNS là **38.600 đồng/cp** (+31% so với mức giá đóng cửa ngày 13/12/2019). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2019 của QNS đạt khoảng 8.689 tỷ đồng (+8,2% yoy). Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh giảm nhẹ, đạt 1.280 tỷ đồng (-5% yoy). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 1.130 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS đạt 3.166 đồng/cp.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	37.520	50%
2	Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	39.680	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)		38.600	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	11,38%	Phần bù rủi ro	10,96%
Chi phí sử dụng nợ	5,21%	Hệ số Beta	0,6
Chi phí sử dụng VCSH	13,47%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,1%	Thời gian dự phóng	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)	15.867
(+) Tiền mặt (tỷ đồng)	24
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	1.727
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	14.164
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	356,9
Giá mục tiêu (đồng/cp)	39.680
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	13.394
Giá mục tiêu (đồng/cp)	37.520

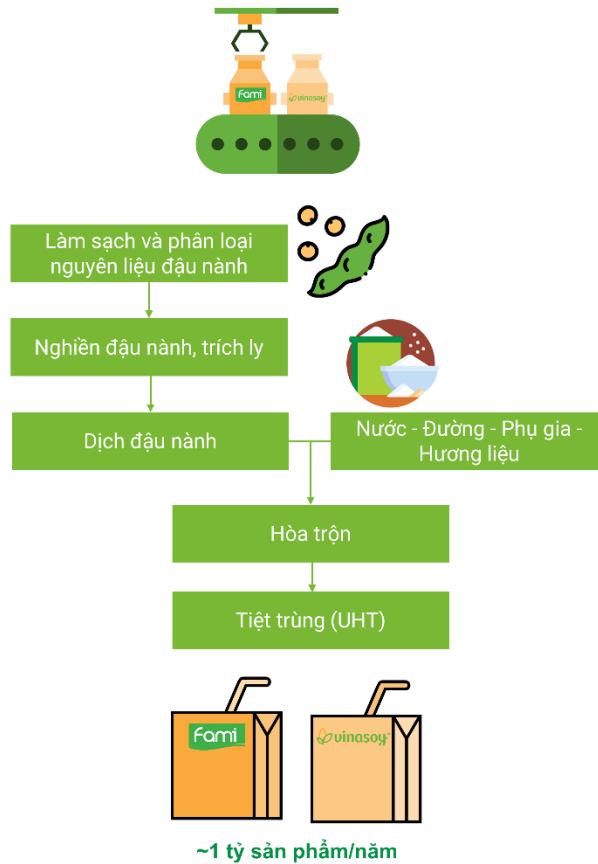
TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	8.031	8.689	9.461	10.080
- Giá vốn hàng bán	5.737	6.383	6.712	7.073
Lợi nhuận gộp	2.294	2.306	2.749	3.008
- Chi phí bán hàng	762	840	914	974
- Chi phí quản lý DN	176	166	181	193
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.357	1.300	1.654	1.841
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(9)	(20)	(10)	(13)
- Lợi nhuận khác	57	-	-	-
LN trước thuế, lãi vay	1.405	1.280	1.644	1.828
- Chi phí lãi vay	90	90	90	90
Lợi nhuận trước thuế	1.405	1.280	1.644	1.828
- Thuế TNDN	165	150	193	214
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	1.240	1.130	1.451	1.614
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST của cổ đông CT Mẹ	1.240	1.130	1.451	1.614
EPS (đ)	4.239	3.166	4.065	4.521
EBITDA	1.898	1.797	2.160	2.345
Khấu hao	493	517	517	517
Tăng trưởng doanh thu	5%	8%	9%	7%
Tăng trưởng LN HĐKD	18%	-4%	27%	11%
Tăng trưởng EBIT	23%	-9%	28%	11%
Tăng trưởng EPS	-15%	-25%	28%	11%
Chỉ số khả năng sinh lời	2018	2019F	2020F	2021F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28,6%	26,5%	29,1%	29,8%
Tỷ suất LNST	15,4%	13,0%	15,3%	13,8%
ROE DuPont	25,2%	20,6%	25,0%	25,8%
ROA DuPont	16,5%	13,9%	17,1%	17,9%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	17,5%	14,7%	17,4%	18,1%
LNST/LNTT	88,3%	88,3%	88,3%	88,3%
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	107,1%	106,7%	111,2%	111,6%
Đòn bẩy tài chính	152,5%	148,6%	146,9%	144,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày phải thu	2,45	2,45	2,45	2,45
Số ngày tồn kho	28,81	29,96	29,96	29,96
Số ngày phải trả	21,11	20,00	20,00	20,00
Thời gian luân chuyển tiền	10,15	12,40	12,40	12,40
COGS / Hàng tồn kho	9,80	12,18	12,18	12,18
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019E	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	1,21	1,09	1,41	1,78
CS thanh toán nhanh	0,99	0,89	1,21	1,58
CS thanh toán tiền mặt	0,81	0,71	1,02	1,38
Nợ / Tài sản	0,22	0,21	0,20	0,19
Nợ / Vốn CSH	0,32	0,31	0,29	0,26
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,32	0,31	0,29	0,26
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	15,61	14,22	18,26	20,31

CĐKT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	418	185	1.086	2.139
+ Đầu tư TC ngắn hạn	1.699	1.699	1.699	1.699
+ Các khoản phải thu	468	471	512	545
+ Hàng tồn kho	585	524	551	581
+ Tài sản ngắn hạn khác	8	8	8	8
Tổng tài sản ngắn hạn	3.178	2.886	3.856	4.971
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	7.996	9.083	9.083	9.083
+ Khấu hao lũy kế	(3.641)	(4.151)	(4.661)	(5.170)
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	4.354	4.932	4.422	3.912
+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	221	221	221	221
+ Xây dựng CBDD	214	214	214	214
Tổng tài sản dài hạn	4.823	5.394	4.877	4.361
Tổng Tài sản	8.002	8.280	8.733	9.331
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	446	476	518	552
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.727	1.727	1.727	1.727
+ Quỹ khen thưởng	52	-	-	-
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0
+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
+ Phải trả dài hạn khác	19	19	19	19
Nợ dài hạn	27	19	19	19
Tổng nợ	2.649	2.678	2.751	2.806
+ Thặng dư	288	353	353	353
+ Vốn điều lệ	2.926	3.569	3.569	3.569
+ LN chưa phân phối	2.467	1.946	2.326	2.869
Vốn chủ sở hữu	5.353	5.602	5.982	6.525
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	8.002	8.280	8.733	9.331
LCTT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền đầu năm	528	418	185	1.086
Lợi nhuận sau thuế	1.405	1.130	1.451	1.614
+ Khấu hao	493	517	517	517
+ Điều chỉnh	(208)	(61)	(0)	(0)
+ Thay đổi vốn lưu động	(150)	148	5	(7)
Tiền từ hoạt động KD	1.540	1.734	1.972	2.124
+ Chi mua sắm TSCĐ	(566)	(1.087)	-	-
+ Tăng (giảm) đầu tư	(948)	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	53	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(1.461)	(1.087)	-	-
+ Cổ tức đã trả	(328)	(946)	(1.071)	(1.071)
+ Tăng (giảm) vốn	(0)	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	(189)	(881)	(1.071)	(1.071)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(110)	(234)	901	1.053
Tiền cuối năm	418	185	1.086	2.139

VI. PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 1: Quy trình sản xuất sữa đậu nành Vinasoy *(Quay lại)*



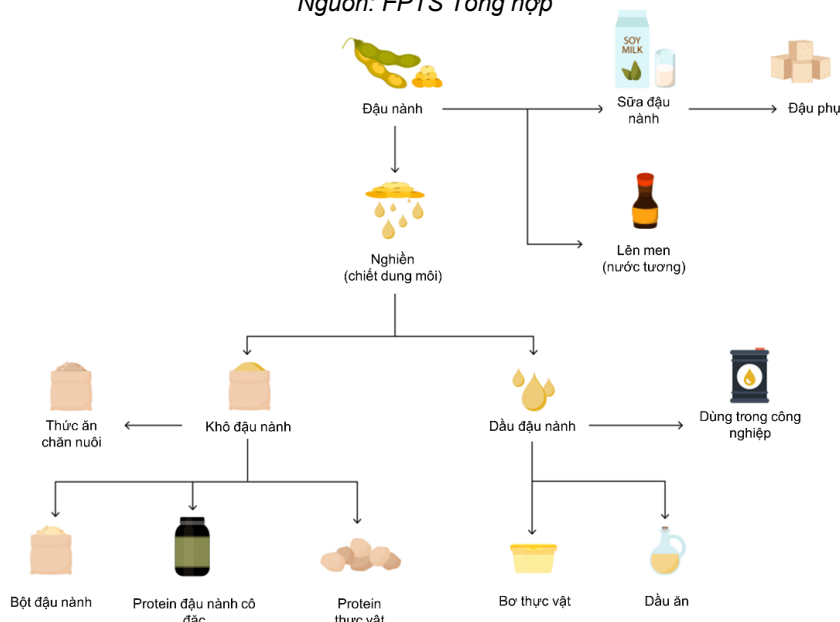
PHỤ LỤC 2: Tổng quan thị trường đậu nành thế giới

(1) Sơ lược về đậu nành

Đậu nành (đậu tương) có nguồn gốc từ Châu Á và là nguồn thực vật giàu protein, đáp ứng nhu cầu đạm trong khẩu phần ăn hàng ngày của người và thức ăn chăn nuôi. Đậu nành được thu hoạch trong khoảng 90 ngày sau khi trồng. Đậu nành được sử dụng dưới 02 hình thức chính (1) Đậu nành nguyên hạt dùng để sản xuất sữa đậu nành, đậu phụ, nước tương... (2) Đậu nành được nghiền ra khô đậu nành và dầu đậu nành.

Công dụng của đậu nành

Nguồn: FPT S Tổng hợp

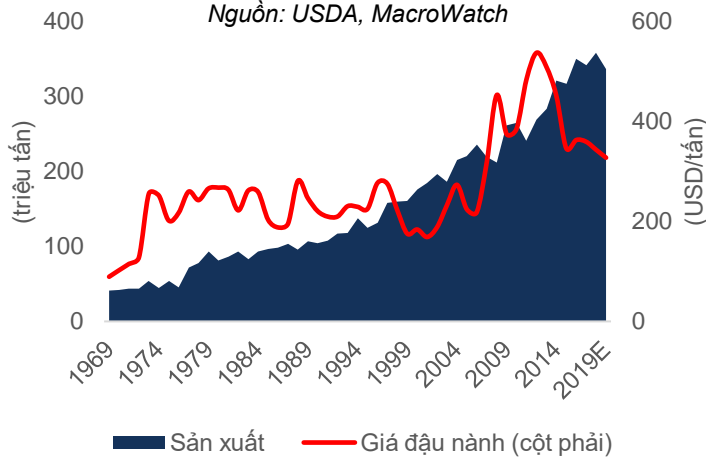


(2) Tình hình sản xuất và tiêu thụ đậu nành thế giới

Năm 2018, sản lượng đậu nành thế giới đạt 358,2 triệu tấn (+4,9% yoy), từ 125,5 triệu ha trồng (năng suất trung bình 2,85 tấn/ha). Tiêu thụ đậu nành thế giới tăng nhẹ, đạt 344,2 triệu tấn (+1,7% yoy). Thị trường đậu nành thế giới dần bước vào giai đoạn bão hòa, tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2019 – 2028F ước giảm còn 31% so với mức tăng trưởng 47% của giai đoạn trước (theo OECD-FAO).

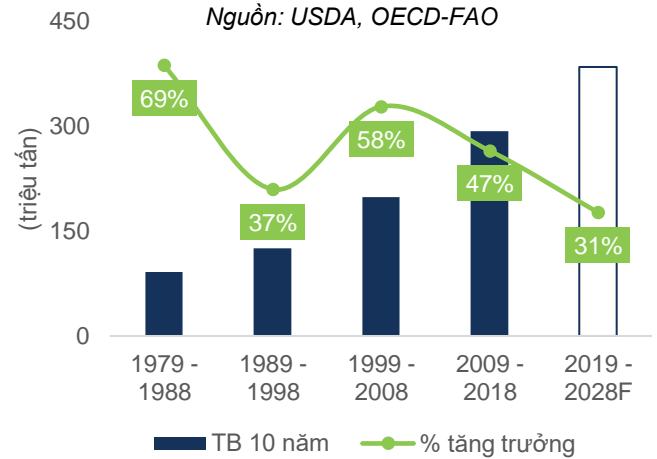
Biến động sản lượng sản xuất và giá đậu nành thế giới 1969 - 2019E

Nguồn: USDA, MacroWatch



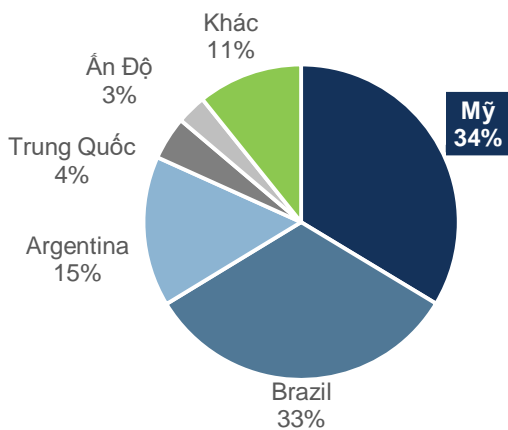
Sản lượng tiêu thụ đậu nành thế giới và tốc độ tăng trưởng tiêu thụ

Nguồn: USDA, OECD-FAO

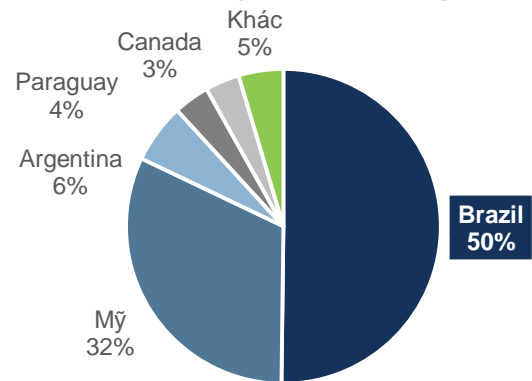


(3) Các quốc gia có ảnh hưởng lớn tới thị trường đậu nành thế giới năm 2018

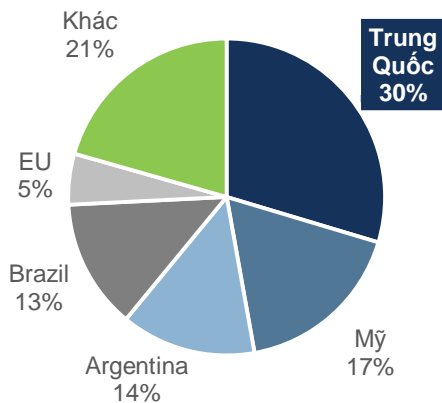
Top các quốc gia sản xuất đậu nành



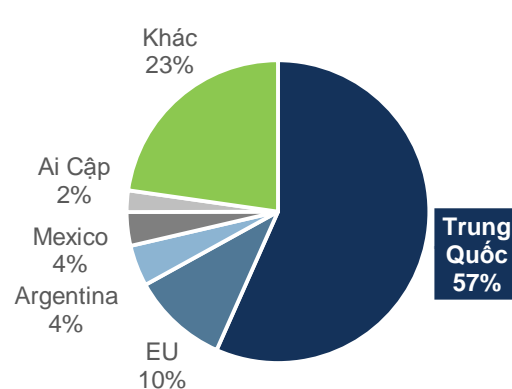
Top các quốc gia xuất khẩu đậu nành



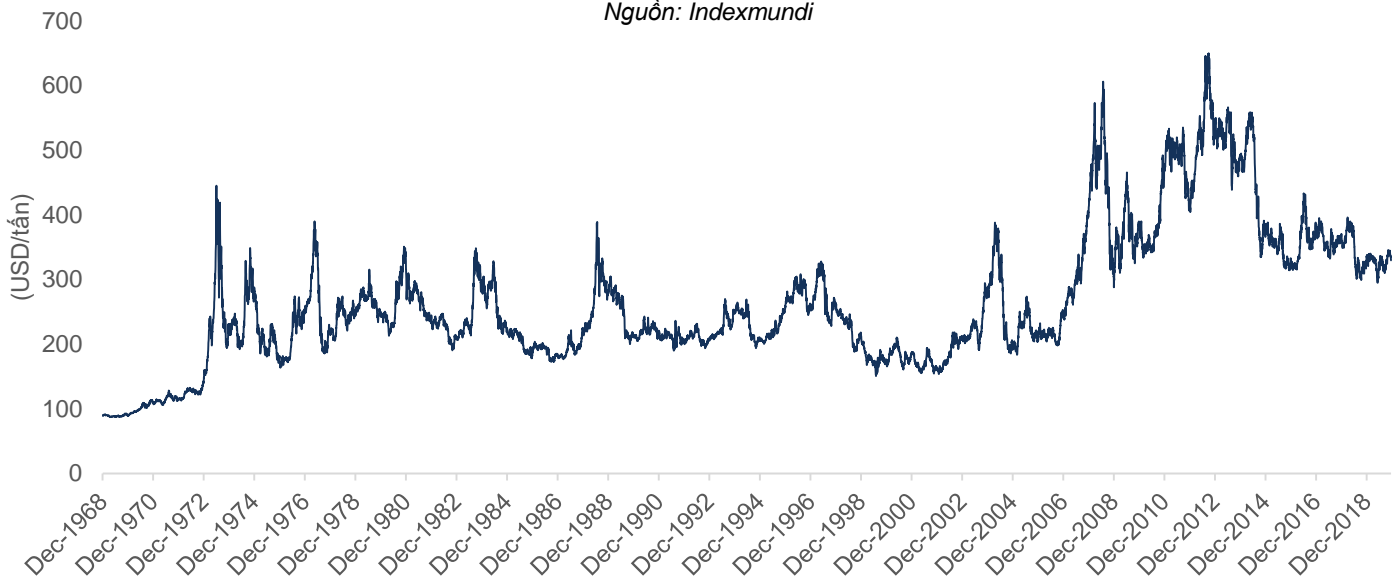
Top các quốc gia tiêu thụ đậu nành

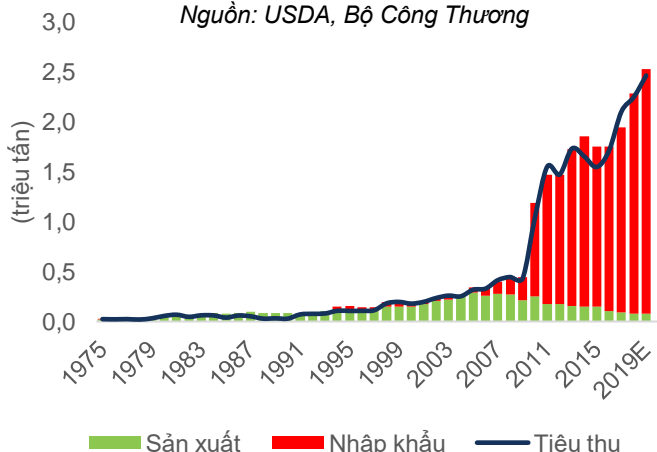


Top các quốc gia nhập khẩu thị trường



[\(Quay lại\)](#)

PHỤ LỤC 3: Biến động giá đậu nành thế giới
Biến động giá đậu nành thế giới 1968 - 2019
Nguồn: Indexmundi

Biến động ngắn hạn (2018 - 2019)
Nguồn: Indexmundi

[\(Quay lại\)](#)
PHỤ LỤC 4: Tổng quan thị trường đậu nành tại Việt Nam
Tình hình sản xuất và tiêu thụ đậu nành tại Việt Nam
Nguồn: USDA, Bộ Công Thương


Diện tích trồng cây đậu nành tại Việt Nam không ổn định, năng suất thấp (~1,6 tấn/năm, thấp hơn TB thế giới khoảng 40%) do giống và kỹ thuật canh tác còn lạc hậu.

Từ năm 2010, nhu cầu tiêu thụ đậu nành trong nước tăng vọt cùng với sự tăng trưởng mạnh mẽ của nhu cầu thức ăn chăn nuôi. Theo Báo cáo Xuất nhập khẩu (Bộ Công Thương Việt Nam), năm 2018, sản lượng đậu nành trong nước đạt 0,08 triệu tấn (-20,6% yoy), chỉ đáp ứng được ~5% nhu cầu trong nước. Nhập khẩu đậu nành năm 2018 đạt ~2 triệu tấn (+10,8% yoy), tương đương với kim ngạch nhập khẩu ở mức 774 triệu USD (+9,3% yoy). Mỹ (đóng góp 73%), Brazil (18%) và Canada (7%) là 03 thị trường chính cung cấp đậu nành cho Việt Nam.

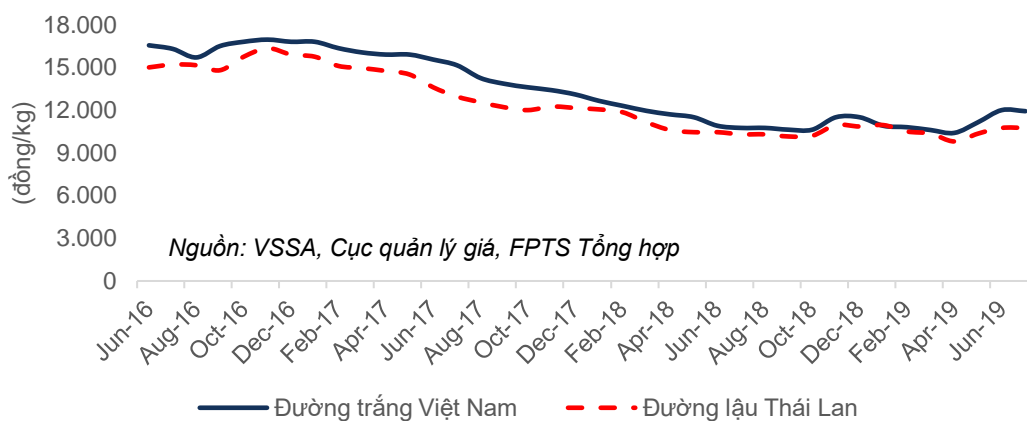
[\(Quay lại\)](#)

PHỤ LỤC 5: Đường lạt Thái Lan

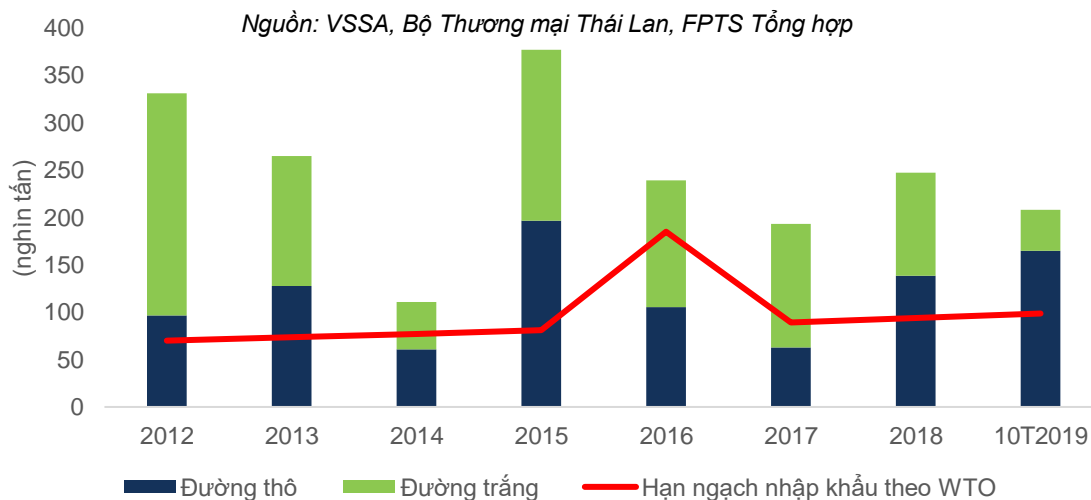
Tới thời điểm hiện tại, hạn ngạch nhập khẩu đường vào Việt Nam vẫn bị giới hạn bởi hạn ngạch WTO. Năm 2018, một số doanh nghiệp tại Việt Nam có thực hiện nhập khẩu đường ngoài hạn ngạch, nhưng chỉ khoảng ~100.000 tấn đường/năm (theo dạng tạm nhập – tái xuất). Những số liệu về sản lượng đường xuất khẩu của Thái Lan sang Việt Nam mỗi năm đều lớn hơn mức hạn ngạch cho phép và mức nhập khẩu thêm của các doanh nghiệp trong nước (Số liệu từ Bộ Thương mại Thái Lan), điều này cho thấy sản lượng đường nhập lạt vào Việt Nam từ Thái Lan luôn ở mức cao.

Theo chia sẻ của Hiệp hội Mía đường Việt Nam VSSA, đường lạt được đưa vào Việt Nam với số lượng nhỏ mỗi lần, nhưng diễn ra liên tục và rất khó kiểm soát, khiến cho sản lượng đường lạt lên tới con số rất lớn. Sản lượng đường lạt được VSSA thống kê ước khoảng 300.000 – 500.000 tấn/năm, nhưng Hiệp hội cũng cho biết, con số này thực tế có thể lên tới gần 1 triệu tấn đường (~67% sản lượng đường sản xuất trong nước).

Biến động giá đường trắng RS trong nước và giá đường lạt Thái Lan tại Việt Nam



Sản lượng đường Thái Lan xuất khẩu sang Việt Nam và hạn ngạch nhập khẩu của Việt Nam



[\(Quay lại\)](#)

PHỤ LỤC 6: Đường lạt Trung Quốc

Hiện tại, ngành đường Việt Nam và Trung Quốc đang thực hiện **Hiệp định ASEAN – Trung Quốc (ACFTA)** với nội dung cắt giảm thuế nhập khẩu đường mía và củ cải từ Trung Quốc vào các quốc gia ASEAN. Đặc biệt trong đó, việc (1) không giới hạn hạn ngạch và (2) thuế nhập khẩu 0% của mặt hàng các chất tạo ngọt đã dẫn đến tình trạng **đường lạt HFCS giá rẻ**, thấp hơn đường mía khoảng 10%, tràn từ Trung Quốc về Việt Nam với số lượng lớn mỗi năm, ảnh hưởng tiêu cực tới ngành đường trong nước. Mức nhập khẩu đường lạt về Việt Nam năm 2018 lên tới 140.000 tấn (10% nhu cầu sử dụng đường nội địa).

[\(Quay lại\)](#)

PHỤ LỤC 7: Chi tiết hiệp định ATIGA

Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA): Trong số các hiệp định thương mại, hiệp định ATIGA có tác động lớn nhất tới toàn ngành đường trong nước, cả về mặt tích cực và tiêu cực. Tỷ trọng nhập khẩu đường từ ASEAN vào Việt Nam chiếm hơn 60% tổng hạn ngạch nhập khẩu mỗi năm. Hiệp định ATIGA được ký kết từ 02/2009 và có hiệu lực từ năm 2010, cho phép các quốc gia trong khu vực ASEAN được tự do trao đổi hàng hóa, trong đó có mặt hàng đường, mà không bị rào cản bởi thuế và hạn ngạch nhập khẩu. Các nước trong khu vực sẽ giảm mức thuế nhập khẩu đường về 0%, trừ Việt Nam (5%), Philippines (5%), Indonesia (5-10%), Myanmar (0-5%) và Campuchia (5%).

Tác động của Hiệp định ATIGA đối với ngành đường Việt Nam:

Trước khi hiệp định ATIGA có hiệu lực đối với mặt hàng đường, hạn ngạch nhập khẩu được tính chung bởi hạn ngạch WTO, tuy nhiên thuế nhập khẩu chỉ ở mức 5% (thay vì 25% của WTO); sản lượng nhập khẩu ngoài hạn ngạch vẫn sẽ chịu thuế nhập khẩu ở mức 85%.

ATIGA hiện được dự kiến có hiệu lực đối với mặt hàng đường vào ngày 01/01/2020. Toàn bộ hạn ngạch nhập khẩu đường từ các nước ASEAN sẽ bị xóa bỏ, do đó, thuế nhập khẩu sẽ ở mức 5% khi nhập khẩu đường từ các quốc gia ASEAN vào Việt Nam từ ngày 01/01/2020.

Cụ thể, tác động của ATIGA tới ngành đường Việt Nam như sau:

Trước ATIGA	Sau ATIGA
<p>1. Hạn ngạch nhập khẩu:</p> <p>Hạn ngạch theo hiệp định WTO (năm 2018 là 94.000 tấn đường, tăng 5%/năm) và hiệp định giữa Việt Nam – Lào (50.000 tấn, thuế 2,5%)</p>	<p>1. Bỏ hạn ngạch nhập khẩu từ các nước ASEAN (không bị tính chung bởi hạn ngạch WTO).</p>
<p>2. Thuế nhập khẩu:</p> <p>Trong hạn ngạch: 5%</p> <p>Ngoài hạn ngạch: 80 - 85%</p>	<p>2. Thuế nhập khẩu từ các nước trong khu vực ASEAN vào Việt Nam sẽ chỉ còn 5%.</p>

→ Tác động tiêu cực:

Do vị trí địa lý nằm gần Thái Lan (quốc gia sản xuất đường #4, xuất khẩu #2 thế giới), đường nội địa sẽ gặp phải cạnh tranh lớn với đường Thái giá rẻ nhập khẩu chính ngạch về Việt Nam, bên cạnh đường lậu nhập khẩu từ nước này. **Đường Thái Lan là đối thủ chính của toàn ngành và các doanh nghiệp mía đường Việt Nam.**

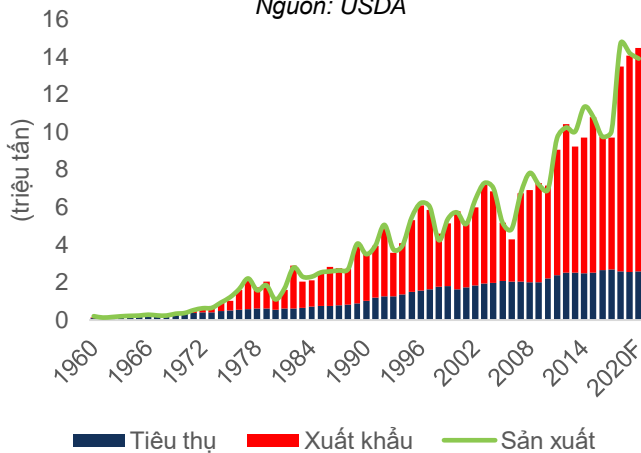
→ Tác động tích cực:

- Một số doanh nghiệp ngành đường và doanh nghiệp chế biến thực phẩm – đồ uống có thể **nhập khẩu trực tiếp đường thô giá rẻ từ Thái Lan để luyện đường**, hoặc dùng làm nguyên liệu chế biến.
- Cơ hội để Việt Nam xuất khẩu đường sang các quốc gia thâm hụt đường trong khu vực như: Myanmar, Indonesia, Singapore... nếu có khả năng cạnh tranh về giá.

[\(Quay lại\)](#)

PHỤ LỤC 8: Tổng quan ngành đường và các chính sách ngành đường Thái Lan [\(Quay lại\)](#)
Tình hình sản xuất và tiêu thụ đường tại Thái Lan

Nguồn: USDA



Thái Lan là nước sản xuất đường lớn nhất trong khu vực Đông Nam Á và đứng thứ #4 trên thế giới; đứng thứ #2 thế giới về xuất khẩu (chỉ sau Brazil). Tại Thái Lan, ngành công nghiệp mía đường rất được Chính phủ nước này quan tâm và được coi là một trong những công cụ chính trị nhằm đảm bảo đời sống, trật tự, an ninh xã hội cho người dân Thái Lan tại những khu vực miền núi, khó khăn về kinh tế. Do đó, ngành mía đường tại quốc gia này nhận được sự quan tâm và bảo hộ chặt chẽ của Chính phủ.

Niên vụ 2019/20, USDA dự báo sản lượng đường sản xuất tại Thái giảm nhẹ 7% còn 13,5 triệu tấn; tiêu thụ trong nước ở mức 2,6 triệu tấn; xuất khẩu được kỳ vọng tăng 13% yoy đạt 10,5 triệu tấn; tồn kho tiếp tục ở mức cao 10 triệu tấn (+4,8% yoy) sau giai đoạn sản xuất kỷ lục ở niên vụ 2017/18.

Tháng 06/2017, Brazil kiện chính sách ngành đường của Thái Lan lên WTO, cho rằng chính sách hỗ trợ xuất khẩu của Thái Lan khiến giá đường xuất khẩu của nước này thấp hơn so với các quốc gia xuất khẩu đường khác. Để xử lý vụ kiện, ngày 15/01/2018, chính phủ Thái Lan đã đưa ra những thay đổi tạm thời trong cơ chế và chính sách ngành đường như sau:

Chính sách cũ (Luật Mía đường 1984)
Dự kiến thay đổi (2018)
Chính sách sản xuất
(1) Hạn ngạch sản xuất

Hạn ngạch theo thứ tự Quota A – B – C

► **Quota A: Sản lượng tiêu dùng nội địa** được OCSB (Hiệp hội mía đường Thái Lan) tính hàng năm theo nhu cầu thị trường (1,2 – 1,3 triệu tấn/năm) và phân bổ về các nhà máy.

► **Quota B: Xuất khẩu 800.000 tấn đường thô**, trong đó các nhà máy tự xuất khẩu trực tiếp 400.000 tấn, còn lại OCSB sẽ xuất khẩu. Giá xuất khẩu của Quota B sẽ do OCSB đưa ra.

► **Quota C: Lượng đường còn lại được xuất khẩu** thông qua các công ty được cấp phép theo giá hợp đồng tương lai New York #11 (đường thô) và London #5 (đường tinh luyện).

Bỏ hạn ngạch và giá xuất khẩu theo hạn ngạch. Dự kiến, hạn ngạch duy nhất được giữ lại là 250.000 tấn đường nội địa tối thiểu được dự trữ hàng tháng để đảm bảo nhu cầu đường thị trường nội địa.

(2) Chính sách chia lợi nhuận

Giá mía được OCSB ấn định vào đầu niên vụ. Các doanh nghiệp trả phí mua mía theo mức ấn định. Lợi nhuận thu được từ các nhà máy sẽ được chia cho nông dân với tỷ lệ 70:30 (nông dân – nhà máy). Vào cuối vụ, nếu có chênh lệch giá mía khiến nông dân bị thiệt hại, Quỹ Mía và Đường sẽ hỗ trợ nông dân.

Bỏ chính sách trợ giá cho khoản chênh lệch mua mía đầu kỳ và cuối kỳ. Giá mía nguyên liệu dự kiến sẽ tăng nhẹ, khiến giá thành đường tăng. Dự kiến giá mía niên vụ 2019/20 ở mức 800 baht/tấn mía (+14,2%) Tuy nhiên, Chính phủ nước này vẫn sẽ hỗ trợ khoảng 103 baht/tấn mía cho nông dân (50 baht từ Ngân sách nhà nước và 53 baht từ Quỹ Mía và Đường).

(3) Mở rộng diện tích VNL và xây thêm nhà máy

Hiện có tổng số 54 nhà máy luyện đường. Các NMD chỉ được xây dựng khi được nhà nước cấp phép. NMD xây mới không được phép nhỏ hơn 6.000 TMN và chỉ được cách xa vùng nguyên liệu trong bán kính 50 km.

Lập các Vùng nông nghiệp (Agricultural Zoning) để giúp NMD xây dựng vùng nguyên liệu, chuyển dịch các loại cây trồng không hiệu quả sang trồng mía.

Chính sách tiêu thụ [\(Quay lại\)](#)

(1) Thả nổi giá đường nội địa	Giá đường trong nước cố định ở mức 21 baht/kg (15.000 đồng/kg). Áp dụng mức thuế đặc biệt 5 baht/kg (3.500 đồng). Mức giá này cao hơn giá đường quốc tế khoảng 50%. Phần thuế đặc biệt được dùng để hỗ trợ Quỹ Mía và Đường.	Thả nổi giá đường nội địa theo giá quốc tế. Tuy nhiên, mặt hàng đường nằm trong danh sách các mặt hàng được kiểm soát bởi Bộ Thương Mại nước này, mức giá trần vẫn được áp dụng ở mức 23,5 baht/kg. Ngoài ra, mức “thuế đặc biệt” được hủy bỏ và thay bằng “price premium” ở mức 5 baht/kg. Khoản tăng thêm được sử dụng để hỗ trợ Quỹ Mía và Đường.
--------------------------------------	--	---

(2) Thuế tiêu thụ đặc biệt đối với ngành Đồ uống	Ngày 15/09/2017, luật thuế tiêu thụ đặc biệt của Thái Lan có hiệu lực và được thực hiện từ 15/09/2019. Các loại đồ uống có đường sẽ chịu mức thuế suất cao hơn 5 – 10% so với đồ uống không đường (hoặc chỉ sử dụng chất tạo ngọt nhân tạo). → Nhu cầu sử dụng đường công nghiệp tại Thái được kỳ vọng giảm 2%.
---	--

Ảnh hưởng

- 1) Nông dân trồng mía: sẽ không được hưởng trợ cấp nếu như giá mía nguyên liệu thấp hơn kỳ vọng
- 2) Người tiêu dùng Thái Lan: hưởng lợi từ đường nội địa giá rẻ, nhu cầu tiêu thụ dân dụng được kỳ vọng tăng; nhu cầu tiêu thụ công nghiệp dự kiến giảm
- 3) Nhà máy đường: giá thành sản xuất tăng nhẹ, cần tính lại giá mua mía để đảm bảo lợi nhuận

Nguồn: Hiệp hội Mía và đường Thái Lan OCSB, Bộ Nông nghiệp Mỹ USDA, FPTTS Tổng hợp

Tới tháng 10/2019, Chính phủ Thái Lan vẫn chưa đưa ra điều chỉnh cuối cùng của Luật Mía đường nước này, do đó những thay đổi trên vẫn còn hiệu lực cho niên vụ 2019/20 (đã bắt đầu từ T7/2019, vụ ép mía bắt đầu vào T12/2019).

PHỤ LỤC 9: Ước tính giá bán đường Thái Lan nhập khẩu chính ngạch

Giá đường trong nước phụ thuộc rất lớn vào giá đường lậu Thái Lan. Trước mắt, khi chỉ có đường lậu Thái Lan, các doanh nghiệp mía đường trong nước sẽ cạnh tranh với đường lậu tại phân khúc khách hàng tiêu dùng – bán lẻ (B2C) và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME). Từ năm 2020 (ATIGA có hiệu lực), đường Thái Lan được nhập khẩu chính ngạch với số lượng lớn, cạnh tranh ở phân khúc khách hàng công nghiệp lớn (B2B) sẽ gia tăng sau hội nhập. Theo ước tính của FPTTS, giá thành sản xuất đường trắng tại Thái Lan đạt mức trung bình 8.000 đồng/kg đường trắng. Do giá mua mía tại nước này được ấn định ở mức trung bình 630.000 – 650.000 đồng/tấn. Giá xuất khẩu FOB đường trắng của Thái Lan trong năm 2018 đang ở mức trung bình 10,8 baht/kg (7.874 đồng/kg - theo USDA). Hiện tại giá xuất khẩu của Thái Lan đang thấp ngang với mức giá thành của họ, nhằm mục đích cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu thế giới.

Giá thành sản xuất đường trắng RS trung bình

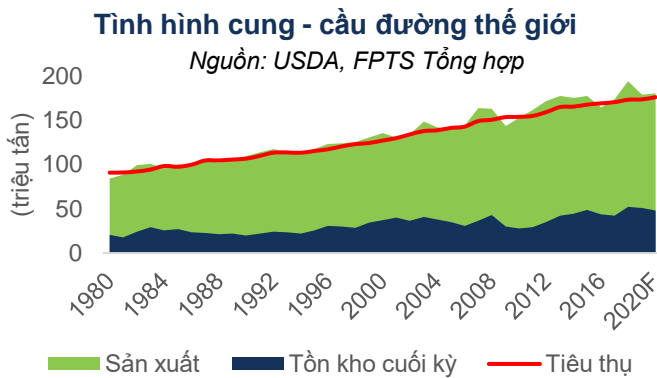
	Việt Nam	Thái Lan
Giá mía (đồng/tấn)	1.100.000	650.000
Hiệu suất đường/mía (kg đường/tấn mía)	99	109
Chi phí mía/kg đường	10.101	5.963
Giá thành sản xuất đường trắng (đồng/kg)	13.468	7.951

Giá bán tối thiểu đường Thái Lan tại Việt Nam

Chi phí	đồng/kg
Giá thành sản xuất	8.000
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	10.000 - 10.500

Nguồn: Hiệp hội mía đường Việt Nam VSSA, Hiệp hội Mía và Đường Thái Lan OCSB, FPTTS Tổng hợp và Ước tính

[\(Quay lại\)](#)

PHỤ LỤC 10: Chi tiết dự báo tình hình sản xuất đường thế giới vụ 2019/20


Theo báo cáo T11/2019 của Bộ Nông nghiệp Mỹ USDA, dự báo trong niên vụ 2019/20, sản lượng đường thế giới tiếp tục giảm còn 174,1 triệu tấn (-3,2% yoy) do (1) Ảnh hưởng của El Nino tới các vùng mía nguyên liệu được trồng trong vụ 2018/19; (2) Quốc gia dẫn đầu xuất khẩu đường, Brazil, tăng tỷ lệ sử dụng mía để sản xuất ethanol.

Tiêu thụ được kỳ vọng tăng nhẹ 0,8%, đạt 174,7 triệu tấn. Tồn kho vẫn dồi dào ở mức 49,6 triệu tấn đường (-10% yoy). Cụ thể:

Dự báo sản lượng sản xuất niên vụ 2019/20 (đơn vị: triệu tấn)

Nguồn: USDA (cập nhật tháng 11/2019), FPTS Tổng hợp

Quốc gia	Niên vụ 2018/19	Niên vụ 2019/20F	% yoy	Tỷ trọng vụ 2019/20	Nguyên nhân
Brazil	29,5	29,4	-0,5%	16,9%	- Tỷ trọng mía dùng để sản xuất ethanol được kỳ vọng tăng lên tới 65% trong vụ 2019/20 (mức cao nhất trong 8 năm trở lại đây, vụ 2017/18 ở mức 54%, vụ 2018/19 ở mức 64,1%).
Ấn Độ	34,3	29,3	-14,6%	16,8%	- Thời tiết khô hạn, thiếu nước trong nửa đầu năm 2019 khiến diện tích vùng nguyên liệu và sản lượng vụ 2019/20 dự kiến giảm đáng kể.
EU	17,7	17,9	+0,7%	10,3%	- Thời tiết khô lạnh làm giảm sản lượng củ cải đường nguyên liệu nhưng được bù lại bởi hàm lượng đường trong củ cải tăng nhẹ.
Thái Lan	14,6	13,5	-7,1%	7,8%	- Lượng mưa giảm trong nửa đầu năm 2019 từ 40% - 70% (ảnh hưởng từ El Nino vụ trước), tác động tiêu cực tới năng suất mía khu vực Đông Bắc và miền Trung Thái Lan. - Nửa cuối năm 2019 (T8-9), mưa lớn ảnh hưởng tới chừa đường mía (mía được thu hoạch vào T12), hiệu suất luyện đường ước giảm nhẹ 1,2% yoy từ 111,3 kg đường/tấn mía còn 110 kg đường/tấn mía.
Trung Quốc	10,8	10,9	+1,2%	6,3%	- Đường mía (87,1%): Diện tích và sản lượng mía nguyên liệu tại tỉnh Quảng Tây được kỳ vọng tăng ~3% yoy (khu vực sản xuất 60% sản lượng đường của Trung Quốc) sau khi lãnh đạo tỉnh này hủy bỏ mức giá sàn mua mía cố định. - Đường củ cải (12,9%): Khu vực Nội Mông cố đạt sản lượng sản xuất kỷ lục +6% yoy, chính thức vượt qua Tân Cương, trở thành khu vực sản xuất đường củ cải lớn nhất Trung Quốc. Hai khu vực này đóng góp ~90% sản lượng đường củ cải toàn quốc.
Mỹ	8,2	7,8	-4,2%	4,5%	- Đường củ cải (54,4%): Điều kiện thu hoạch kém làm giảm sản lượng củ cải đường thu hoạch tại North Dakota và Minnesota. - Đường mía (45,6%): Thời tiết xấu ảnh hưởng tới năng suất mía và hiệu suất thu hồi đường tại Louisiana (đóng góp 47% sản lượng đường mía cả nước).
Mexico	6,8	6,1	-10,2%	3,5%	- Lũ lụt trong T6/2019 làm giảm sản lượng mía tại các vùng trọng điểm (-5% yoy).
Úc	4,7	4,5	-4,8%	2,6%	- Thời tiết khô hạn tại các vùng sản xuất mía chính (Queensland: ~95% sản lượng mía và phía Bắc New South Wales) khiến mía nguyên liệu của nước này kỳ vọng giảm ~5% trong vụ 2019/20.
Thế giới			-3,2%		

[\(Quay lại\)](#)

PHỤ LỤC 11: Dự báo diễn biến thời tiết thế giới niên vụ 2019/20

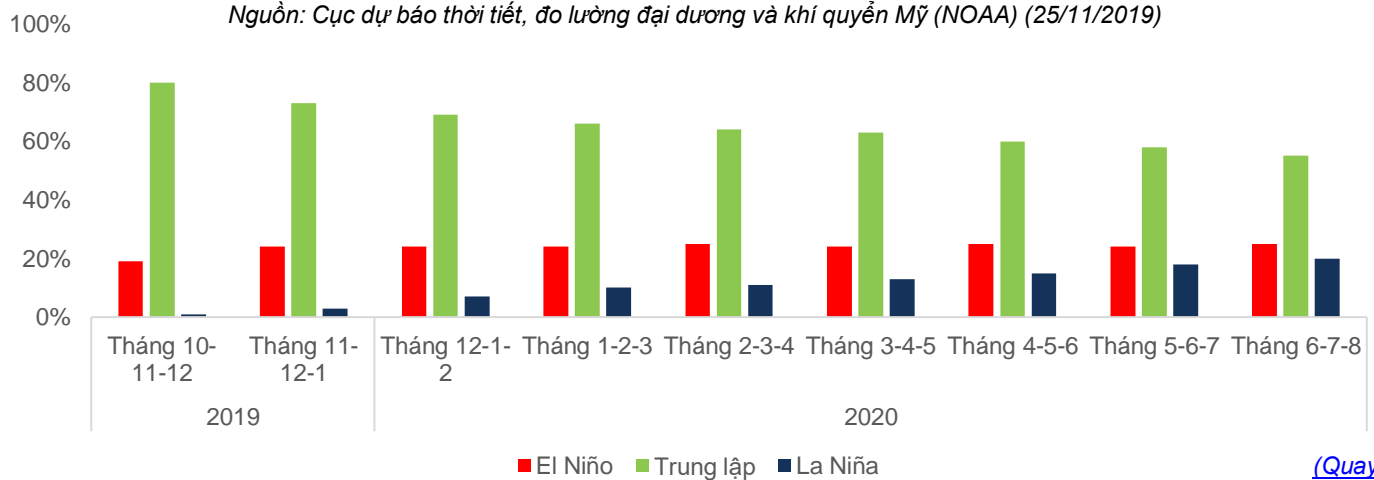
Với đặc thù là một ngành nông nghiệp, ngành đường không tránh khỏi những tác động của thời tiết lên vùng nguyên liệu. Các đợt El Nino và La Nina là những hiện tượng thời tiết cơ bản, ảnh hưởng tới nhiệt độ và lượng mưa tại các khu vực trên thế giới. Khi những hiện tượng này xảy ra với cường độ cao sẽ khiến cho sản lượng mía sụt giảm, hoặc làm giảm hàm lượng đường trong cây nguyên liệu, khiến cho tỷ suất thu hồi kém. Trong đó:

- ▶ **El Nino:** Gây mưa cho nửa Tây bán cầu (Brazil, Peru); gây khô hạn cho nửa đông bán cầu (Thái Lan, Việt Nam, Úc, Indonexia, Philippines). Nếu như hiện tượng El Nino cực mạnh diễn ra, các vùng mía ở Brazil sẽ bị mưa lớn, làm lượng đường trong mía cây giảm. Trong khi đó, ở những vùng bị hạn hán sẽ không đủ nước cung cấp cho mía, ngoài ra hàm lượng đường mía cũng dễ bị tiêu hao, thường xuyên xảy ra hiện tượng mía cháy. El Nino thường kéo dài từ 8 – 12 tháng, xuất hiện 3 – 4 năm một lần. Niên vụ 2018/19, hiện tượng El Nino đã ảnh hưởng đến các vùng nguyên liệu mía, trong đó có Việt Nam (-20% yoy). Sản lượng đường thế giới giảm 7,4% yoy, ở mức 179,8 triệu tấn đường.
- ▶ **La Nina:** Ngược lại với El Nino. Hiện tượng La Nina gây khô hạn cho nửa Tây bán cầu, và gây mưa cho bán cầu Đông. La Nina xảy ra với chu kỳ tương tự như El Nino, hoặc thưa hơn.
- ▶ Như vậy, một chu kỳ bao gồm El Nino và La Nina (còn gọi là **Chu kỳ ENSO**) thường bắt đầu vào các tháng hè, đạt cực đại vào các tháng cuối năm (Tháng 10), sau đó suy yếu và kết thúc vào các tháng đầu năm sau (Tháng 4). Trong quá khứ, El Nino xuất hiện mỗi 2 hoặc 7 năm, tuy nhiên, tần suất xuất hiện El Nino đang dần dày đặc trong những năm gần đây (3 – 4 năm một lần).

Khi các hiện tượng thời tiết này xảy ra, cung đường thế giới sẽ sụt giảm, và giá đường tăng lên. Theo nghiên cứu của Rabobank, không chỉ giá đường, mà giá của các hàng hóa nông nghiệp khác (đậu nành, café,...) đều bị ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết.

Dự báo xác suất xảy ra El Nino và La Nina niên vụ 2019/20

Nguồn: Cục dự báo thời tiết, đo lường đại dương và khí quyển Mỹ (NOAA) (25/11/2019)

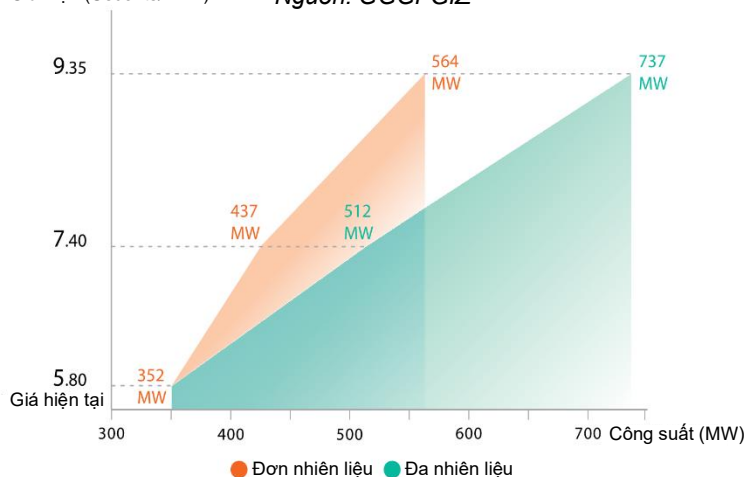


[\(Quay lại\)](#)

PHỤ LỤC 12: Tiềm năng năng lượng sinh khối ngành mía đường Việt Nam

Giá điện (Uscents/KWh)

Nguồn: GGGI-GIZ



Theo nghiên cứu của GGGI-GIZ, công suất tiềm năng của năng lượng sinh khối đồng phát ngành mía đường Việt Nam là 737 MW (+109%). Mức công suất này có thể sản xuất được 4.300 GWh điện mỗi năm (tương đương với lượng tiêu thụ của 630.000 hộ gia đình), giúp giảm được 2,7 triệu tấn khí thải CO₂ và tạo ra 2.180 việc làm xanh. Để đạt được mức công suất tiềm năng này, GGGI-GIZ khuyến nghị (1) Sử dụng kết hợp nhiều loại chất đốt như bã mía, rơm rạ, trấu, gỗ vụn; (2) EVN nâng giá mua điện đồng phát lên mức 9,35 Uscents/KWh (+61,2%).

[\(Quay lại\)](#)

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.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu QNS 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
100, Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888