

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

Chuyên viên phân tích

Email: ngocdb@fpts.com.vn

Tel: (8424) – 3773 7070 - Ext : 4312

Diễn biến giá cổ phiếu QNS và VNIndex

Thông tin giao dịch (03/04/2020)

| | |
|---------------------------------|---------|
| Giá hiện tại (đồng/cp) | 24.100 |
| Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp) | 42.446 |
| Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) | 20.000 |
| Số lượng CP niêm yết (triệu cp) | 356,9 |
| Số lượng CP lưu hành (triệu cp) | 351,1 |
| KLGD bình quân 30 ngày (cp) | 260.135 |
| % sở hữu nước ngoài | 0% |
| Vốn hóa (tỷ VNĐ) | 8.090 |
| P/E trailing 12 tháng (lần) | 5,6x |
| EPS trailing 12 tháng (đồng/cp) | 3.619 |

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 sửa 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 sửa 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 |

MẢNG SỬA ĐẬU NÀNH TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC, MẢNG ĐƯỜNG CÒN NHIỀU KHÓ KHĂN

Chúng tôi tiến hành cập nhật phân tích và định giá mã cổ phiếu QNS. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu QNS là **31.800 đồng/cp**, cao hơn mức giá hiện tại +32% ([chi tiết](#)). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2020 của QNS đạt khoảng 7.824,8 tỷ đồng (-1,9% yoy). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 1.091 tỷ đồng (-15,6% yoy), tương ứng với mức EPS đạt 3.056 đồng/cp ([chi tiết](#)).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

► **Sửa đậu nành tăng trưởng tích cực, kỳ vọng giá đậu nành nguyên liệu tiếp tục giảm trong ngắn hạn ([chi tiết](#))**

Mảng sửa đậu nành chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu và lợi nhuận của QNS. Tốc độ tăng trưởng mảng sửa của QNS đi cùng với nhu cầu sửa đậu nành tại Việt Nam được kỳ vọng tăng 10,5% trong giai đoạn 2020F – 2024F. Doanh thu sửa đậu nành năm 2019 đạt 4.266 tỷ đồng (+10,4% yoy), tương ứng với 56% cơ cấu doanh thu. Động lực tăng trưởng của doanh nghiệp đến từ các sản phẩm mới với giá trị gia tăng cao ([chi tiết](#)).

► **Đường nhập khẩu từ Thái Lan có dấu hiệu tăng đột biến, giá đường trong nước kỳ vọng chỉ cải thiện nhẹ trong 2020**

Do áp lực cạnh tranh với đường lậu Thái Lan giá rẻ, các doanh nghiệp đường trong nước gặp nhiều khó khăn trong tiêu thụ. Doanh thu mảng đường của QNS năm 2019 đạt 1.486 tỷ đồng (-34% yoy), sản lượng tiêu thụ giảm hơn 33% yoy ([chi tiết](#)). Năm 2020, Hiệp định ATIGA đã chính thức có hiệu lực, đường nhập khẩu từ Thái Lan có dấu hiệu tăng đột biến, ảnh hưởng trực tiếp tới giá đường trong nước ([chi tiết](#)).

► **Triển vọng phát triển năng lượng sinh khối, giá bán điện sinh khối tăng hơn 20%**

Quyết định số 08/2020/QĐ-TTg quy định sửa đổi giá bán điện sinh khối đồng phát lên mức 1.634 đồng/KWh, tương ứng với mức tăng 21%, từ ngày 25/04/2020, nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất đường – điện.

RỦI RO ĐẦU TƯ

► **Rủi ro biến động giá nguyên liệu đậu nành và giá 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**

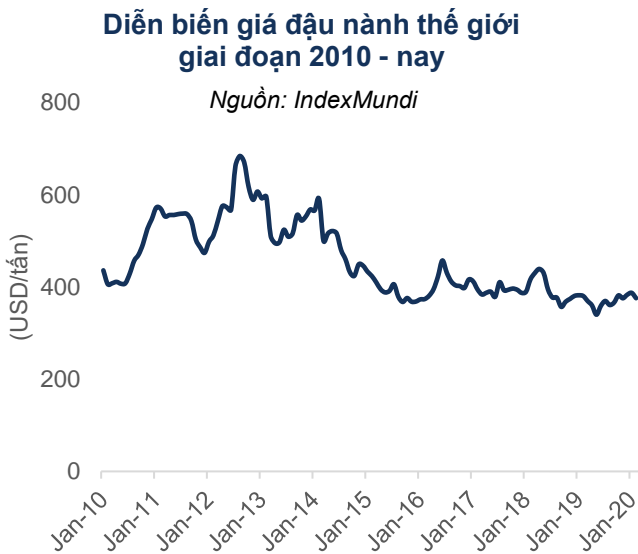
Hiện tượng El Nino năm 2019 tác động tiêu cực tới vùng nguyên liệu, ảnh hưởng tới kết quả sản xuất đường – điện của QNS.

Chi tiết: [Báo cáo định giá lần đầu T12/2019](#)

I. TỔNG QUAN MÀNG SỮA, ĐƯỜNG VÀ ĐIỆN

1. Màng sữa: Giá đậu nành nguyên liệu kỳ vọng giảm trong năm 2020, thị trường sữa nước phục hồi

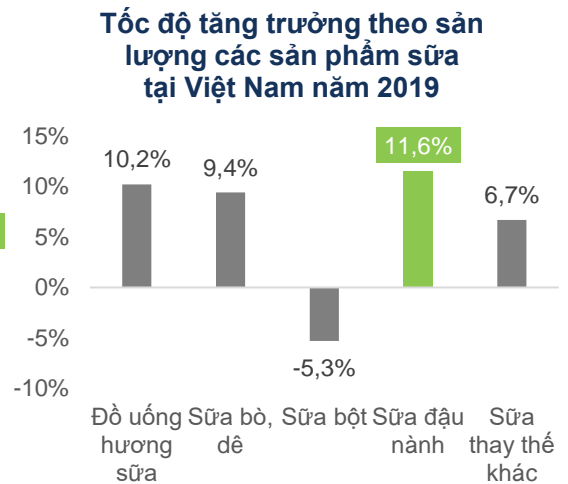
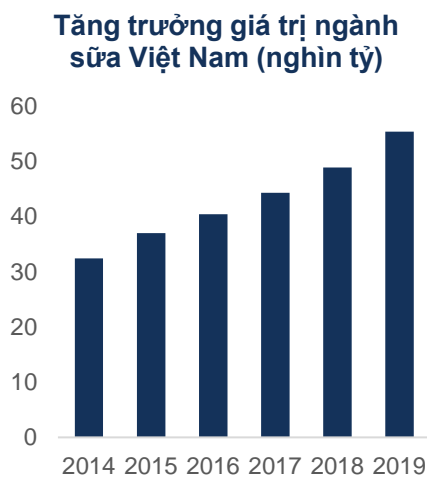
(1) Giá đậu nành thế giới giảm hơn 6% trong 2019, kỳ vọng tiếp tục giảm trong ngắn hạn



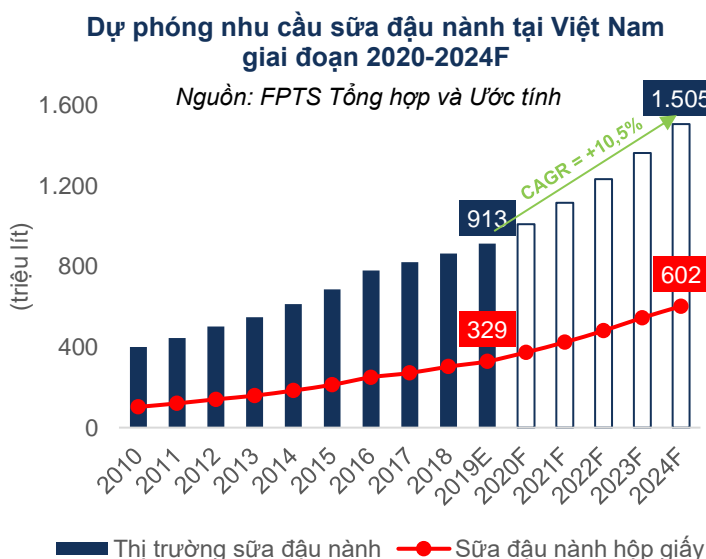
Giá đậu nành thế giới năm 2019 đạt mức trung bình 368,9 USD/tấn (-6,5% yoy), mức thấp nhất trong 10 năm trở lại đây, do (i) Căng thẳng chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, hai quốc gia có ảnh hưởng lớn đến thị trường đậu nành thế giới; (ii) Dịch tả lợn Châu Phi bùng phát vào T05/2019 tại Châu Á khiến nhu cầu thức ăn chăn nuôi với thành phần là đậu nành giảm mạnh.

Trong ngắn hạn 2020: Ngân hàng thế giới dự báo giá đậu nành thế giới sẽ giảm nhẹ khoảng 3,8% 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) Nhu cầu thức ăn chăn nuôi (nguyên liệu từ đậu nành) tại Châu Á giảm sau dịch tả lợn Châu Phi trong năm 2019.

(2) Nhu cầu sữa đậu nành tại Việt Nam kỳ vọng tăng 10,5% giai đoạn 2020F – 2024F



Nguồn: Euromonitor, FPTS Tổng hợp



Thị trường sữa Việt Nam đang có những chuyển biến tích cực. Doanh thu ngành sữa năm 2019 đạt hơn 55 nghìn tỷ đồng (+10,8% yoy), tốc độ tăng trưởng phục hồi sau giai đoạn giảm tốc 2016 – 2017. Trong đó, sữa đậu nành có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong các sản phẩm sữa, với mức tăng trưởng +11,6% yoy về sản lượng trong 2019.

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 hơn 1.500 triệu lít sữa đậu nành, trong đó sữa đậu nành hộp giấy chiếm khoảng 40% thị trường.

[\(Quay lại trang 1\)](#)

2. Màng đường: Giá đường thế giới khó phục hồi, giá đường trong nước cải thiện nhẹ

(1) Giá đường thế giới khó phục hồi trong năm 2020



Trong 03 tháng đầu năm 2020, giá đường thế giới biến động mạnh. Ngày 12/02/2020, giá đường thô thế giới ghi nhận mức 0,348 USD/kg, tương ứng với mức tăng 20,2% so với đầu năm, và +22% so với cùng kỳ 2019. Nguyên nhân do hiện tượng El Nino với diễn biến thời tiết khô hạn trong năm 2019 đã tác động tiêu cực tới sản lượng mía tại các quốc gia sản xuất đường lớn trên thế giới như Thái Lan (-34,3% yoy), Ấn Độ (-22% yoy).

Theo dự báo của Tổ chức Đường quốc tế ISO trong T02/2020, ngành đường thế giới kỳ vọng thâm hụt khoảng 9,4 triệu tấn đường (5,3%), sản lượng đường sản xuất ước đạt 166,7 triệu tấn (-7,3% yoy) trong niên vụ 2019/20.

Tuy nhiên, chỉ trong vòng 03 tuần, giá đường thô thế giới đã đảo chiều và giảm mạnh. Cuối T03/2020, giá đường thô thế giới giảm còn 0,237 USD/kg, gần chạm mức thấp nhất trong 05 năm trở lại đây, do:

(i) Đại dịch Covid-19 diễn ra trên toàn cầu ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp tiêu thụ đường. Theo dự báo của ISO, khi đại dịch được khống chế, nhu cầu đường thế giới dự kiến chỉ tăng nhẹ 1,3% trong năm 2020, đạt mức 176,1 triệu tấn đường.

(ii) Giá xăng sinh học ethanol T03/2020 tại Brazil giảm hơn 47,8% so với đầu năm 2020, còn 274 USD/m³ theo diễn biến giảm của giá dầu thế giới, khiến Brazil (quốc gia sản xuất đường #1 thế giới) có thể tăng tỷ lệ mía dùng để sản xuất đường (thay cho sản xuất ethanol).

[Phụ lục 01: Tương quan diễn biến giá xăng sinh học ethanol và giá đường tại Brazil](#)

Như vậy, mặc dù nguồn cung đường toàn cầu sẽ chứng kiến sự sụt giảm tại các khu vực sản xuất đường chính trên thế giới, nhưng với sản lượng tồn kho còn cao sau giai đoạn 2017 – 2019 (tồn kho cuối vụ 2018/19 toàn cầu đạt mức 55,1 triệu tấn đường), và diễn biến khó lường của giá xăng sinh học ethanol (chịu tác động bởi giá dầu), chúng tôi đánh giá, **giá đường thế giới khó có thể phục hồi trong năm 2020.**

(2) Giá đường trong nước cải thiện nhẹ

► Nguồn cung: Đường nhập khẩu từ Thái Lan tăng đột biến trong 02T2020

Tới T03/2020, các NMD trong nước vẫn chưa kết thúc vụ ép mía (dự kiến cuối T4-T5/2020). Lũy kế tới ngày 29/02/2020, ngành đường Việt Nam ép được khoảng 5,1 triệu tấn mía (-17,7% yoy), và sản xuất được 516.538 tấn đường các loại (-9,64% yoy). Theo ước tính của Hiệp hội Mía đường Việt Nam VSSA, kết thúc niên vụ 2019/20 (T6/2020) diện tích vùng nguyên liệu trong nước ước giảm hơn 20%, sản lượng đường sản xuất đạt khoảng 0,97 triệu tấn (-17,5% yoy) do:

(i) Hiện tượng El Nino trong năm 2019 gây ra thời tiết hạn hán, không thuận lợi cho hoạt động sản xuất mía, hiện tượng mía cháy xảy ra thường xuyên. Trong đó, khu vực miền Trung – Tây Nguyên chịu ảnh hưởng nghiêm trọng nhất từ tác động của thời tiết (-31% yoy);

(ii) Giá đường giảm từ niên vụ 2017/18 khiến các doanh nghiệp giảm giá thu mua mía, các hộ dân bỏ mía để trồng các loại cây khác, đặc biệt tại Đông Nam Bộ (-19% yoy) và Đồng bằng Sông Cửu Long (-36% yoy).

Bên cạnh cung đường sản xuất trong nước, ngành đường Việt Nam còn nhập khẩu đường, bao gồm:

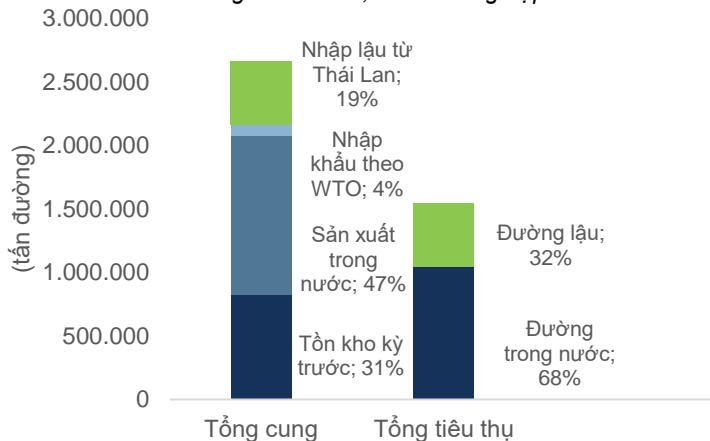
(i) 26.000 tấn đường được đấu giá vào T11/2019 theo hạn ngạch nhập khẩu của Hiệp định WTO (Hạn ngạch năm 2019 là 98.000 tấn đường), đã được các doanh nghiệp thực hiện nhập khẩu vào T01/2020;

(ii) Đường nhập khẩu qua Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA).

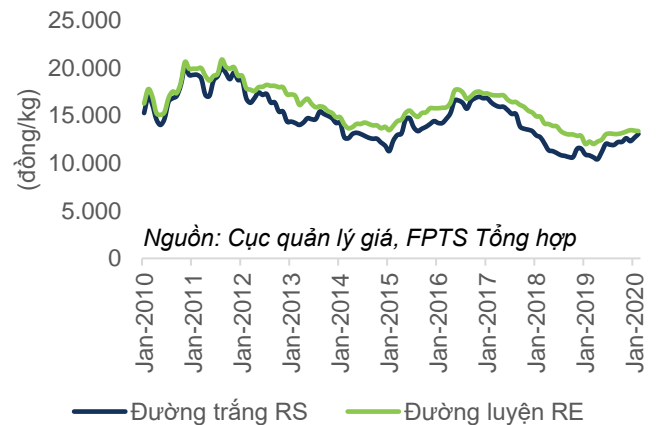
Ngày 01/01/2020, Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA) đã chính thức có hiệu lực, quy định xóa bỏ toàn bộ hạn ngạch nhập khẩu đường từ các nước ASEAN, thuế nhập khẩu chỉ ở mức 5% vào Việt Nam, chủ yếu là đường từ Thái Lan. Đường Thái Lan là đối thủ chính của ngành đường Việt Nam, đồng thời là quốc gia đứng thứ #4 thế giới về sản xuất đường và #2 thế giới về xuất khẩu. Mỗi năm, sản lượng đường lậu giá rẻ từ Thái Lan về Việt Nam chiếm hơn 30% nhu cầu sử dụng đường trong nước, tác động tiêu cực tới giá đường tại Việt Nam, giá đường trong nước liên tục giảm trong giai đoạn 2017 - 2019. Như vậy, từ niên vụ 2019/20, ngành đường trong nước 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.

Tình hình cung - cầu đường niên vụ 2018/19

Nguồn: VSSA, FPTS Tổng hợp và Ước tính



Diễn biến giá đường Việt Nam T01/2010 - T02/2020

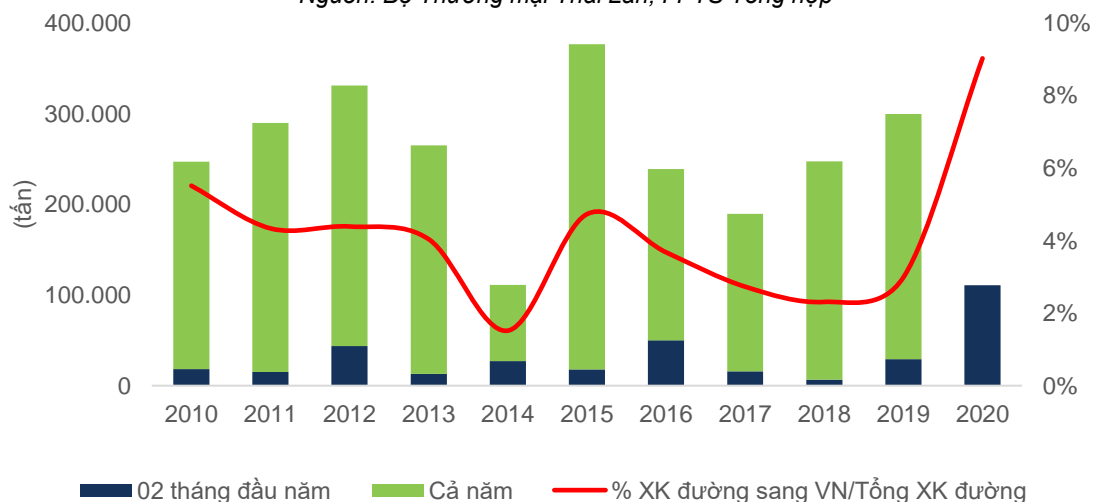


Tuy nhiên, Hiệp định ATIGA cũng tạo cơ hội cho một số NMD trong nước nhập khẩu đường thô giá rẻ về Việt Nam, sau đó tinh luyện đường phục vụ cho tiêu thụ trong nước và xuất khẩu.

Theo số liệu của Bộ Thương mại Thái Lan, tính riêng 02 tháng đầu năm 2020, Thái Lan đã xuất khẩu hơn 1,22 triệu tấn đường (+0,74% yoy), trong đó có 110.700 tấn đường sang Việt Nam (cùng kỳ 02T2019 xuất khẩu sang Việt Nam đạt 29.118 tấn đường, cả năm 2019 xuất khẩu khoảng 290.129 tấn đường). Cụ thể gồm 30.995 tấn đường thô (02T2019 đạt mức 24.193 tấn) và hơn 79.705 tấn đường tinh luyện (02T2019 đạt mức 4.925 tấn). Sản lượng đường nhập khẩu này từ Thái Lan tương ứng với hơn 21,4% tổng sản lượng đường sản xuất tại Việt Nam trong 02T2020.

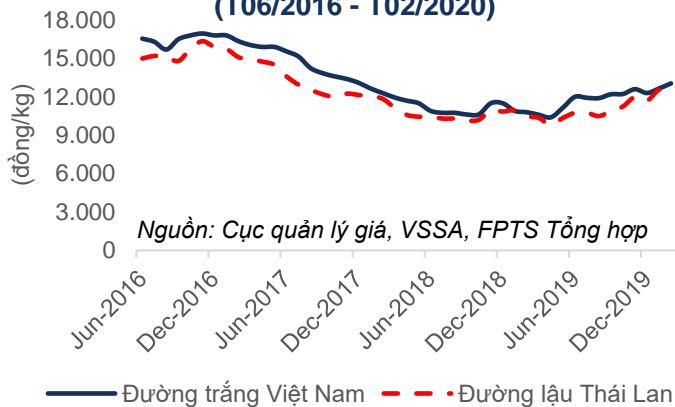
Sản lượng đường Thái Lan xuất khẩu sang Việt Nam

Nguồn: Bộ Thương mại Thái Lan, FPTS Tổng hợp



[Phu lục 02: Đánh giá cung – cầu và xuất khẩu đường Thái Lan niên vụ 2019/20](#)

Diễn biến giá đường trắng RS trong nước và giá đường lậu Thái Lan tại Việt Nam (T06/2016 - T02/2020)



Theo chia sẻ của VSSA, trong 02 tháng đầu 2020, đường lậu Thái Lan vẫn hoạt động bình thường. Do đường Thái Lan đã được nhập khẩu chính ngạch và chỉ cần có tem phụ là được lưu thông trên thị trường, các đối tượng kinh doanh đường lậu đã lợi dụng quy định này để công khai vận chuyển đường lậu.

Do các yếu tố: (i) Sản lượng đường sản xuất tại Thái Lan ước giảm hơn 5 triệu tấn (-34,3% yoy) trong niên vụ 2019/20; (ii) Giá đường thế giới tăng trong 02 tháng đầu năm 2020; nên giá đường lậu Thái Lan trong T02/2020 tăng +18,1% so với cùng kỳ, và +15,3% so với đầu niên vụ, nhưng vẫn thấp hơn giá đường trong nước khoảng 5%.

► Nhu cầu tiêu thụ chậm, kỳ vọng phục hồi sau dịch Covid-19

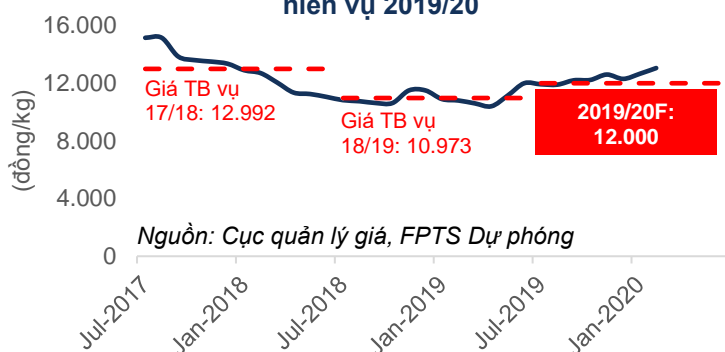
Hoạt động tiêu thụ đường trong các tháng đầu năm 2020 tại Việt Nam khá yếu. Theo báo cáo của VSSA, các doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống có xu hướng chờ đường nhập khẩu giá rẻ, khiến tiêu thụ đường phục vụ cho sản xuất công nghiệp (kênh B2B, chiếm ~57% tiêu thụ đường cả nước) giảm đáng kể. Bên cạnh đó, do tác động của dịch Covid-19, đường tiêu dùng trực tiếp cho hộ gia đình, hộ kinh doanh nhỏ lẻ (kênh B2C: tại chợ, trường học, hàng quán café, nước giải khát...) cũng giảm. Kỳ vọng, tiêu thụ đường tại kênh B2C được cải thiện sau khi đại dịch được khống chế.

► Đánh giá:

Trong thời gian tới, do các biện pháp hạn chế đi lại và kiểm tra gắt gao vì dịch Covid-19, đường lậu Thái Lan sẽ gặp nhiều khó khăn hơn. Bên cạnh đó, đường lậu sẽ gặp phải cạnh tranh với đường Thái nhập khẩu chính ngạch theo ATIGA. Nhìn chung, giá đường trong nước sẽ chịu tác động lớn từ giá đường nhập khẩu có nguồn gốc từ Thái Lan.

[Chi tiết tham khảo thêm tại Báo cáo ngành Đường T07/2019](#)

Dự phóng giá đường trắng RS Việt Nam niên vụ 2019/20



Cùng với diễn biến giá đường thế giới và nhu cầu đường gia tăng vào các dịp lễ Tết, giá đường trong nước tăng đáng kể từ đầu niên vụ 2019/20 (Q3/2019 dương lịch). Tới T02/2020, giá đường trắng RS đạt mức 13.050 đồng/kg (+8,75% so với đầu niên vụ). Tuy nhiên, với áp lực từ đường nhập khẩu Thái Lan và diễn biến giảm của giá đường thế giới, chúng tôi ước tính **giá đường trong nước niên vụ 2019/20 đạt mức trung bình 12.000 đồng/kg (+9,3% yoy)**.

[\(Quay lại trang 1\)](#)

3. Màng điện: Giá điện sinh khối đồng phát tăng hơn 20% từ tháng 04/2020

Ngày 05/03/2020, Thủ tướng Chính phủ ra Quyết định số 08/2020/QĐ-TTg quy định sửa đổi giá bán điện đối với các dự án đồng phát nhiệt – điện lên mức 1.634 đồng/KWh (7,03 Uscents/KWh, chưa bao gồm thuế GTGT), tương ứng với mức tăng khoảng 21%. Quyết định này có hiệu lực từ ngày 25/04/2020. Việc tăng giá điện sinh khối đồng phát được kỳ vọng hỗ trợ cho các doanh nghiệp sản xuất đường – điện trong giai đoạn giá đường giảm sâu do áp lực cạnh tranh từ đường nhập khẩu. Hiện nay, cả nước có 09/38 nhà máy đường (NMD) có khả năng phát điện lên lưới điện quốc gia. Trong đó, nhà máy đường – điện An Khê (QNS) có quy mô lớn nhất cả nước (~36% công suất phát điện của các nhà máy đường – điện trong cả nước). Các NMD thu được điện từ đốt bã mía, một phần điện được dùng để cung cấp cho hoạt động của NMD, phần còn lại phát lên lưới điện quốc gia. Bên cạnh bã mía, NMD có thể bổ sung các chất đốt khác như mùn cưa, lõi ngô, rơm rạ...

II. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2019 *(Quay lại trang 1)*

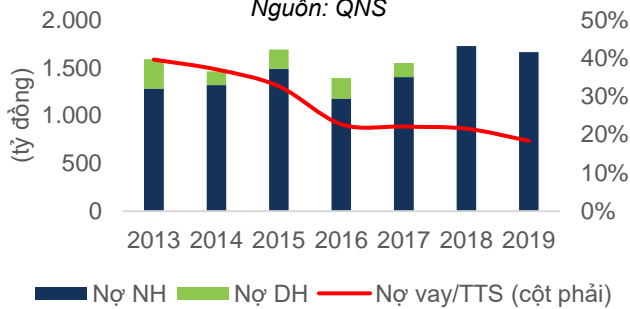
| Đơn vị tính: tỷ đồng | 2019 | 2018 | %yoy | FPTS Dự phóng 2019 | %TH/ Dự phóng | Diễn giải |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|------------------|---|
| Doanh thu thuần | 7.681 | 8.031 | -4,4% | 8.689 | 88,4% | |
| Sữa đậu nành | 4.266 | 3.863 | +10,4% | 4.281 | 99,6% | <p>Màng sữa: Sữa đậu nành tiếp tục là điểm sáng của QNS trong năm 2019. Cụ thể:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ Sản lượng tiêu thụ: 278 triệu lít (+9,4% yoy), chiếm 84,6% thị phần sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam. ▶ Giá bán trung bình: 15.344 đồng/lít (+1% yoy), nhờ đóng góp từ các sản phẩm mới ra mắt có giá bán cao. |
| Đường | 1.486 | 2.251 | -34% | 1.400 | 106,1% | <p>Màng đường: Tiêu thụ đường gặp khó khăn do áp lực từ đường lậu Thái Lan giá rẻ cạnh tranh gay gắt với đường trong nước. Cụ thể:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ Sản lượng mía ép đạt 1,5 triệu tấn (-28,6% yoy), cao hơn 6,7% so với dự phóng của FPTS. ▶ Sản xuất 146.017 tấn đường (-31,1% yoy), tương ứng với 12,5% sản lượng đường cả nước. ▶ Tiêu thụ ~142.000 tấn đường (-33,3% yoy). ▶ Giá bán trung bình đạt 10.465 đồng/kg (-1,0% yoy), thấp hơn giá bán buôn đường trắng RS trung bình cả nước năm 2019 khoảng 9,1%. |
| Điện | 131 | 130 | +0,8% | 131 | 100% | <ul style="list-style-type: none"> ▶ Sản xuất ~142.000 tấn đường (-33,3% yoy). ▶ Giá bán trung bình đạt 10.465 đồng/kg (-1,0% yoy), thấp hơn giá bán buôn đường trắng RS trung bình cả nước năm 2019 khoảng 9,1%. |
| Khác | 1.798 | 1.787 | +0,6% | 2.878 | 62,5% | <p>Màng điện: Sản xuất 133 triệu KWh điện (-9,3% yoy), đạt ~54% công suất thiết kế do thiếu bã mía.</p> |
| Lợi nhuận gộp | 2.456 | 2.294 | +7,1% | 2.306 | 106,5% | |
| Sữa đậu nành | 1.914 | 1.639 | +17% | 1.763 | 109% | <p>Màng sữa: Tỷ suất lợi nhuận gộp màng sữa đậu nành đạt 44,8%, hưởng lợi từ diễn biến giá đậu nành thế giới giảm hơn 13% trong 2018*. Nhờ đóng góp của màng sữa đậu nành, lợi nhuận gộp của QNS đạt mức tăng trưởng +7,1% yoy.</p> |
| Đường | 155 | 275 | -44% | 103 | 151% | <p>Màng đường: Tỷ suất lợi nhuận gộp màng đường đạt 10,4% (giảm so với mức 12,2% cùng kỳ).</p> |
| Khác | 388 | 380 | +2% | 441 | 88% | <p>Chi phí bán hàng năm 2019 của QNS tăng khoảng 3% do các hoạt động quảng cáo và truyền thông sản phẩm mới. Dự kiến, QNS sẽ ra mắt thị trường 16 sản phẩm mới trong năm 2020, chi phí bán hàng ước tăng +25% yoy.</p> |
| Doanh thu tài chính | 138 | 87 | +58% | 76,3 | 181% | |
| Chi phí tài chính | 77 | 96 | -20% | 96 | 80% | |
| Chi phí bán hàng | 785 | 762 | +3% | 840 | 94% | |
| Chi phí QLDN | 214 | 176 | +22% | 166 | 129% | |
| LN từ HĐKD | 1.517 | 1.348 | +13% | 1.280 | 119% | |
| Lợi nhuận khác | 25,7 | 57,4 | -55% | - | - | |
| LN trước thuế | 1.543 | 1.405 | +10% | 1.280 | 121% | |
| LN sau thuế | 1.292 | 1.240 | +4% | 1.130 | 114% | |
| Tỷ suất LNG | 32,0% | 28,6% | | 26,5% | | |
| Sữa đậu nành | 44,8% | 42,4% | | 41,2% | | |
| Đường | 10,4% | 12,2% | | 7,3% | | |
| Khác | 18,7% | 22,3% | | 14% | | |
| CP bán hàng/DT | 10,22% | 9,48% | | 9,66% | | *đậu nành nguyên liệu dùng cho sản xuất trong năm 2019 được doanh nghiệp đặt hàng từ năm 2018 |
| CP quản lý/DT | 2,8% | 2,2% | | 1,9% | | Nguồn: BCTC QNS, FPTS Tổng hợp và Ước tính |
| Tỷ suất LN HĐKD | 19,8% | 16,8% | | 14,7% | | Chi tiết: Báo cáo định giá lần đầu T12/2019 |
| Tỷ suất LNST | 16,82% | 15,44% | | 13,01% | | |

III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH QNS

1. Đòn bẩy tài chính và rủi ro chiếm dụng vốn thấp

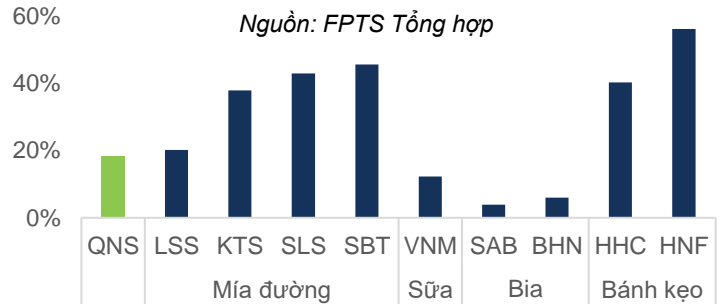
Cơ cấu nợ vay và tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của QNS

Nguồn: QNS



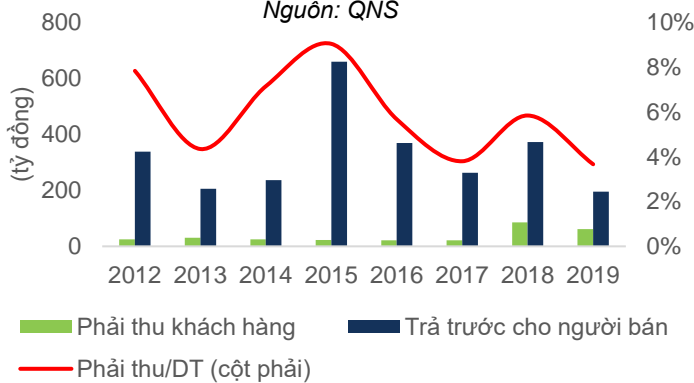
Tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản một số doanh nghiệp ngành thực phẩm - đồ uống (2019)

Nguồn: FPTIS Tổng hợp



Cơ cấu phải thu và tỷ trọng phải thu/doanh thu của QNS

Nguồn: QNS



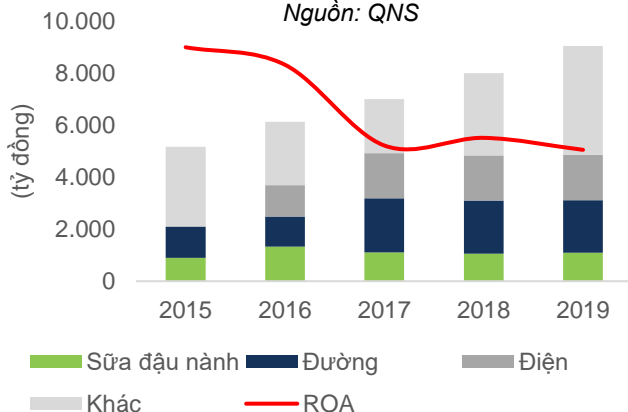
QNS sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp so với các doanh nghiệp ngành thực phẩm – đồ uống. Tỷ trọng nợ vay/TTS của QNS năm 2019 ở mức ~18%, thấp hơn các doanh nghiệp niêm yết ngành mía đường (trung bình ~37%) và các doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống khác (trung bình ~24%).

Ngoài ra, QNS ít chịu rủi ro bị chiếm dụng vốn. Khoản trả trước cho người bán (chủ yếu là tiền trả cho nông dân trồng mía dưới dạng đầu tư vùng nguyên liệu, trả trước chi phí xây dựng nhà máy và các dự án của doanh nghiệp) chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu phải thu của QNS. Tỷ trọng phải thu/doanh thu năm 2019 của doanh nghiệp ở mức 3,7%.

2. Hiệu suất sinh lời giảm

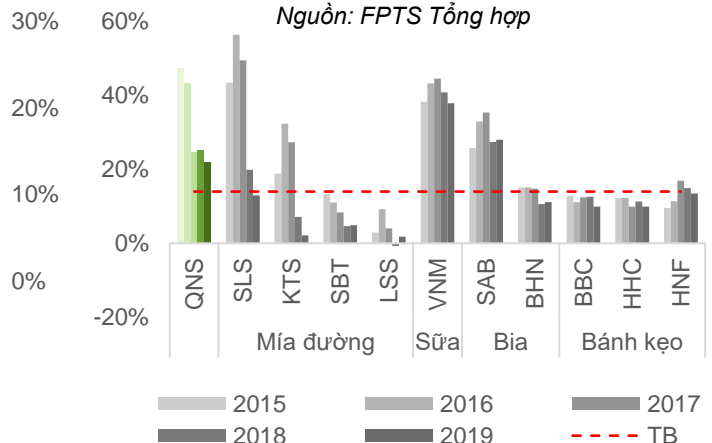
Cơ cấu tài sản và tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản

Nguồn: QNS



ROE một số doanh nghiệp thực phẩm - đồ uống

Nguồn: FPTIS Tổng hợp



Hiệu suất sinh lời trên tổng tài sản ROA của QNS giảm từ 27% còn 15% trong giai đoạn 2015 – 2019 do QNS phân bổ tài sản chủ yếu vào các mảng kinh doanh có hiệu suất sinh lời thấp. Tài sản mảng đường – điện và khác chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của QNS (>85%), nhưng chỉ đóng góp một phần khiêm tốn vào cơ cấu lợi nhuận của doanh nghiệp (~30%).

Hiệu suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE của QNS năm 2019 đạt 21,9%. Nhờ đa dạng hóa các mảng kinh doanh mà ROE của QNS biến động ít hơn các doanh nghiệp sản xuất đường trong bối cảnh giá đường giảm sâu và tiêu thụ gặp khó khăn.

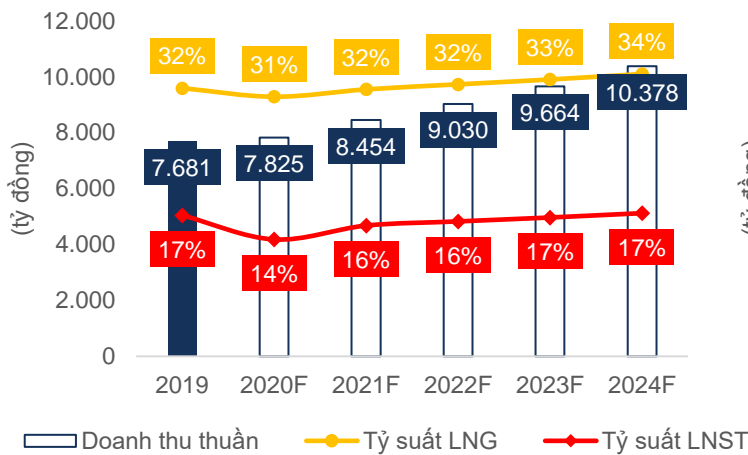
IV. CẬP NHẬT DỰ PHÓNG *(Quay lại trang 1)*

Từ những phân tích về ngành và doanh nghiệp, chúng tôi cập nhật các thay đổi lớn trong giả định về hoạt động kinh doanh giai đoạn 2020 – 2024 của QNS như sau:

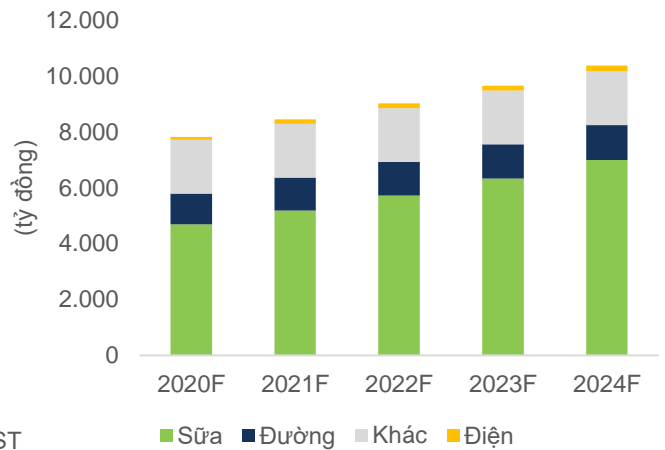
| Mảng kinh doanh | Chỉ tiêu | T12/2019 (Chi tiết) | Cập nhật T04/2020 | Diễn giải |
|-----------------|--------------------------------|-------------------------|--|--|
| Mảng sữa | Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ | +10,5%/năm | +10,5%/năm | Trong 2020, QNS dự kiến ra mắt 16 sản phẩm mới. Chúng tôi kỳ vọng QNS sẽ đạt tốc độ tăng trưởng sản lượng 10,5%/năm giai đoạn 2020 – 2024F, tiếp tục dẫn đầu thị phần sữa đậu nành hộp giấy. Tỷ suất lợi nhuận gộp ước đạt trên 40%. |
| Mảng đường | Diện tích mía | 21.000 – 30.000 ha | 15.000 – 25.000 ha | Diễn biến thời tiết khô hạn trong năm 2019 ảnh hưởng lớn đến vùng nguyên liệu của QNS. Diện tích mía năm 2020 của QNS ước đạt trên 15.000 ha (-29% yoy), cung cấp khoảng 800.000 tấn mía ép cho doanh nghiệp. Trong những năm tiếp theo, chúng tôi kỳ vọng hiện tượng thời tiết trung lập sẽ tạo điều kiện cho QNS tăng diện tích mía. Sản lượng mía niên vụ 2020/21 ước tăng 30%. |
| | Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ | +5%/năm | +2%/năm | Do áp lực từ đường nhập khẩu, chúng tôi kỳ vọng hoạt động tiêu thụ của các doanh nghiệp đường trong nước sẽ gặp nhiều khó khăn. Chúng tôi ước tính QNS sẽ tiêu thụ 105.000 tấn đường (-26% yoy) trong năm 2020, trong đó có hơn 80.000 tấn đường từ mía; và 25.000 tấn đường luyện từ đường thô. |
| | Giá bán đường | 10.500 – 11.500 đồng/kg | 10.500 – 11.500 đồng/kg | Trong giai đoạn 2020 – 2024, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp đường nội địa ước đạt +2%/năm. |
| Mảng điện | Sản lượng điện tiêu thụ | 98 – 150 triệu KWh | 80 – 150 triệu KWh | Chúng tôi điều chỉnh giá bán điện của QNS theo mức giá mới. Tuy nhiên, với diện tích vùng nguyên liệu mía giảm mạnh, sản lượng điện từ đốt bã mía ước đạt hơn 80 triệu KWh trong năm 2020 (-40% yoy). QNS hiện đang xây dựng phương án tìm kiếm các nguồn chất đốt bổ sung như mùn cưa, chế phẩm lâm nghiệp... Chúng tôi kỳ vọng mảng điện của QNS khả quan hơn từ năm 2021 do thời tiết trong năm 2020 sẽ bớt khắc nghiệt, sản lượng mía dự kiến phục hồi (chi tiết) . |
| | Giá bán điện | 5,8 Uscents/KWh | 7,03 Uscents/KWh (1.634 đồng/KWh) | |
| Khác | Tăng trưởng doanh thu | 0% | 0% | Trong các mảng kinh doanh khác của QNS, hoạt động kinh doanh của Bia Dung Quất chịu ảnh hưởng tiêu cực từ Nghị định 100/2019/NĐ-CP (quy định xử phạt hành vi tham gia giao thông sau khi uống rượu bia). Theo chia sẻ của QNS, trong Q1/2020, doanh thu Bia Dung Quất giảm 15% yoy so với Q1/2019. Chúng tôi tiếp tục giả định các mảng kinh doanh khác của QNS tăng trưởng với tốc độ 0% trong giai đoạn dự phóng 2020 – 2024. |

Từ những phân tích và giả định hoạt động kinh của doanh nghiệp, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của QNS trong giai đoạn 2020 – 2024 như sau:

Dự phóng doanh thu thuần và tỷ suất lợi nhuận



Cơ cấu doanh thu dự phóng



Nguồn: FPT S Ước tính

Doanh thu năm 2020 ước đạt 7.825 tỷ đồng (-1,9% yoy), trong đó:

- ▶ **Mảng sữa:** 4.695 tỷ đồng (+10% yoy), sản lượng tiêu thụ đạt 307 triệu lít sữa (+10,5% yoy)
- ▶ **Mảng đường:** 1.103 tỷ đồng (-25,7% yoy), sản lượng tiêu thụ đạt 105.000 tấn (-26,1% yoy)

Lợi nhuận gộp ước đạt 2.422 tỷ đồng (-1,4% yoy). Chi phí bán hàng ước đạt 981,7 tỷ đồng (+25% yoy). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 1.091 tỷ đồng (-15,6% yoy), tương ứng với mức EPS forward 2020 đạt 3.056 đồng/cp.

[\(Quay lại trang 1\)](#)

V. CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ([Quay lại trang 1](#))

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu của QNS là **31.800 đồng/cp** (+32% so với giá đóng cửa ngày 03/04/2020), chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu QNS cho mục tiêu trung và dài hạn.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

| STT | Phương pháp | Kết quả | Trọng số |
|--|----------------------------------|---------------|----------|
| | Phương pháp chiết khấu dòng tiền | | |
| 1 | Dòng tiền tự do chủ sở hữu | 31.500 | 50% |
| 2 | Dòng tiền tự do doanh nghiệp | 32.100 | 50% |
| Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp) | | 31.800 | |

Mức giá mục tiêu của QNS giảm 17,6% so với định giá lần đầu T12/2019 (38.600 đồng/cp – [chi tiết](#)). Bên cạnh thay đổi giá định hoạt động kinh doanh, chúng tôi cập nhật các giả định của mô hình định giá như sau:

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

| Giá định mô hình | Định giá T12/2019 | Cập nhật T04/2020 | Giá định mô hình | Định giá T12/2019 | Cập nhật T04/2020 |
|------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| WACC 2020 | 11,38% | 11,57% | Phần bù rủi ro (ERP) | 10,96% | 8,49% |
| Chi phí sử dụng nợ (Kd) | 5,21% | 4,54% | Hệ số Beta | 0,6 | 1,0 |
| Chi phí sử dụng VCSH (Ke) | 13,47% | 13,54% | Tăng trưởng dài hạn | 1% | 1% |
| Lãi suất phi rủi ro (10 năm) | 5,1% | 3,25% | Thời gian dự phóng | 5 năm | 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) | 13.105,7 |
| (+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng) | 24,0 |
| (-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng) | 1.664,7 |
| Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng) | 11.464,9 |
| Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu) | 356,9 |
| Giá mục tiêu (đồng/cp) | 32.100 |
| Tổng hợp định giá FCFE | Giá trị |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng) | 11.228,6 |
| Giá mục tiêu (đồng/cp) | 31.500 |

Lịch sử khuyến nghị

| Khuyến nghị | Thời gian | Link báo cáo chi tiết |
|-------------|-----------|-------------------------|
| MUA | 12/2019 | Tại đây |

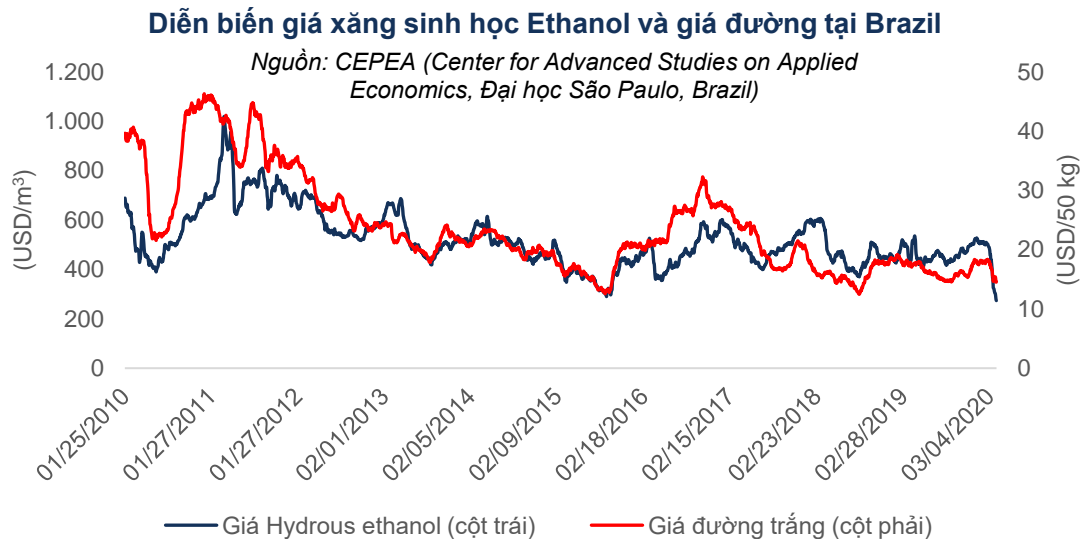
TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

| HĐKD (tỷ đồng) | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 7.681 | 7.825 | 8.454 | 9.030 |
| - Giá vốn hàng bán | 5.224 | 5.402 | 5.763 | 6.101 |
| Lợi nhuận gộp | 2.456 | 2.422 | 2.691 | 2.929 |
| - Chi phí bán hàng | 785 | 982 | 963 | 1.028 |
| - Chi phí quản lí DN | 214 | 195 | 210 | 225 |
| Lợi nhuận thuần HĐKD | 1.457 | 1.246 | 1.518 | 1.676 |
| - (Lỗ)/lãi HĐTC | 61 | 57 | 56 | 60 |
| - Lợi nhuận khác | 26 | 0 | 0 | 0 |
| LN trước thuế, lãi vay | 1.543 | 1.303 | 1.575 | 1.736 |
| - Chi phí lãi vay | 77 | 76 | 76 | 76 |
| Lợi nhuận trước thuế | 1.543 | 1.303 | 1.575 | 1.736 |
| - Thuế TNDN | 251 | 212 | 257 | 283 |
| - Thuế hoãn lại | - | - | - | - |
| LNST | 1.292 | 1.091 | 1.318 | 1.453 |
| - Lợi ích cổ đông thiểu số | - | - | - | - |
| LNST của cổ đông CT Mẹ | 1.292 | 1.091 | 1.318 | 1.453 |
| EPS (đ) | 3.619 | 3.056 | 3.693 | 4.071 |
| EBITDA | 2.022 | 1.777 | 2.042 | 2.195 |
| Khấu hao | 479 | 474 | 467 | 459 |
| Tăng trưởng doanh thu | -4% | 2% | 8% | 7% |
| Tăng trưởng LN HĐKD | 7% | -14% | 22% | 10% |
| Tăng trưởng EBIT | 10% | -16% | 21% | 10% |
| Tăng trưởng EPS | -28% | -16% | 21% | 10% |
| Chỉ số khả năng sinh lời | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 32,0% | 31,0% | 31,8% | 32,4% |
| Tỷ suất LNST | 16,8% | 13,9% | 15,6% | 16,9% |
| ROE DuPont | 21,9% | 16,8% | 19,7% | 20,8% |
| ROA DuPont | 15,2% | 12,1% | 14,4% | 15,3% |
| Tỷ suất EBIT/doanh thu | 20,1% | 16,7% | 18,6% | 19,2% |
| LNST/LNTT | 83,7% | 83,7% | 83,7% | 83,7% |
| LNTT/EBIT | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Vòng quay tổng tài sản | 90,1% | 86,8% | 92,5% | 95,1% |
| Đòn bẩy tài chính | 144,2% | 138,5% | 136,8% | 135,8% |
| Chỉ số hiệu quả vận hành | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| Số ngày phải thu | 3,52 | 5,00 | 5,00 | 5,00 |
| Số ngày tồn kho | 43,51 | 43,51 | 43,51 | 43,51 |
| Số ngày phải trả | 23,65 | 21,45 | 21,45 | 21,45 |
| Thời gian luân chuyển tiền | 23,38 | 27,07 | 27,07 | 27,07 |
| COGS / Hàng tồn kho | 7,91 | 8,39 | 8,39 | 8,39 |
| Chỉ số TK/đòn bẩy TC | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| CS thanh toán hiện hành | 1,50 | 1,76 | 2,04 | 2,35 |
| CS thanh toán nhanh | 1,25 | 1,50 | 1,76 | 2,06 |
| CS thanh toán tiền mặt | 1,13 | 1,28 | 1,53 | 1,83 |
| Nợ / Tài sản | 0,18 | 0,19 | 0,18 | 0,17 |
| Nợ / Vốn CSH | 0,26 | 0,25 | 0,24 | 0,23 |
| Nợ ngắn hạn / Vốn CSH | 0,26 | 0,25 | 0,24 | 0,23 |
| Nợ dài hạn / Vốn CSH | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Khả năng TT lãi vay | 20,05 | 17,25 | 20,85 | 22,98 |

| CĐKT (tỷ đồng) | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tài sản | | | | |
| + Tiền và tương đương | 215 | 431 | 1.114 | 1.929 |
| + Đầu tư TC ngắn hạn | 2.660 | 2.660 | 2.660 | 2.660 |
| + Các khoản phải thu | 281 | 494 | 531 | 566 |
| + Hàng tồn kho | 661 | 644 | 687 | 727 |
| + Tài sản ngắn hạn khác | 24 | 24 | 25 | 25 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 3.840 | 4.253 | 5.017 | 5.908 |
| + Nguyên giá tài sản CĐHH | 8.225 | 8.225 | 8.225 | 8.225 |
| + Khấu hao lũy kế | -4.091 | -4.550 | -5.009 | -5.468 |
| + Giá trị còn lại TS CĐHH | 4.134 | 3.675 | 3.217 | 2.758 |
| + Đầu tư tài chính dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Tài sản dài hạn khác | 224 | 224 | 224 | 224 |
| + Xây dựng CBDD | 826 | 826 | 826 | 826 |
| Tổng tài sản dài hạn | 5.208 | 4.734 | 4.267 | 3.809 |
| Tổng Tài sản | 9.048 | 8.987 | 9.284 | 9.716 |
| Nợ & Vốn chủ sở hữu | | | | |
| + Phải trả người bán | 488 | 460 | 497 | 531 |
| + Vay và nợ ngắn hạn | 1.665 | 1.665 | 1.665 | 1.665 |
| + Quỹ khen thưởng | 66 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ ngắn hạn | 2.553 | 2.413 | 2.462 | 2.512 |
| + Vay và nợ dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Phải trả dài hạn khác | 19 | 19 | 19 | 19 |
| Nợ dài hạn | 25 | 19 | 19 | 19 |
| Tổng nợ | 2.578 | 2.432 | 2.481 | 2.531 |
| + Thặng dư | 353 | 419 | 419 | 419 |
| + Vốn điều lệ | 3.569 | 3.569 | 3.569 | 3.569 |
| + LN chưa phân phối | 2.813 | 2.833 | 3.081 | 3.463 |
| Vốn chủ sở hữu | 6.470 | 6.555 | 6.803 | 7.185 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tổng cộng nguồn vốn | 9.048 | 8.987 | 9.284 | 9.716 |
| LCTT (tỷ đồng) | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| Tiền đầu năm | 418 | 215 | 431 | 1.114 |
| Lợi nhuận sau thuế | 1.543 | 1.091 | 1.318 | 1.453 |
| + Khấu hao | 479 | 474 | 467 | 459 |
| + Điều chỉnh | -340 | -72 | -1 | -1 |
| + Thay đổi vốn lưu động | -38 | -271 | -31 | -25 |
| Tiền từ hoạt động KD | 1.644 | 1.222 | 1.753 | 1.886 |
| + Chi mua sắm TSCĐ | -646 | 0 | 0 | 0 |
| + Tăng (giảm) đầu tư | -961 | 0 | 0 | 0 |
| + Các hđ đầu tư khác | 93 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền từ hđ đầu tư | -1.512 | 0 | 0 | 0 |
| + Cổ tức đã trả | -397 | -1.071 | -1.071 | -1.071 |
| + Tăng (giảm) vốn | 124 | 0 | 0 | 0 |
| + Thay đổi nợ | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền từ hoạt động TC | -336 | -1.006 | -1.071 | -1.071 |
| Tổng lưu chuyển tiền tệ | -204 | 216 | 682 | 816 |
| Tiền cuối năm | 215 | 431 | 1.114 | 1.929 |

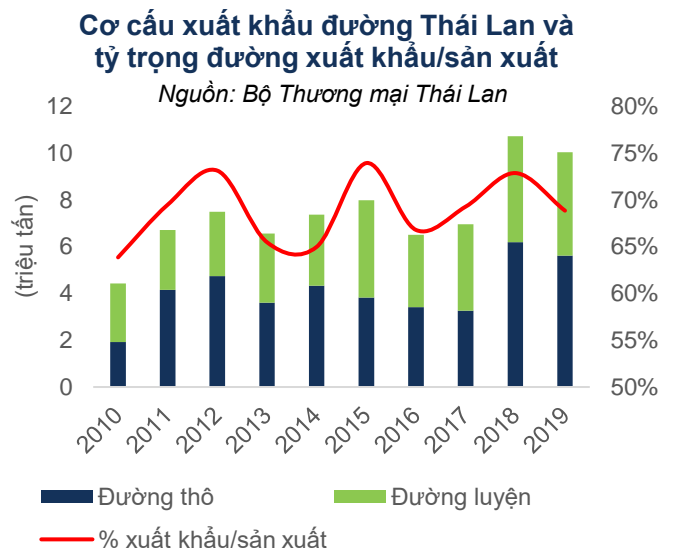
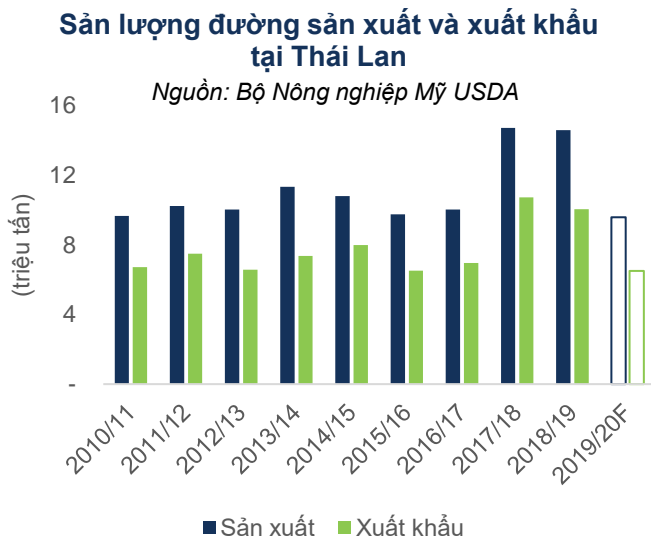
VI. PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 01: Tương quan diễn biến giá xăng sinh học ethanol và giá đường tại Brazil [\(quay lại\)](#)



PHỤ LỤC 02: Đánh giá cung – cầu và xuất khẩu đường Thái Lan niên vụ 2019/20 [\(quay lại\)](#)

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). Niên vụ 2018/19, Thái Lan sản xuất gần 14,6 triệu tấn đường, tương ứng với 8,1% tổng đường sản xuất toàn cầu. Do nhu cầu đường nội địa của Thái Lan khá thấp và tương đối ổn định (khoảng 2,5 triệu tấn/năm), mỗi năm quốc gia này xuất khẩu từ 65% - 75% sản lượng đường sản xuất (17% tổng xuất khẩu toàn cầu). Thị trường xuất khẩu đường chính của Thái Lan là các quốc gia thâm hụt đường trong khu vực Châu Á như Indonesia (chiếm 73,4% tỷ trọng xuất khẩu năm 2019), Trung Quốc (19,7%), Hàn Quốc (17,4%), Campuchia (16,6%)...



Mặc dù Việt Nam là 01 trong 03 quốc gia có khả năng tự chủ mặt hàng đường trong khối ASEAN (bên cạnh Thái Lan, Philippines), hàng năm Thái Lan vẫn xuất khẩu một lượng lớn đường sang Việt Nam, ước tính từ 0,3 – 0,5 triệu tấn đường, tương ứng với ~30% tổng đường tiêu thụ tại Việt Nam.

Do thời tiết khô hạn trong năm 2019 tác động tiêu cực tới nguyên liệu mía, sản lượng đường tại Thái Lan trong niên vụ 2019/20 được dự đoán ở mức 9,5 triệu tấn (-34,3% yoy), mức thấp nhất từ 2010 đến nay. Sản lượng xuất khẩu của nước này do đó cũng được dự báo giảm, chỉ còn khoảng 6,5 triệu tấn (-35% yoy).

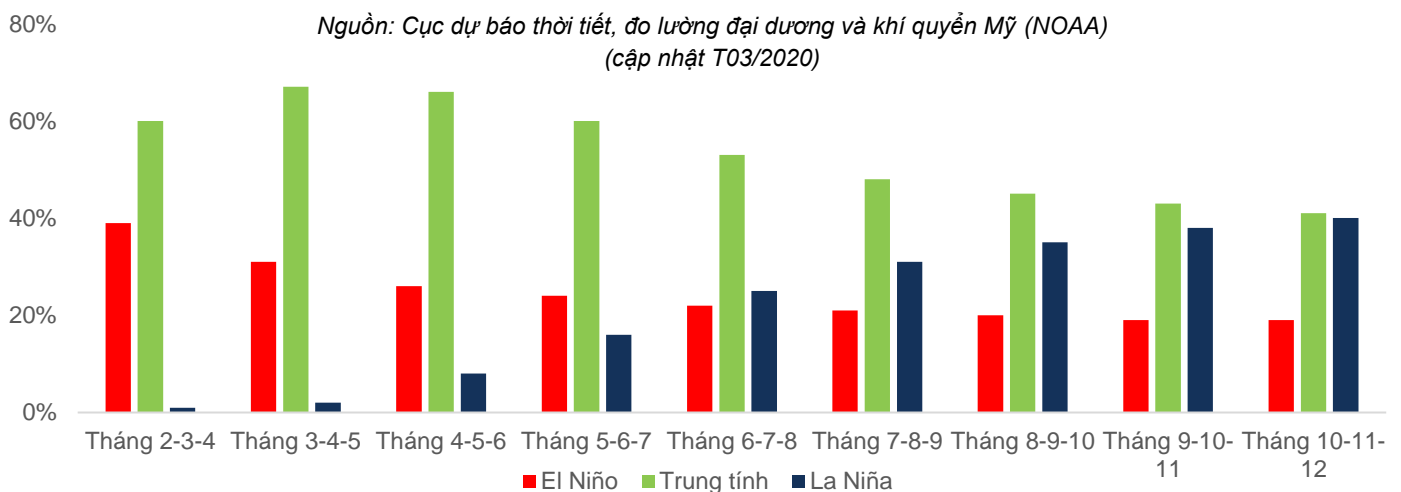
PHỤ LỤC 03: Dự báo diễn biến thời tiết thế giới năm 2020 *(quay lại)*

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.

- ▶ **El Nino:** Gây mưa cho nửa Tây bán cầu (Brazil, Peru); gây khô hạn cho nửa đông bán cầu (Thái Lan, Việt Nam, Úc, Indonesia, 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.
- ▶ **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.

Dự báo xác suất xảy ra El Nino và La Nina năm 2020

*Nguồn: Cục dự báo thời tiết, đo lường đại dương và khí quyển Mỹ (NOAA)
(cập nhật T03/2020)*



Theo Dự báo T03/2020 của NOAA, trạng thái thời tiết trung tính tiếp tục được duy trì tới cuối năm 2020 (và có thể kéo dài tới những tháng đầu năm 2021).

Tại Việt Nam (Theo Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Quốc gia):

▶ **06 tháng đầu năm 2020:** Nhiệt độ trung bình cả nước có khả năng cao hơn so với nhiệt độ trung bình nhiều năm (TBNN) khoảng 0,5 – 1,5°C. Khu vực Bắc Bộ và Bắc Trung Bộ dự kiến có mưa lớn, với lượng mưa cao hơn từ 20 – 30% TBNN. Trong khi đó, khu vực Tây Nguyên và Nam Bộ phổ biến không mưa, lượng mưa tương đương với TBNN.

▶ **06 tháng cuối năm 2020:** Mưa nhiều hơn, có xu hướng cao hơn TBNN, đặc biệt mưa lớn tại các tỉnh miền Trung trong các tháng cuối năm 2020.

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**

Tầng 3, tòa nhà Tràng Tiền,
số 130 Đồng Đa, Quận Hải Châu,
TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.23) 6 3553 666
Fax: (84.23) 6 3553 888