

BÁO CÁO PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ QNS

17/08/2022



Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	67,100
Thị giá hiện tại	44,000
Tỷ suất lợi nhuận	52.3%
Khoảng giá 52 tuần (VND)	34,000 - 58,000
Giá trị giao dịch TB/ngày (tỷ VND)	50 tỷ
Giới hạn sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	16.3%



Cơ hội đầu tư

TCSC khuyến nghị **Mua** cổ phiếu QNS cho những nhà đầu tư ưa thích cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt và hoạt động kinh doanh tăng trưởng theo những luận điểm sau:

- Độc quyền thị trường sữa đậu nành hộp giấy với tăng trưởng ổn định, giá đầu vào có xu hướng giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận.
- Mạng đường có sự thay đổi cơ bản từ mức lỗ gộp sang đóng góp lợi nhuận đáng kể nhờ thuế chống bán phá giá và xu hướng phục hồi của giá đường thế giới.
- Nhiều nhóm cổ đông lớn tăng sở hữu và có thể trở thành mục tiêu M&A của các công ty FMCG lớn.

Định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu QNS được xác định ở mức **68,600 đồng/cổ phiếu** dựa trên định giá PE mục tiêu 13 lần.

Đơn vị: Tỷ VND	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu	7,723	6,522	7,374	8,192	9,349
<i>Tăng trưởng DT</i>	-4.3%	-15.6%	13.1%	11.1%	14.1%
LNST	1,292	1,053	1,254	1,268	1,606
<i>Tăng trưởng LNST</i>	4.2%	-18.5%	19.1%	1.1%	26.7%
EPS (Vnd)	4,350	3,494	4,161	4,208	5,329

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP QNS

SỬA ĐỘ NÀNH TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH, BIÊN LỢI NHUẬN CÓ NHIỀU CẢI THIỆN

MẢNG ĐƯỜNG BẮT ĐẦU PHÁT HUY HIỆU QUẢ

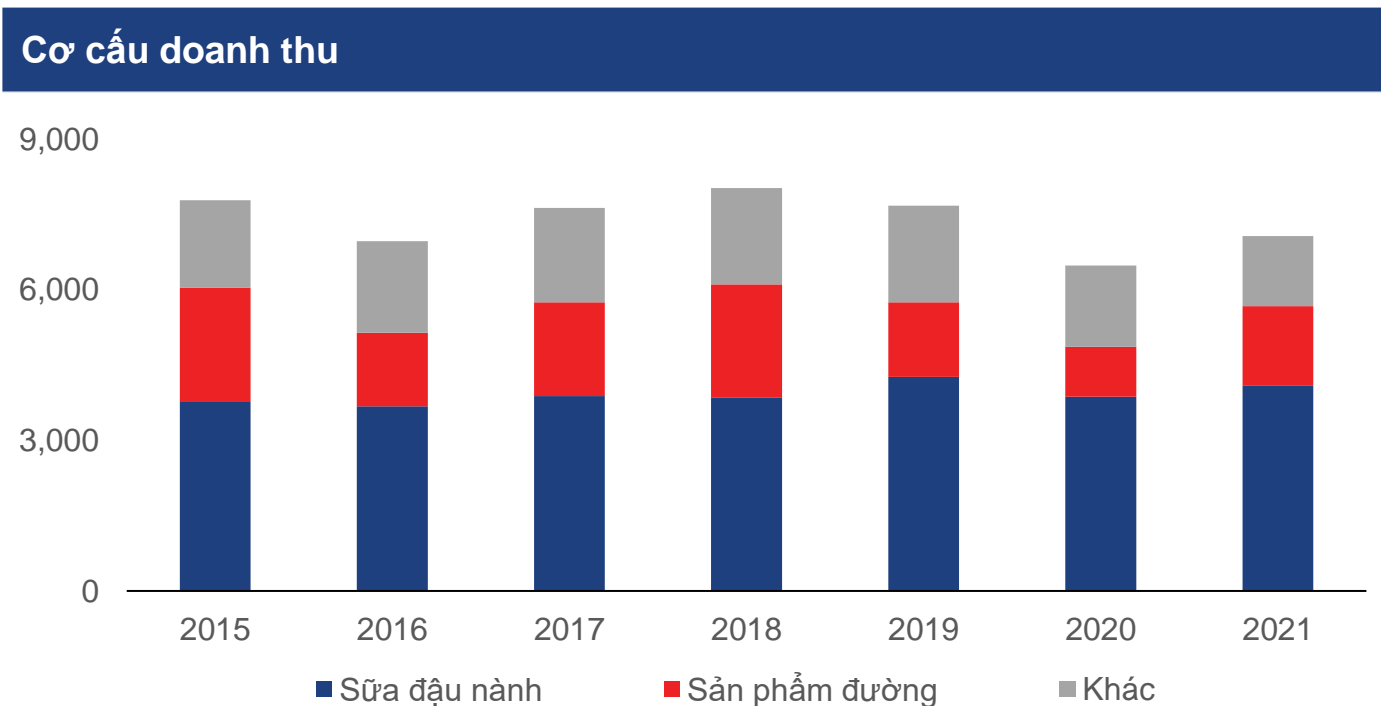
MẢNG ĐIỆN SINH KHỐI TĂNG TRƯỞNG MẠNH THEO ĐÀ TĂNG TRƯỞNG MẢNG ĐƯỜNG

DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tổng quan doanh nghiệp		UPCOM: QNS
Ngành nghề kinh doanh		Hàng tiêu dùng
Vốn điều lệ (tỷ VND)		3,569
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)		13,211
Tăng trưởng Doanh Thu 3 năm (%)		-2.9%
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)		1.0%
ROE (2021)		18%
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)		3,000
Trailing P/E		10.5x

Cơ cấu cổ đông	
Ban lãnh đạo và BLQ (Bao gồm Thành Phát)	32.68%
Vina Capital	7.02%
Nutifood	5.33%
Khác	54.97%

Lược sử công ty
<ul style="list-style-type: none"> QNS được thành lập từ những năm 1970, trực thuộc Bộ Nông Nghiệp. Công ty bắt đầu cổ phần hóa vào năm 2007 và bán hết cổ phần cho người lao động. Năm 2012, công ty bắt đầu phát triển mảng sữa đậu nành hộp giấy và trở thành nhà sản xuất số 1 Việt Nam với hơn 80% thị phần. Năm 2017, hoàn thiện cụm nhà máy đường – điện An Khê với công suất hơn 18,000 TMN.



QNS

Sữa đậu nành

Nhà máy Vinasoy Bắc Ninh
Nhà máy Vinasoy Quảng Ngãi
Nhà máy Vinasoy Bình Dương

Đường

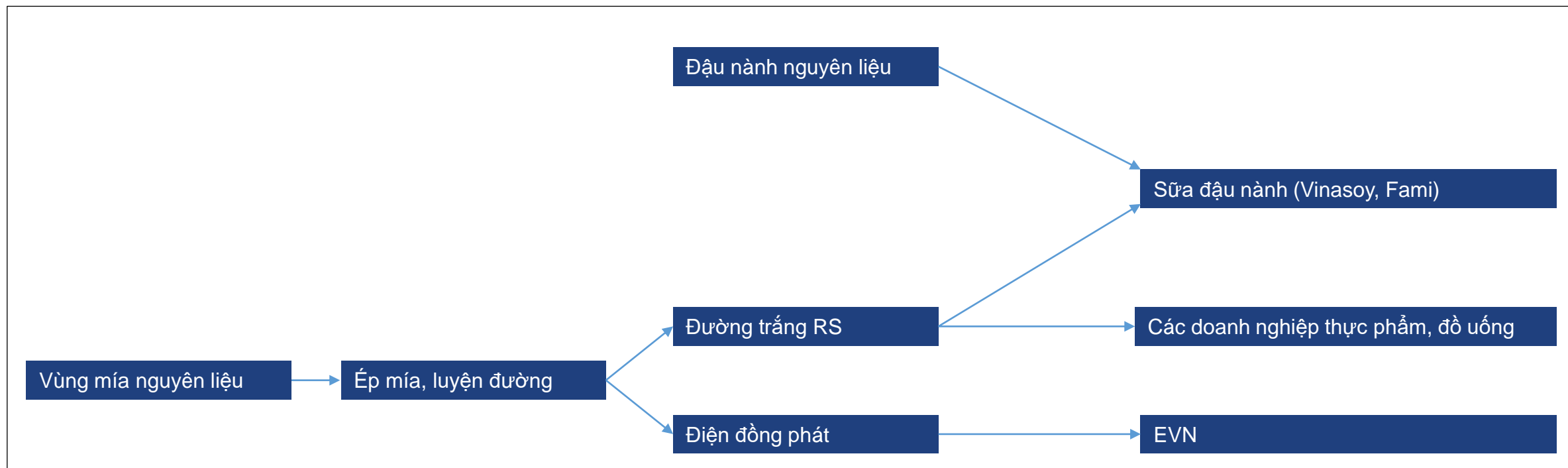
Nhà máy Đường Phổ Phong
Nhà máy Đường An Khê

Khác

Nhà máy Bia Dung Quất
Nhà máy Điện sinh khối An Khê
Nhà máy Bánh kẹo BISCAFUN
Nhà máy Nước khoáng Thạch Bích
Nhà máy Nha Quảng Ngãi

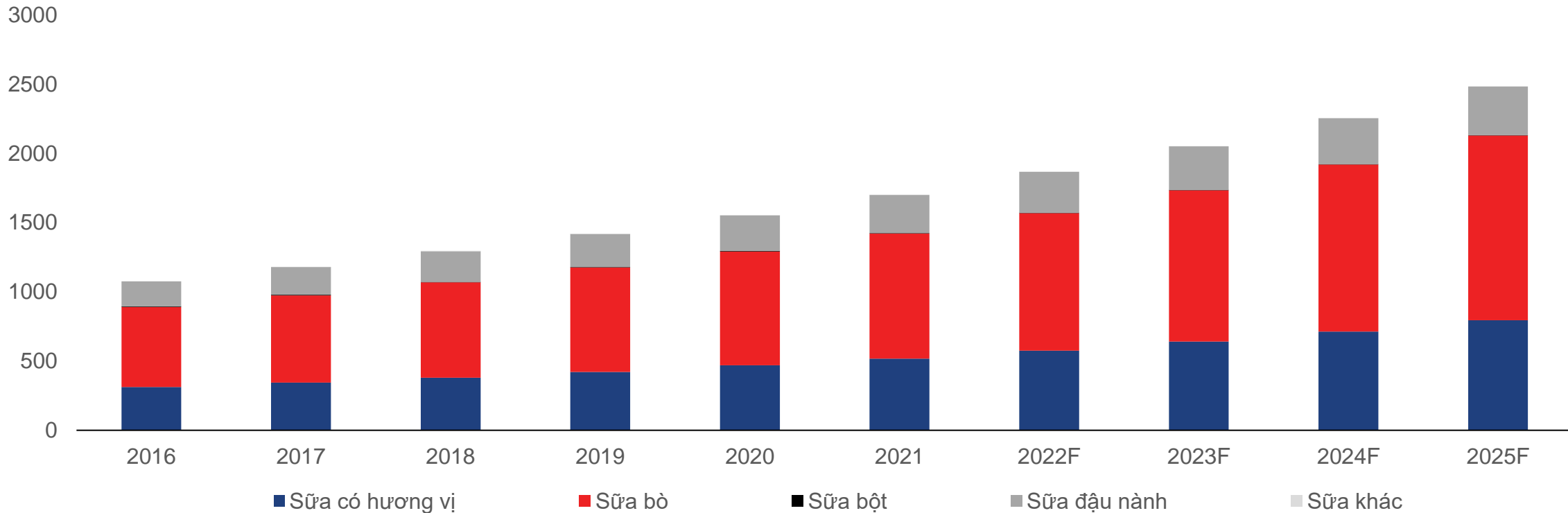
- **Mảng đường:** QNS sở hữu các vùng mía nguyên liệu và mua mía từ nông dân để luyện thành đường. Sản phẩm đường trắng RS được dùng để tiêu thụ nội bộ trong mảng sữa đậu nành và phân phối cho các doanh nghiệp thực phẩm, đồ uống khác. Ngoài ra, bã mía trong quá trình luyện đường sẽ được dùng để tạo ra điện sinh khối và bán lại cho EVN
- **Mảng sữa đậu nành:** Đậu nành nguyên liệu của QNS chủ yếu được nhập khẩu từ Hoa Kỳ, Brazil. Sản phẩm sữa đậu nành của QNS với các thương hiệu như Vinasoy, Fami được phân phối tại hơn 170,000 điểm bán của các đại lý, siêu thị, trung tâm thương mại,...
- **Khác:** Ngoài hai mảng chính là mía đường và sữa đậu nành, QNS còn tham gia sản xuất các sản phẩm khác như bánh kẹo, nha, bia và nước khoáng.

CHUỖI GIÁ TRỊ MẢNG ĐƯỜNG VÀ SỮA ĐẬU NÀNH CỦA QNS



- Theo Euromonitor, thị trường sữa đậu nành sẽ duy trì tăng trưởng ổn định ở mức 5%-7% mỗi năm trong giai đoạn 2022 – 2025. Hiện nay, người tiêu dùng đang có xu hướng chuyển sang sử dụng sữa đậu nành đóng gói có thương hiệu thay vì sản phẩm từ các cơ sở truyền thống nhỏ lẻ.
- QNS có lợi thế là người dẫn đầu trong thị trường sữa đậu nành hộp giấy với giá bán hợp lý và hệ thống phân phối rộng khắp. QNS hiện nay chiếm hơn 86% thị phần sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam.

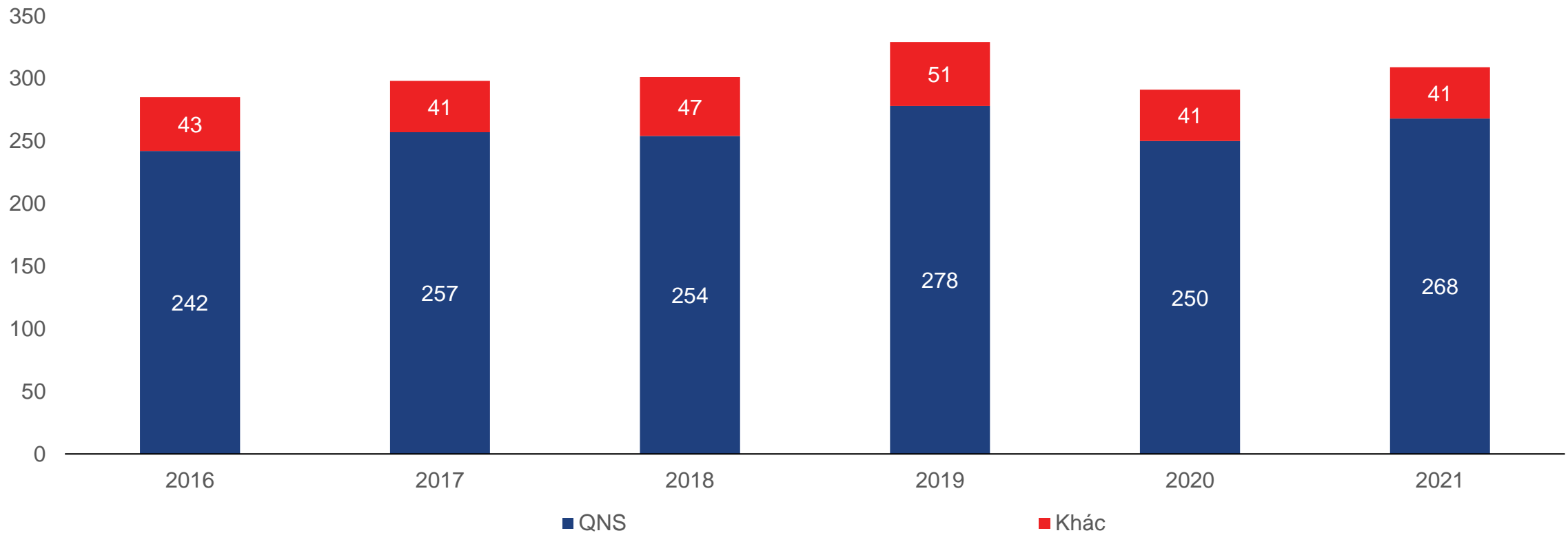
Sản lượng sữa đóng gói (Nghìn tấn)



Nguồn: Euromonitor

Tỷ lệ sữa đậu nành hộp giấy trong tổng lượng sữa đậu nành tiêu thụ ở VN là 35%. Do vậy, ngành sữa đậu nành hộp giấy còn nhiều khả năng mở rộng nhờ xu hướng người tiêu dùng chuyển đổi từ các sản phẩm sữa đậu nành tươi không có thương hiệu sang sữa đậu nành hộp giấy.

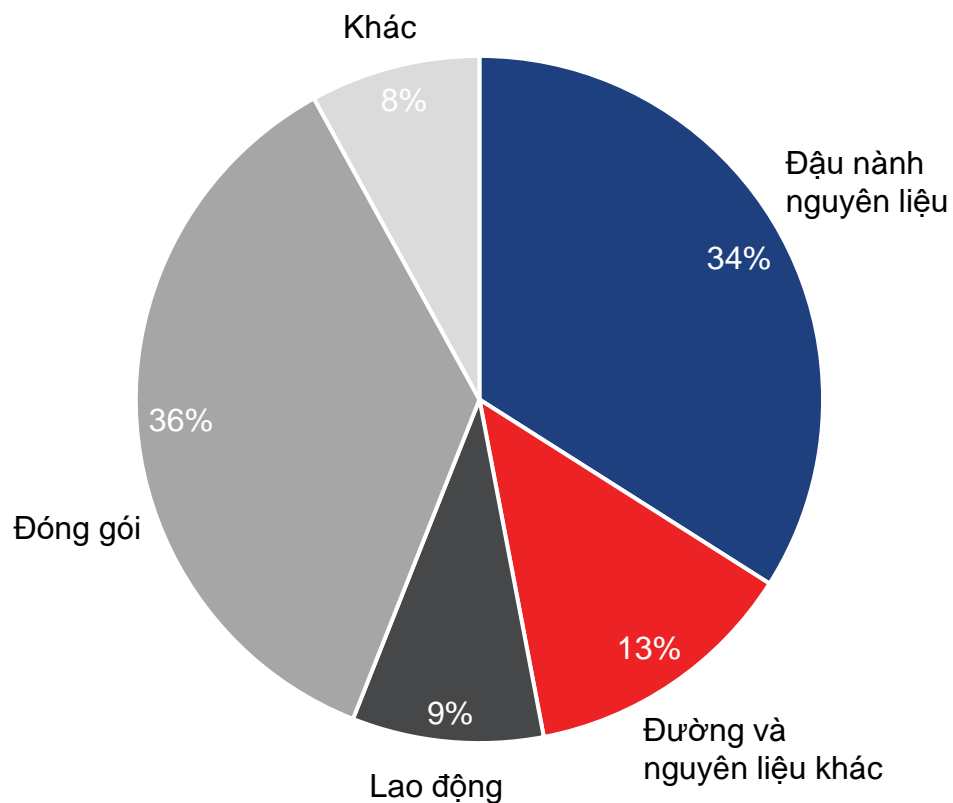
Sản lượng sữa đậu nành hộp giấy (Triệu lít)



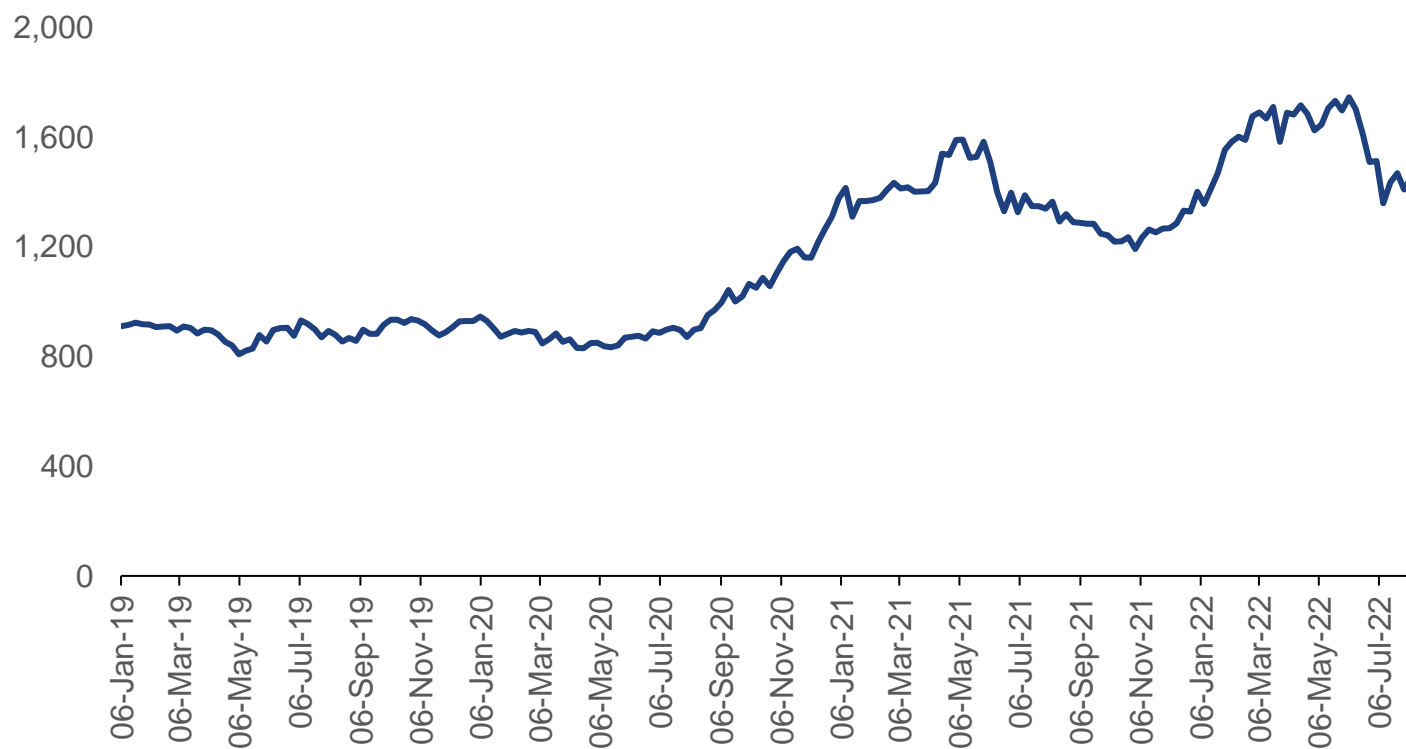
Nguồn: Nielsen, QNS, TCSC ước tính

- Giá đậu nành nguyên liệu và các loại NVL khác đang có xu hướng giảm trở lại kể từ giữa năm 2022. Trong khi đó, giá bán đầu ra của QNS vẫn tăng khoảng 5% mỗi năm.

Cơ cấu giá vốn mảng sữa đậu nành

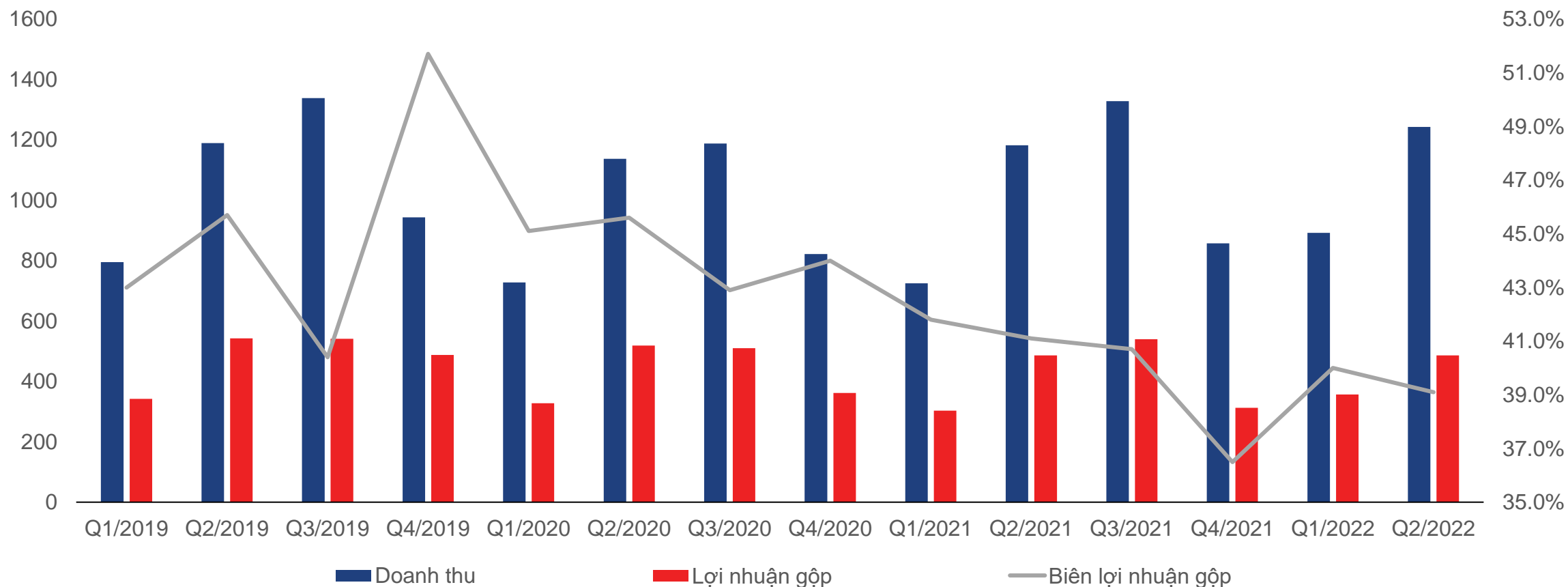


Giá đậu nành nguyên liệu (USD/Giạ)



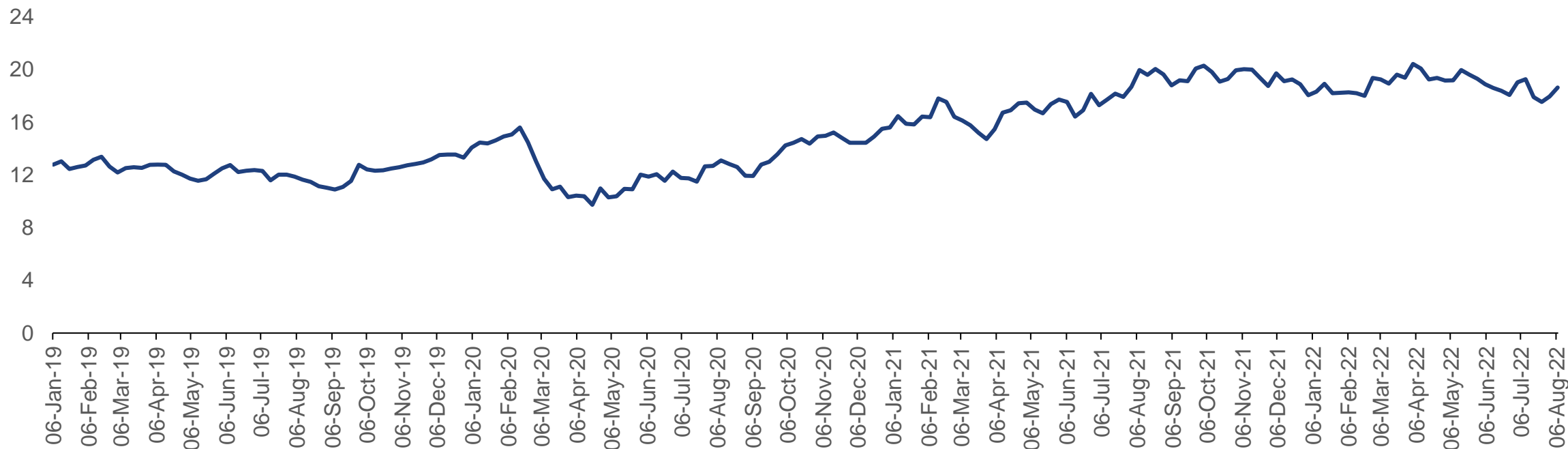
Kể từ cuối năm 2020, biên lợi nhuận gộp của QNS gặp phải nhiều áp lực do giá đậu nành nguyên liệu tăng mạnh trong khi giá bán đầu ra tăng chậm. Biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 45% về còn 40% trong nửa đầu năm 2022. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ dần cải thiện tốt hơn trong năm 2023 nhờ giá đậu nành nguyên liệu đã giảm khá mạnh.

Kết quả kinh doanh mảng sữa đậu nành



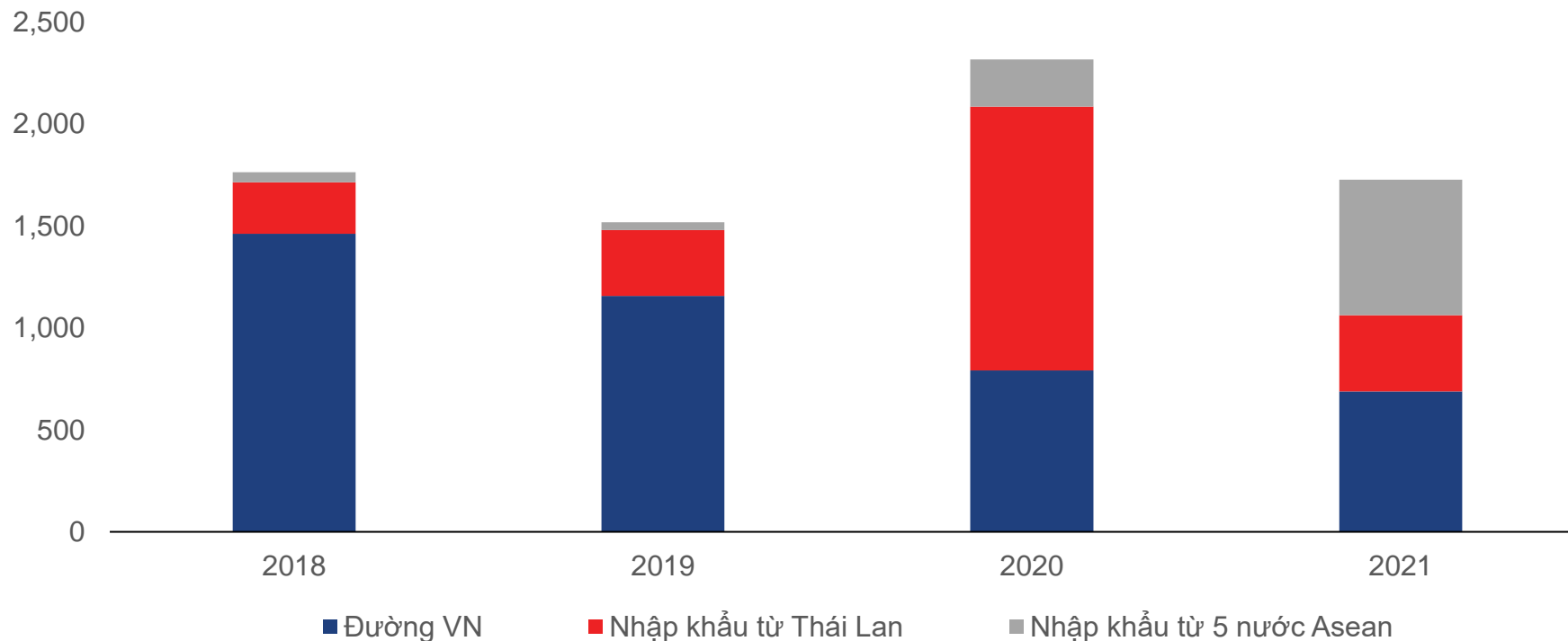
- Từ giữa năm 2020, giá đường thế giới bắt đầu phục hồi và đang quay lại ngưỡng 18-20 USD/Lbs.
- Xu hướng giá đường được dự báo tiếp tục bền vững khi thâm hụt đường toàn cầu dự kiến sẽ tăng lên trong niên vụ 2021-2022, đạt 3,8 triệu tấn so với mức thiếu hụt 3 triệu tấn trong niên vụ 2020-2021 (ISO).
- Bên cạnh đó, giá xăng dầu tăng kéo theo giá Ethanol tăng cao khuyến khích các nhà máy sản xuất đường quốc tế chuyển từ sản xuất đường sang sản xuất ethanol, dẫn đến lượng đường tồn kho toàn cầu đang ở mức thấp.
- Giá đường trong nước có thể duy trì ở mức cao hơn so với đường thế giới nhờ chính sách áp thuế chống bán phá giá lên Thái Lan và các công ty từ Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar có sử dụng nguyên liệu của Thái Lan

Giá đường thế giới (USD/Lbs)

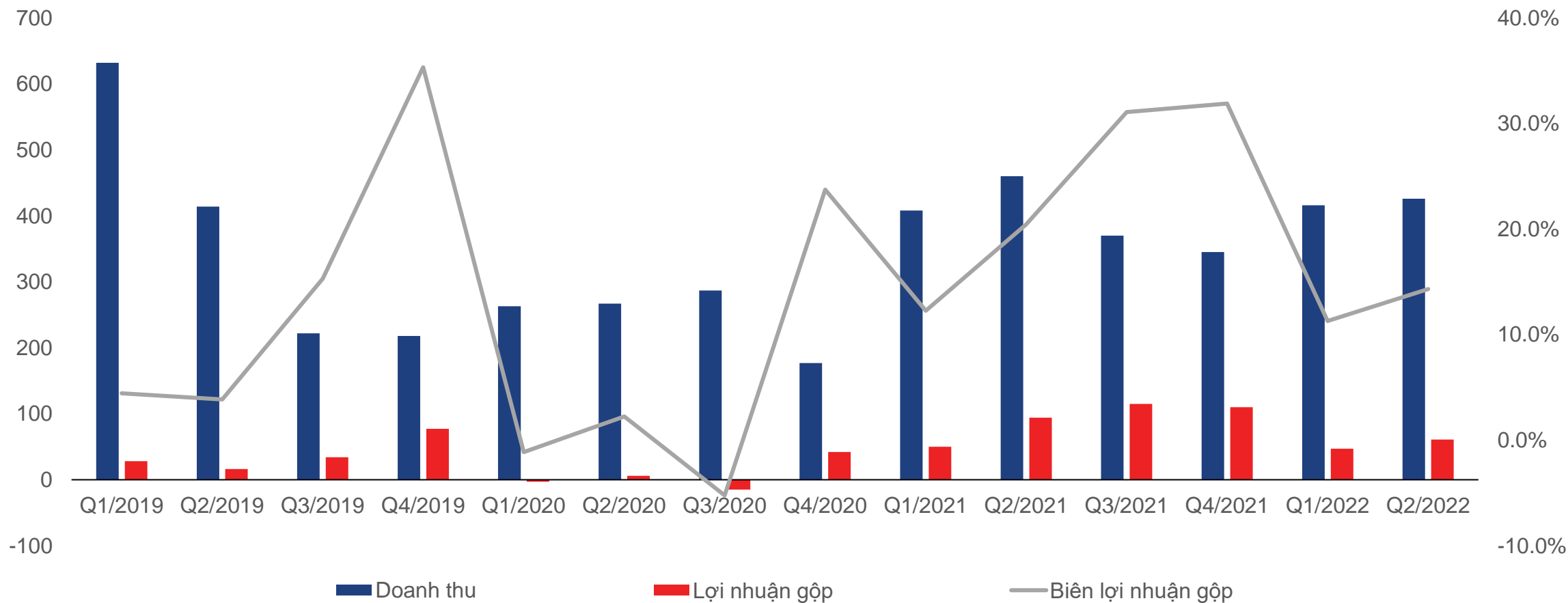


- Sản lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan và 5 nước Asean (Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar) liên tục tăng từ năm 2018 và chiếm khoảng 60% sản lượng đường tiêu thụ tại Việt Nam trong năm 2021.
- Với việc áp thuế chống bán phá giá đối với đường Thái Lan và có nguồn gốc từ Thái Lan từ 5 nước Asean, sản lượng đường sản xuất tại Việt Nam có thể tăng lên đáng kể kể từ năm 2023.
- Cho năm 2023, chúng tôi kỳ vọng diện tích trồng mía của QNS tiếp tục tăng 40%, thúc đẩy tăng trưởng về sản lượng đường đầu ra.

Sản lượng đường VN và nhập khẩu từ các nước Asean

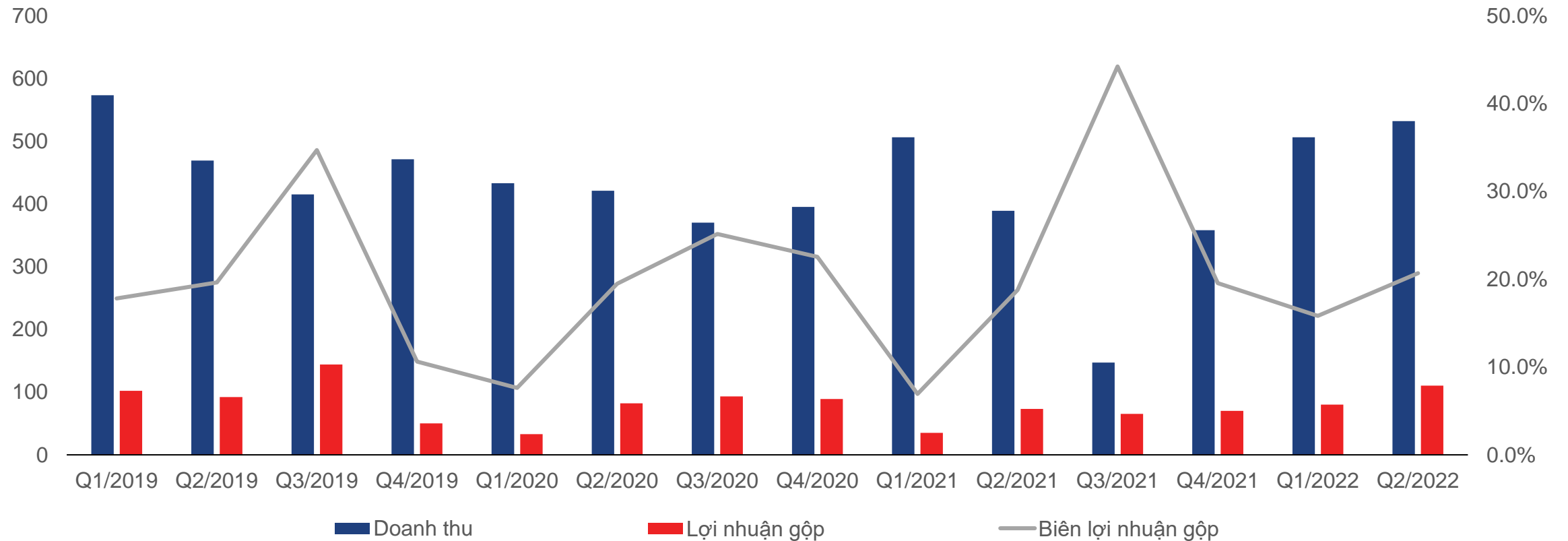


Kết quả kinh doanh mảng đường



- Mảng điện sinh khối của QNS có mức tăng trưởng cao nhờ sản lượng ép mía tăng cao hơn.
- Mảng bia, bánh kẹo và nha cũng có mức hồi phục tốt do năm 2021 bị ảnh hưởng bởi Covid-19.

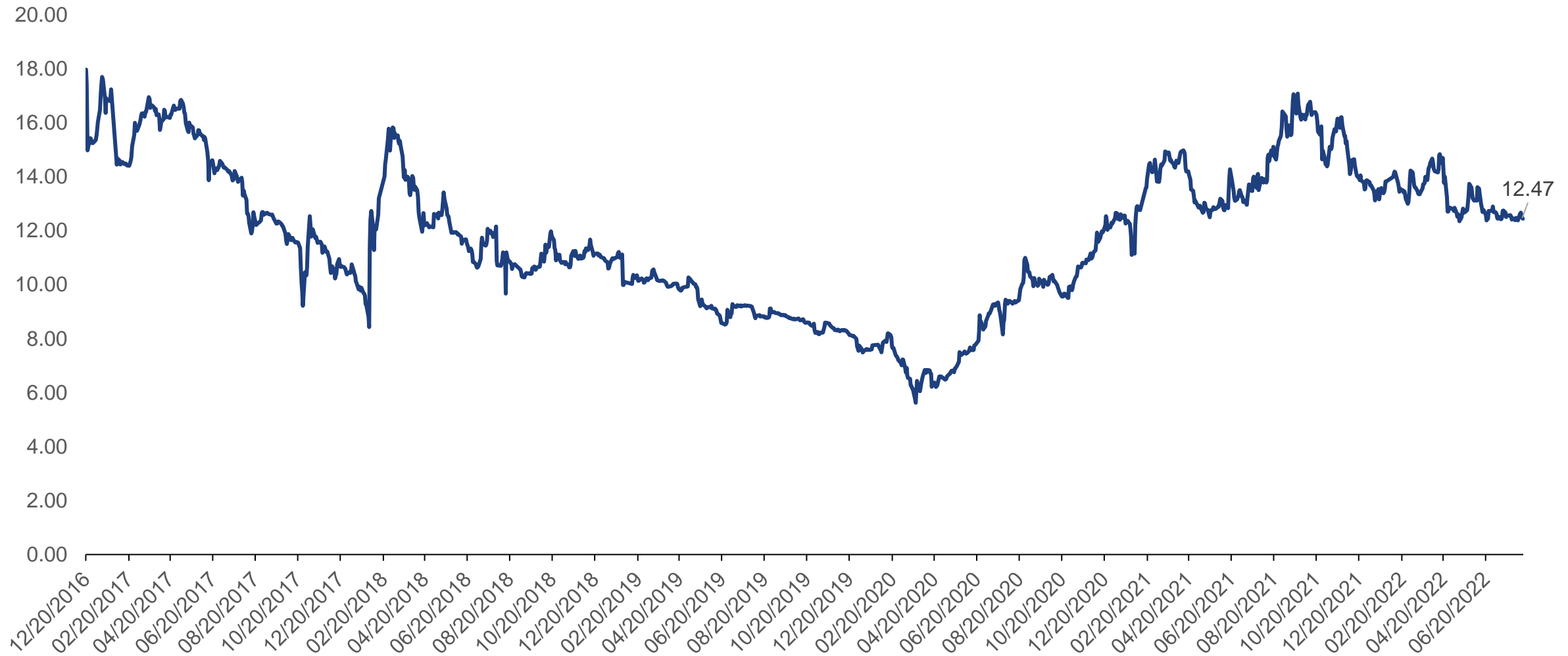
Kết quả kinh doanh các mảng khác (Điện sinh khối, bia, bánh kẹo)



	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Q3/2021	Q4/2021	Q1/2022	Q2/2022
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	692	1,279	2,117	2,875	3,061	4,102	3,830	4,102	4,035	4,348
Khoản phải thu	395	289	468	281	264	386	409	386	381	403
Hàng tồn kho	519	320	585	661	844	816	638	816	1,717	1,485
Tài sản cố định	1,849	2,805	4,388	4,157	3,807	4,285	4,339	4,285	4,006	3,987
Xây dựng cơ bản dở dang	2,271	2,047	214	826	928	47	41	47	46	55
Phải trả người bán	475	540	446	488	383	364	236	364	344	311
Vay ngắn hạn	1,178	1,404	1,727	1,665	1,723	2,032	1,641	2,032	2,414	2,646
Vay dài hạn	213	145	0	0	0	0	0	0	0	0
Vốn CSH	3,911	4,482	5,353	6,470	6,605	7,095	6,711	7,083	7,120	6,870
TỔNG TÀI SẢN	6,124	6,999	8,002	9,048	9,150	9,876	9,496	9,876	10,420	10,513

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số	7,008	7,673	8,073	7,723	6,522	7,374	8,192	9,349
Tăng trưởng doanh thu	-10.2%	9.5%	5.2%	-4.3%	-15.6%	13.1%	11.1%	14.1%
Lãi gộp	2,275	1,996	2,294	2,456	2,051	2,262	2,389	2,896
Tỷ suất lãi gộp	32.5%	26.0%	28.4%	31.8%	31.4%	30.7%	29.2%	31.0%
SG&A	-759	-843	-938	-999	-888	-947	-1,024	-1,131
SG&A/Doanh thu	-10.8%	-11.0%	-11.6%	-12.9%	-13.6%	-12.8%	-12.5%	-12.1%
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	1,516	1,153	1,356	1,457	1,163	1,315	1,365	1,765
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	21.6%	15.0%	16.8%	18.9%	17.8%	17.8%	16.7%	18.9%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,543	1,138	1,405	1,543	1,266	1,439	1,483	1,890
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	22.0%	14.8%	17.4%	20.0%	19.4%	19.5%	18.1%	20.2%
LNST cổ đông công ty mẹ	1,410	1,027	1,240	1,292	1,053	1,254	1,268	1,606
Tăng trưởng LNST	14.6%	-27.2%	20.7%	4.2%	-18.5%	19.1%	1.1%	26.7%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	187,500,000	243,800,000	292,600,000	301,365,395	301,365,395	301,365,395	301,365,395	301,365,395
EPS cơ bản	8,584	4,762	4,623	4,350	3,494	4,161	4,208	5,329

Diễn biến lịch sử định giá PE của QNS



Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC 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 TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC 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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo 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 hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities
THANHCÔNG
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2nd floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

www.tcsc.vn