

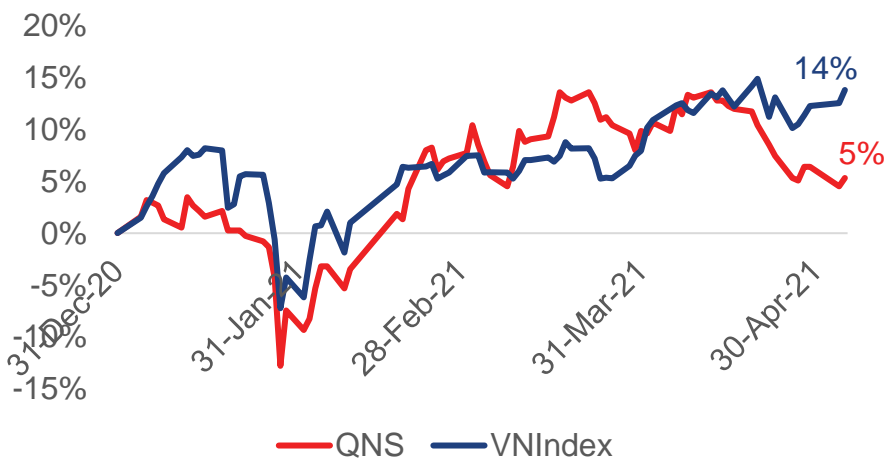
# BÁO CÁO PHÂN TÍCH QNS

06/05/2021



Khuyến nghị	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu	50,000 – 55,000
Thị giá hiện tại	39,400
Vùng giá mua an toàn	37,000 – 38,000
<b>Upside</b>	<b>25 – 35%</b>
Giá thấp nhất 52 tuần	22,700
Giá cao nhất 52 tuần	44,100
GTGD trung bình (tỷ VNĐ)	16.1
Giới hạn sở hữu NĐT nước ngoài	49%
Room nước ngoài	31%

## Tỷ suất lợi nhuận quá khứ



## Tổng quan về cơ hội đầu tư:

### 1. Về HĐKD:

- I. Độc quyền thị trường sữa đậu nành hộp giấy với gần 90% thị phần.
- II. Mảng đường 2021 là điểm sáng của QNS khi hiện tại giá bán sỉ đường kính tăng 25-30% so với Q1 2020 & sản lượng sẽ phục hồi mạnh so với 2020 (dự kiến tăng 44% sản lượng đường kính trắng).

### 2. Rủi ro/ nhược điểm:

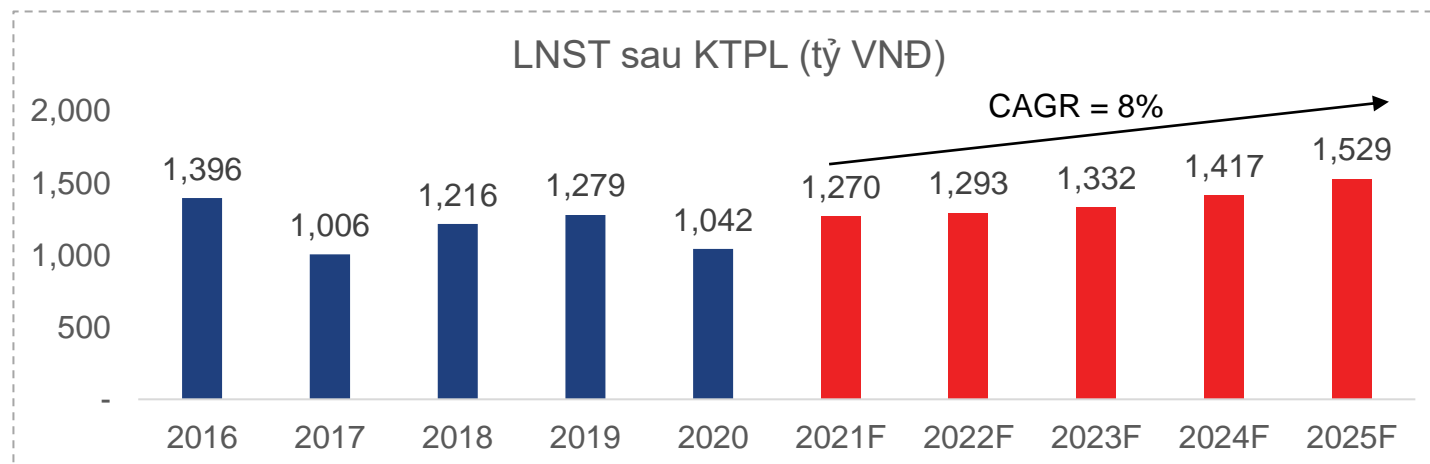
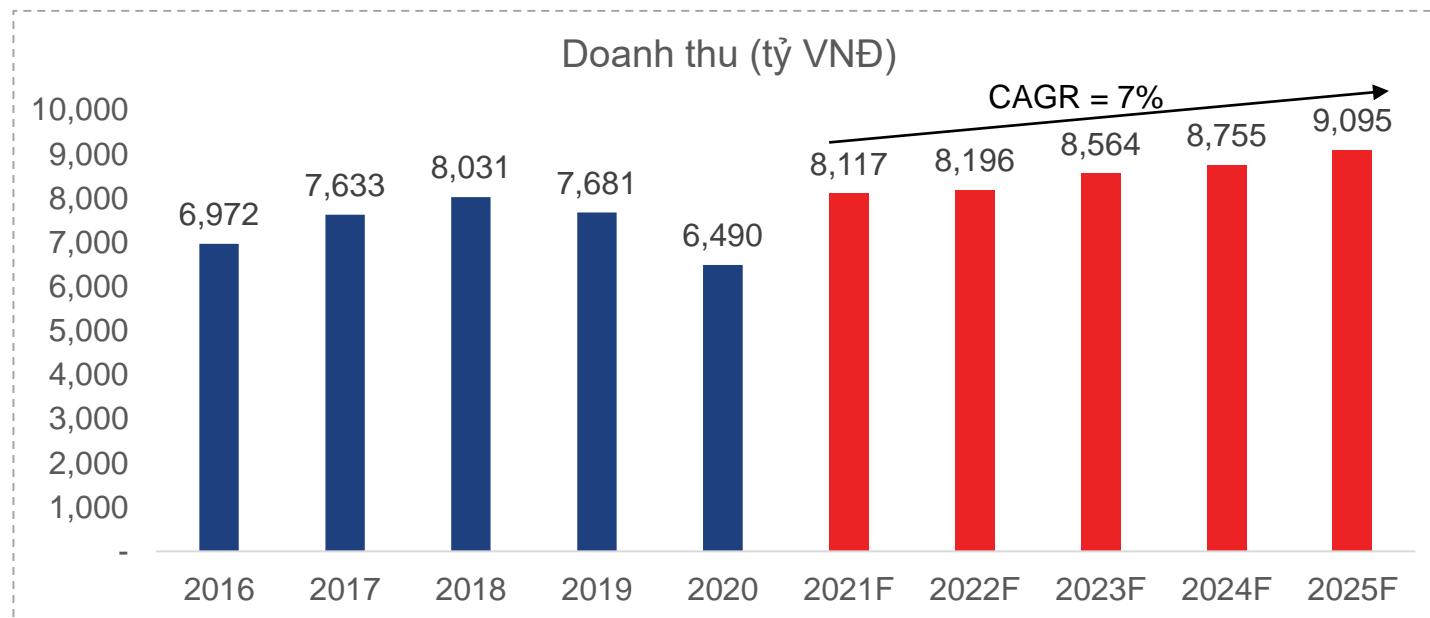
- Về dài hạn, mảng sữa đậu nành nội địa của QNS khó tăng trưởng. Việc giữ tốc độ tăng trưởng LNST hằng năm trên hai chữ số là một thách thức.
- Mảng đường nội địa không có lợi thế cạnh tranh so với đường Thái Lan & có thể gặp khó khăn nếu nhà nước không còn áp dụng biện pháp CBPG

## Kết luận: NĂM GIỮ

- ❖ QNS là một cổ phiếu "value", bị định giá thấp hơn giá trị thực tế.
- ❖ TCSC khuyến nghị nắm giữ QNS vì đây là doanh nghiệp FMCG lớn, có nền tảng nội tại tốt. Trong ngắn hạn, giá đường tăng cũng giúp cho mảng đường của QNS phục hồi.

Tổng quan doanh nghiệp		UpCOM: QNS
Ngành nghề kinh doanh		F&B
Vốn điều lệ (tỷ VND)		3,569
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)		11,875
ROE (2020)		16%
Cổ tức tiền mặt (VND/cp)		2,500
Dividend yield		6.3%
Trailing P/E		9.9x

Cơ cấu cổ đông	
Ban lãnh đạo & liên quan	15%
Nguyễn Văn Đông	8%
Công ty TNHH Thành Phát	16%
Khác	51%



**TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP QNS**

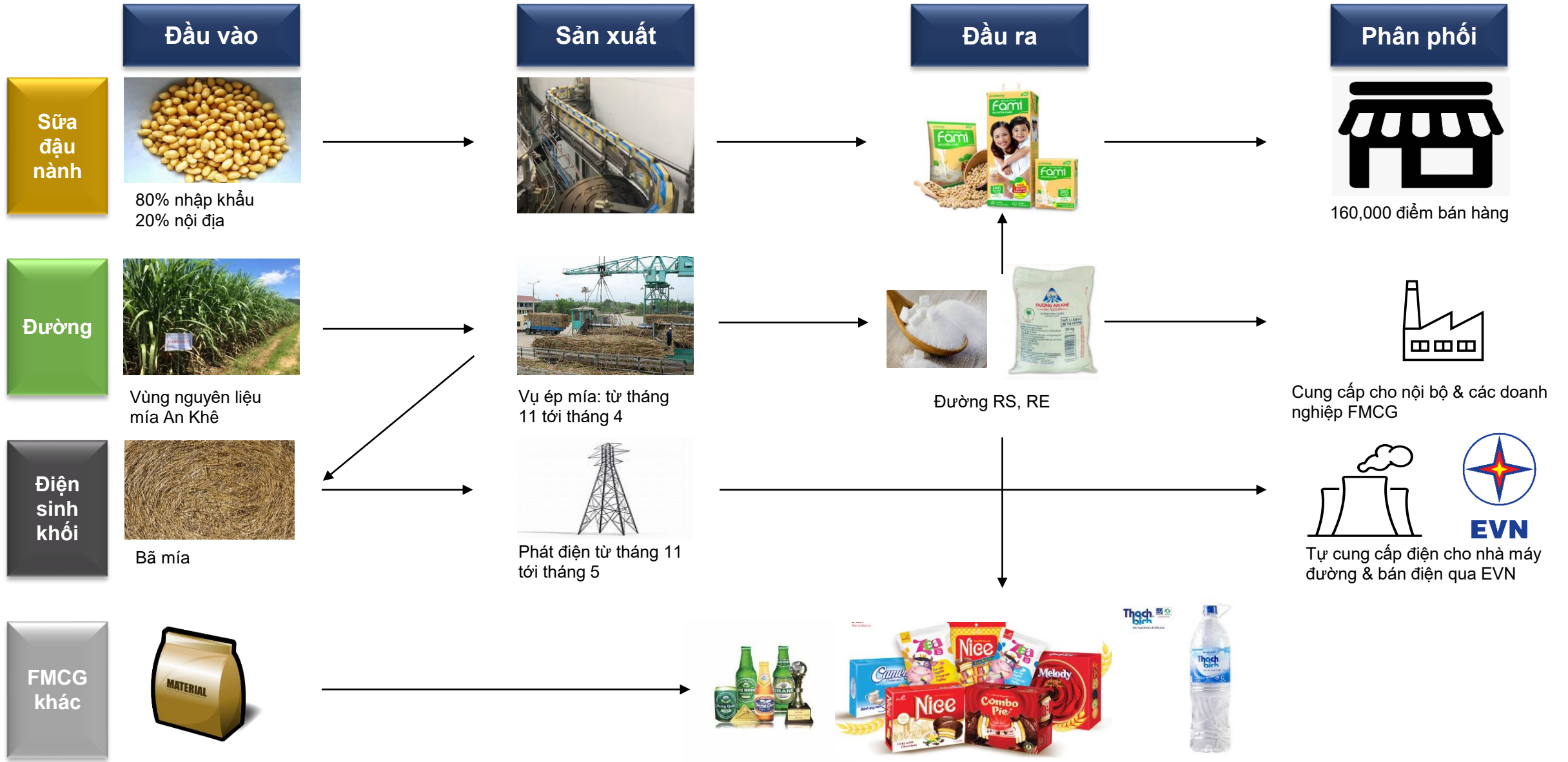
**THỐNG LĨNH THỊ TRƯỜNG SỬA ĐẬU NÀNH HỘP GIẤY VN**

**MĂNG ĐƯỜNG LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2021**

**MĂNG ĐIỆN SINH KHỞI PHỤC HỒI MẠNH**

**DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

# CHUỖI SẢN XUẤT TƯƠNG ĐỐI KHÉP KÍN



tỷ VNĐ	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Doanh thu</b>	<b>7,785</b>	<b>6,972</b>	<b>7,633</b>	<b>8,031</b>	<b>7,681</b>	<b>6,490</b>
Sữa đậu nành	3,783	3,683	3,885	3,863	4,266	3,875
Đường	2,264	1,466	1,867	2,251	1,486	994
Điện	-	-	-	148	167	98
Khác	2,779	2,157	2,398	2,859	3,155	2,300
(Loại trừ hợp nhất)	(1,041)	(334)	(518)	(1,090)	(1,393)	(777)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,298</b>	<b>2,275</b>	<b>1,996</b>	<b>2,294</b>	<b>2,456</b>	<b>2,051</b>
Sữa đậu nành	1,514	1,455	1,522	1,639	1,914	1,709
Đường	500	315	61	275	155	32
Điện	-	-	-	21	40	(32)
Khác	315	561	427	369	357	350
(Loại trừ hợp nhất)	(31)	(56)	(14)	(9)	(9)	(7)

- Mảng sữa đậu nành đem lại hiệu quả sinh lời tốt nhất của QNS, cũng như biên lợi nhuận cao nhất (biên lãi gộp 40-45%)
- Mảng kinh doanh nước uống, bia & bánh kẹo đem lại lợi nhuận nhiều thứ hai, tuy nhiên, đây là mảng không có quá nhiều triển vọng.
- Mảng đường hoạt động kinh doanh không ổn định & kém hiệu quả. Trong 2021, QNS vẫn hưởng lợi về xu hướng giá đường tăng và việc áp thuế chống bán phá giá.



**TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP QNS**

**THỐNG LĨNH THỊ TRƯỜNG SỬA ĐẬU NÀNH HỘP GIẤY VN**

**MĂNG ĐƯỜNG LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2021**

**MĂNG ĐIỆN SINH KHỐI PHỤC HỒI MẠNH**

**DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Doanh nghiệp	Quốc gia	Các dòng sản phẩm/ thương hiệu	Thị phần sữa đậu nành
Vinasoy	Việt Nam	Fami, Vinasoy, Vinasoy mè đen (2012), Fami Canxi (2013), Fami Kid (2014), Fami nguyên chất (2019), Fami mè đen (2018), Fami đậu đỏ (2018), Fami nguyên chất ít đường, Fami Canxi ít đường (2019)	86%
Vinamilk	Việt Nam	Gold soy (2012), Sữa đậu nành hạt óc chó (2018), Sữa đậu nành hạnh nhân (2019), Sữa đậu nành Vinamilk Canxi (2019)	5%
Nutifood	Việt Nam	Sữa đậu nành Nuti, Nuti Canxi	5%
Lactasoy	Thái Lan	Lactasoy đậu nành, Lactasoy socola	N/A
Vegemil	Hàn Quốc	Sữa đậu nành, sữa mè đen Vegemilk	N/A
Homesoy	Malaysia	Sữa đậu nành Homesoy	N/A
Vitasoy	Hong Kong	Sữa đậu nành Vitasoy	N/A



QNS



Lốc 6 hộp sữa đậu Fami Canxi 200ml

• HSD còn 3 tháng

25.000đ

VNM



Sữa đậu không đường Vinamilk 1lít

• HSD còn 4 tháng

25.000đ



4 hộp sữa đậu nành Vinamilk 200ml

• HSD còn 79 ngày

18.000đ

Nutifood



6 hộp sữa đậu nành Nuti Canxi 200ml

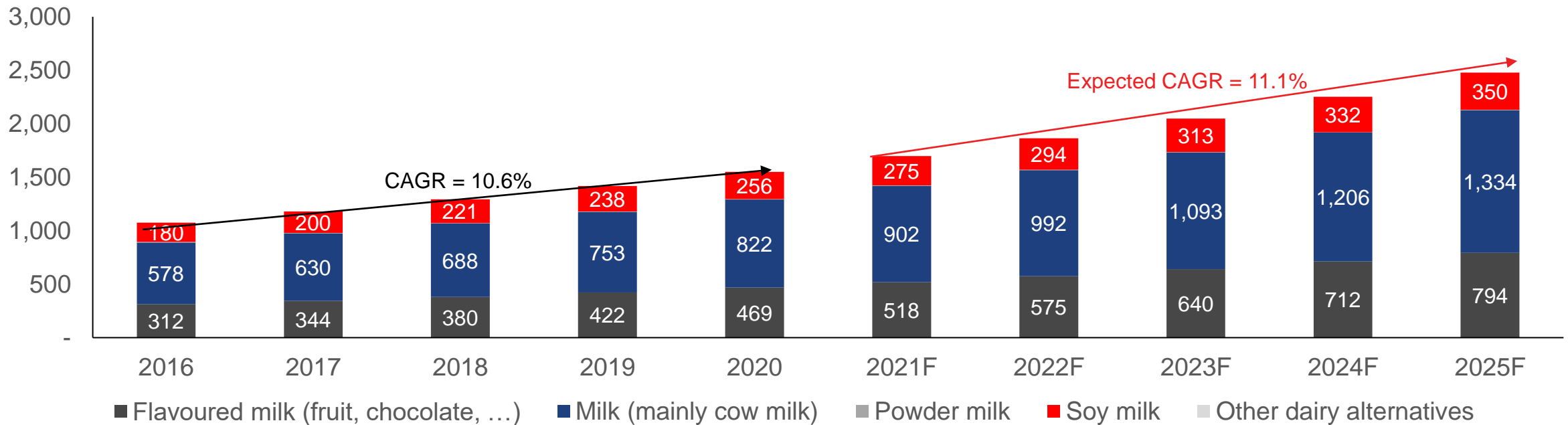
• HSD còn 5 tháng

24.000đ

- Chúng tôi cho rằng các sản phẩm sữa đậu nành Fami của QNS có giá thành rẻ hơn đối thủ lớn thứ hai – Vinamilk khoảng 10%, trong khi có hương vị rất phù hợp với đại đa số người tiêu dùng.
- Bên cạnh đó, Vinamilk định hướng tập trung vào phát triển thị trường sữa bò hơn là sữa đậu nành, vốn chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu thị trường sữa hộp ở Việt Nam. Do đó, chúng tôi cho rằng QNS vẫn có thể duy trì lợi thế cạnh tranh & thị phần.

# PHÂN KHÚC CÁC THỊ TRƯỜNG SỮA & TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG

Packaged milk volume (thousand tons)

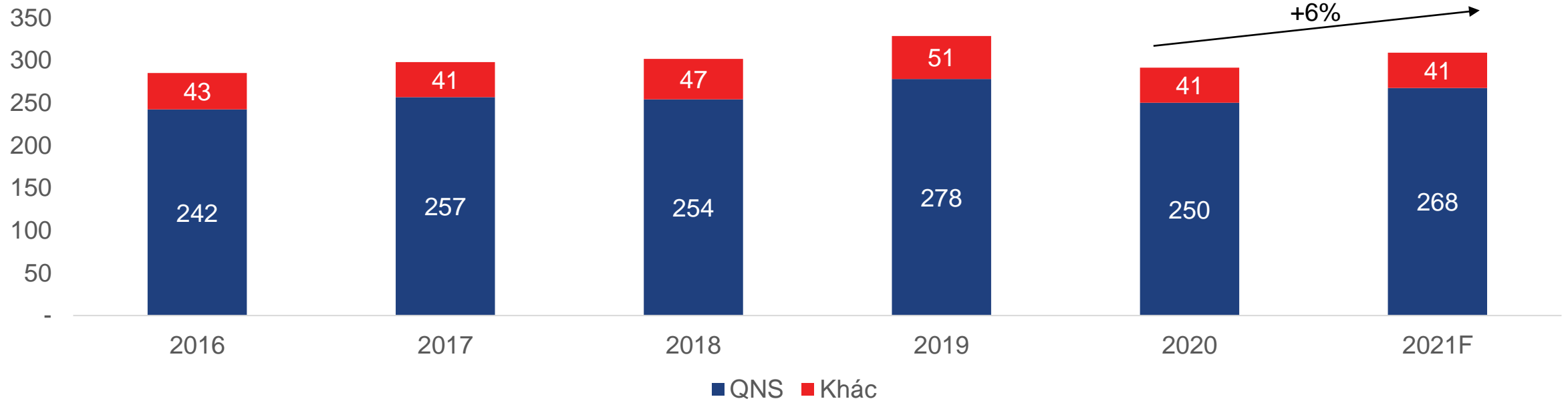


Nguồn: Euromonitor

Theo dự báo của Euromonitor:

- Sản lượng sữa bò sẽ tăng trưởng 10.2%/năm trong vòng 5 năm từ 2021 tới 2025. Quan điểm riêng của TCSC: với việc người Việt Nam trưởng thành có xu hướng ít tiêu dùng sữa bò, việc tăng trưởng hằng năm đạt hai chữ số là không khả quan.
- Sản lượng sữa đậu nành sẽ tăng trưởng 6.4%/năm trong vòng 5 năm tới. Tuy vậy, TCSC thận trọng cho rằng sản lượng tăng trưởng thực tế hằng năm của phân khúc sữa đậu nành có thể chỉ ở mức khoảng hơn 4%. Thực tế, từ năm 2016 tới 2019, dù gia tăng thị phần nhưng sản lượng sữa đậu nành QNS tăng trưởng hằng năm chỉ ở mức 5%.

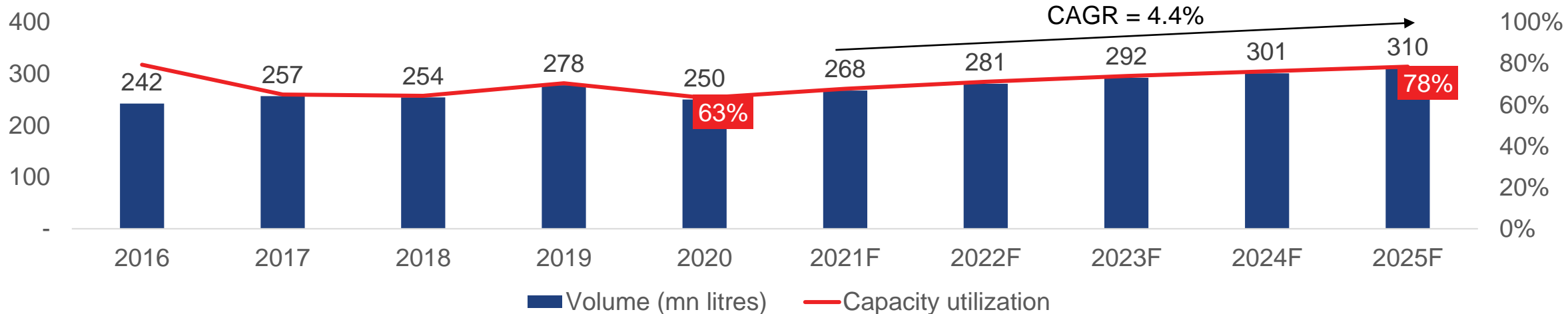
Sản lượng sữa đậu nành (triệu lít)



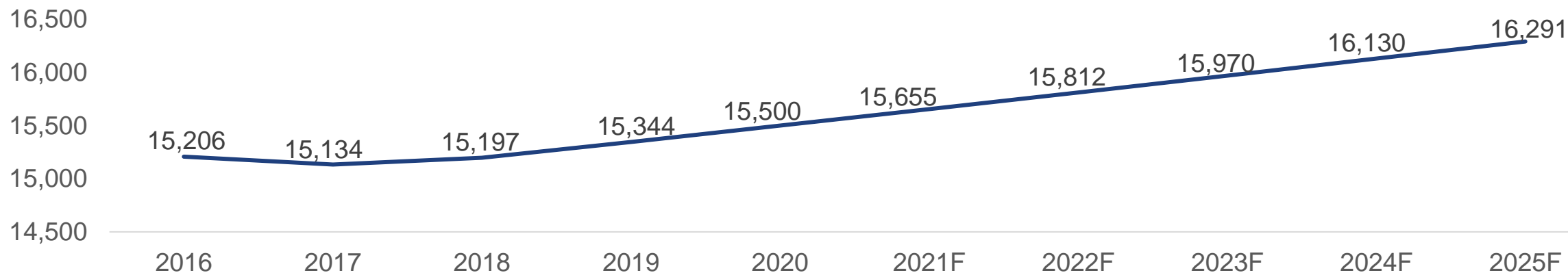
Nguồn: Nielsen, QNS, TCSC ước tính

- Với 86% thị phần sữa đậu nành hộp giấy, QNS gần như độc chiếm phân khúc thị trường này.
- Tỷ lệ sữa đậu nành hộp giấy trong tổng lượng sữa đậu nành tiêu thụ ở VN là 35% => Về lâu dài ngành sữa đậu nành hộp giấy có khả năng mở rộng nhờ việc người tiêu dùng chuyển đổi sử dụng sữa đậu nành tươi sang sữa đậu nành hộp giấy.

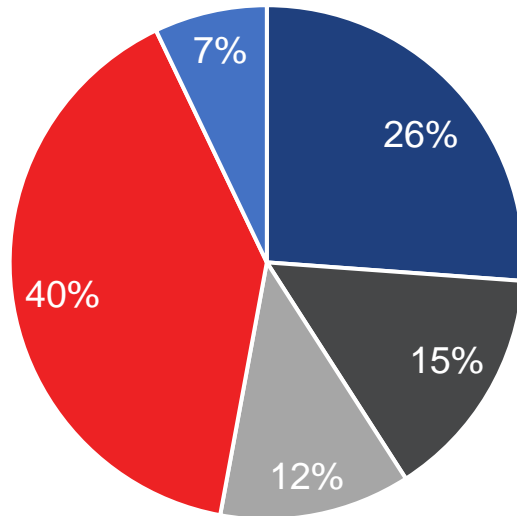
Dự phóng sản lượng sữa QNS (triệu lít)



Dự phóng giá bán sữa (VNĐ/lít)



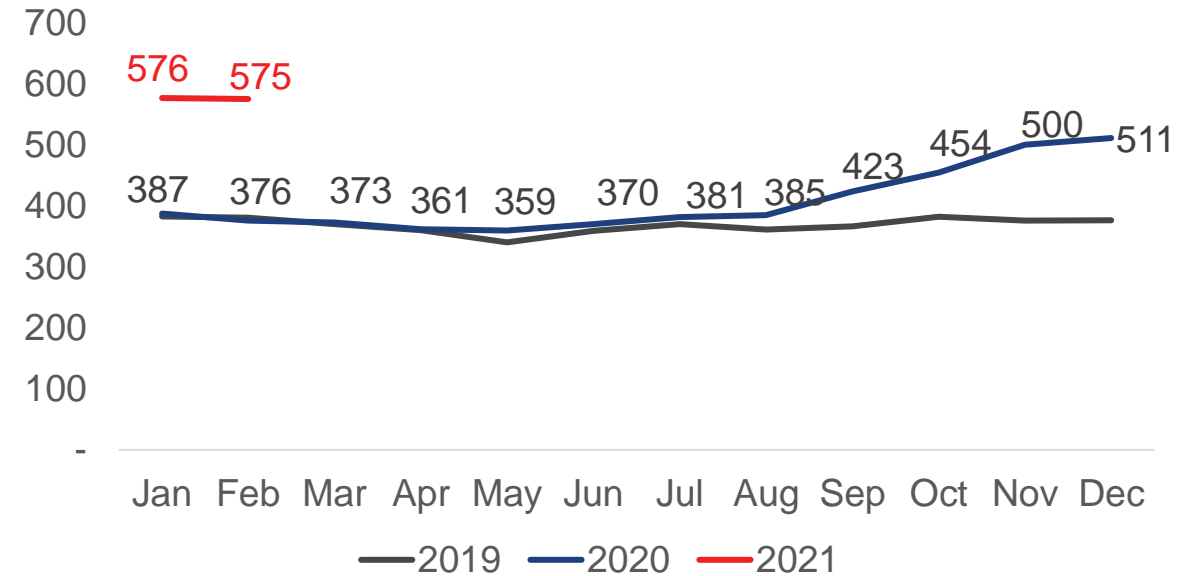
Cơ cấu giá vốn mảng sữa đậu nành (2020)



- Soybeans
- Sugar & other raw materials
- Direct Labour
- Packaging
- Depreciation

Nguồn: QNS, TCSC ước tính

Giá đậu nành (USD/tấn)



- Ngoài giá đậu nành, giá bao bì giấy & các vật liệu khác cũng tăng mạnh.
- Chúng tôi cho rằng việc giá đầu vào tăng mạnh so với cùng kỳ sẽ làm giảm biên lợi nhuận mảng sữa đậu nành trong 2021 từ 44% xuống 39%.
- Tựu trung, TCSC ước tính lợi nhuận mảng sữa sẽ giảm nhẹ trong năm 2021.

**TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP QNS**

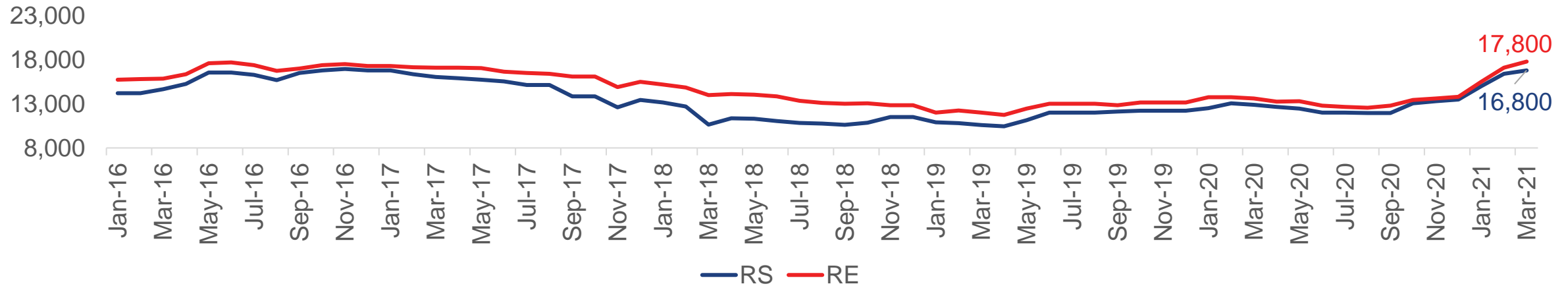
**THỐNG LĨNH THỊ TRƯỜNG SỬA ĐẬU NÀNH HỘP GIẤY VN**

**MĂNG ĐƯỜNG LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2021**

**MĂNG ĐIỆN SINH KHỐI PHỤC HỒI MẠNH**

**DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Giá bán sỉ đường nội địa (VNĐ/kg)

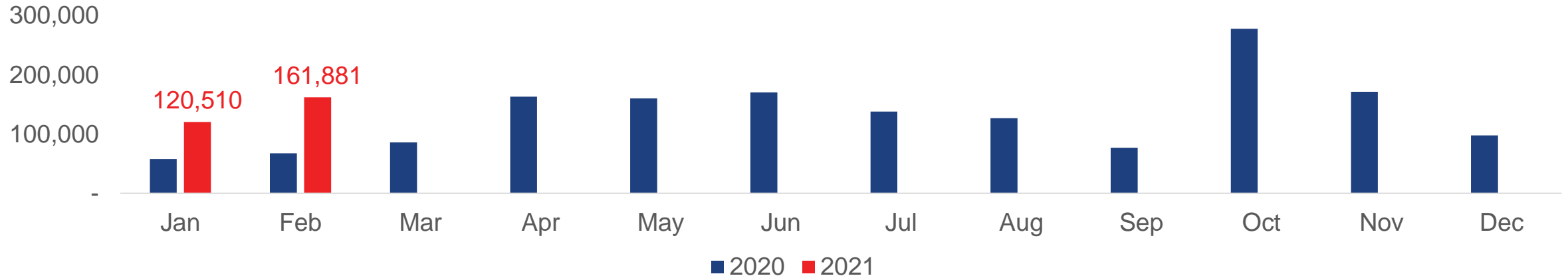


Nguồn: VSSA, USDA, cục quản lý giá, TCSC tổng hợp

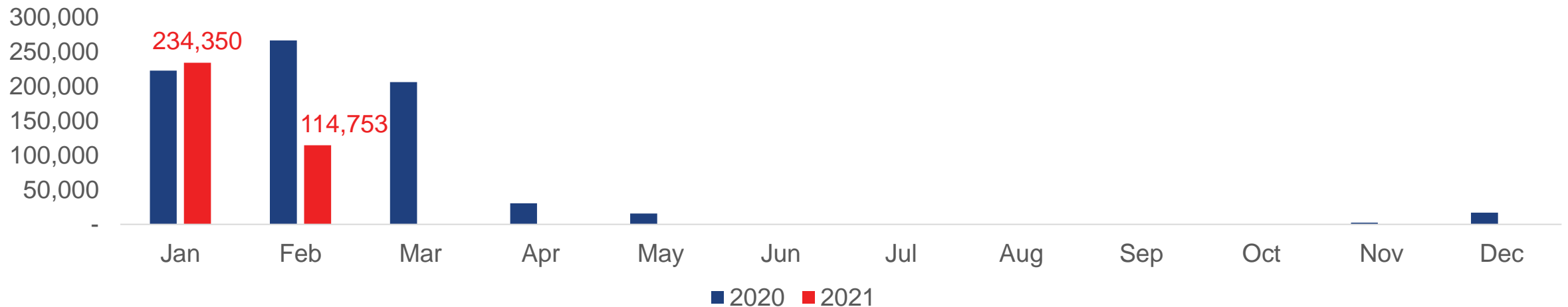
- Ngày 21/9/2020, Bộ Công Thương ban hành Quyết định số 2466/QĐ-BCT về việc chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp (CTC) đối với một số sản phẩm đường mía có xuất xứ từ Thái Lan. Tiếp đó, ngày 9/2/2021, Quyết định số 477/QĐ-BCT về việc áp dụng biện pháp CBPG và CTC tạm thời đối với sản phẩm đường mía có xuất xứ từ Thái Lan có hiệu lực trong 120 ngày từ ngày có hiệu lực (16/2/2021).
  - Mức thuế chống bán phá giá, chống trợ cấp tạm thời:
    - Đường thành phẩm (đường tinh luyện & khác): 48.88%
    - Đường thô: 33.88%
- ⇒ Điều này dẫn tới việc giá đường nội địa tăng mạnh. Tuy vậy, lượng đường nhập khẩu từ các quốc gia ASEAN vốn không chú trọng xuất khẩu đường như Indonesia, Malaysia, Myanmar, Cambodia lại tăng mạnh, đây là động thái né thuế CBPG & CTC của đường xuất xứ từ Thái Lan.



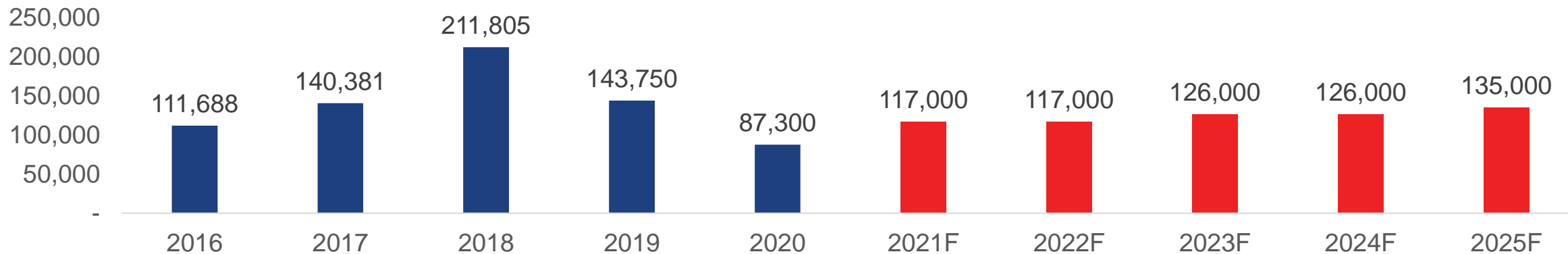
Sản lượng đường nhập khẩu (tấn)



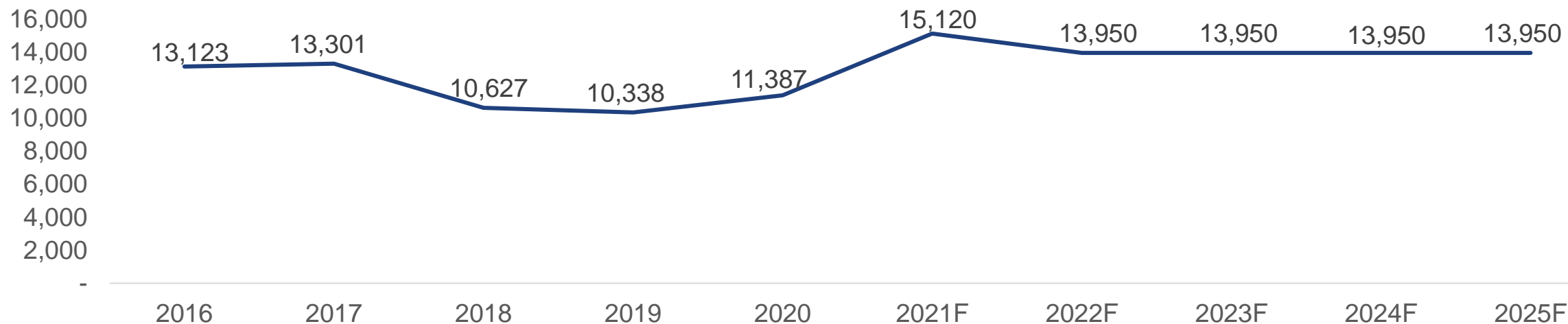
Sản lượng đường sản xuất nội địa (tấn)



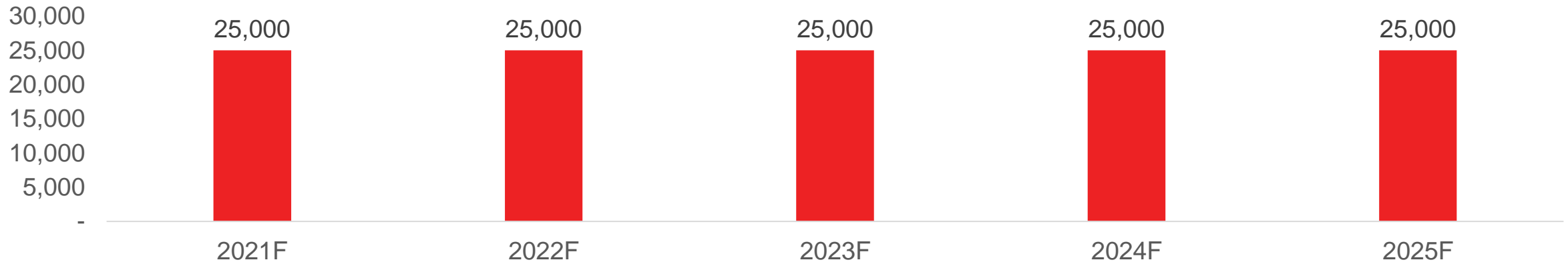
Sản lượng đường RS của QNS (tấn)



ASP (VNĐ/kg)



Dự phóng sản lượng đường RE của QNS (tấn)



ASP (VNĐ/kg)



**TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP QNS**

**THỐNG LĨNH THỊ TRƯỜNG SỬA ĐẬU NÀNH HỘP GIẤY VN**

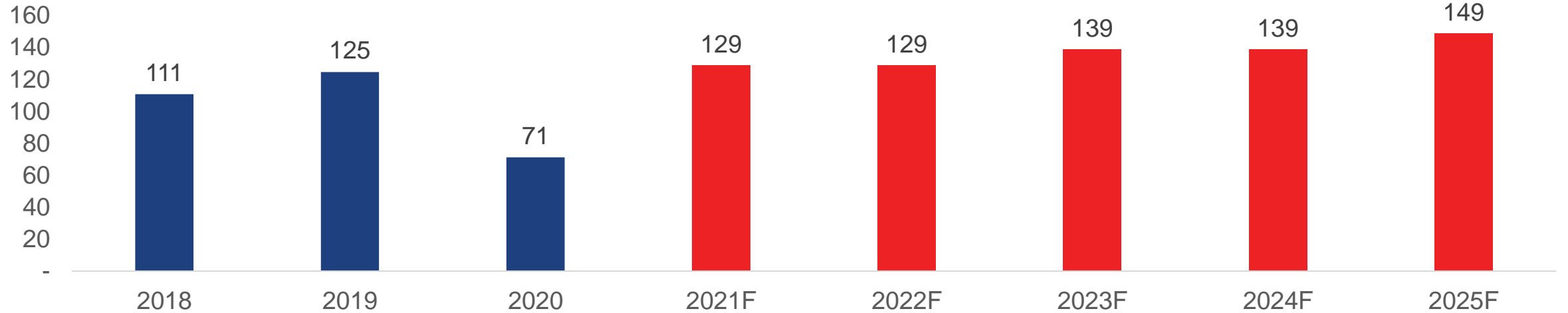
**MĂNG ĐƯỜNG LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2021**

**MĂNG ĐIỆN SINH KHỐI PHỤC HỒI MẠNH**

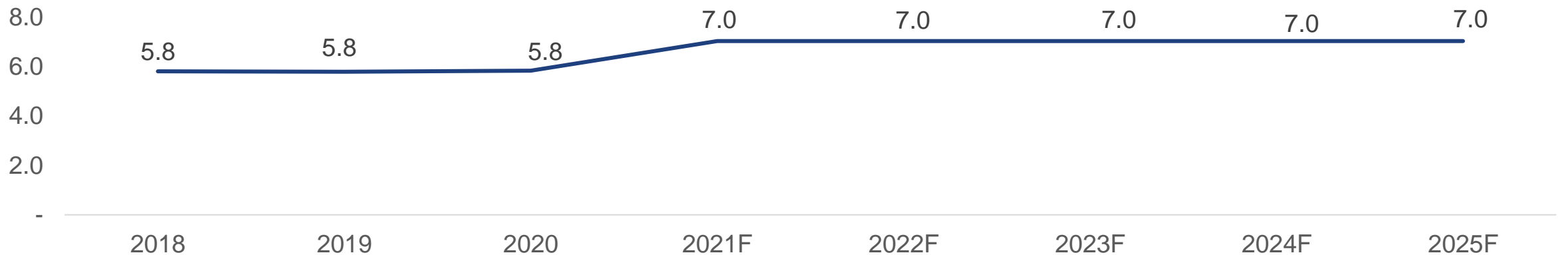
**DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

# SẢN LƯỢNG ĐIỆN TĂNG NHỜ TĂNG SẢN LƯỢNG BÃ MÍA

Sản lượng điện sinh khối bán qua EVN (triệu kwh)



Giá bán điện sinh khối đồng phát (cent/kwh)



**TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP QNS**

**THỐNG LĨNH THỊ TRƯỜNG SỬA ĐẬU NÀNH HỘP GIẤY VN**

**MĂNG ĐƯỜNG LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2021**

**MĂNG ĐIỆN SINH KHỞI PHỤC HỒI MẠNH**

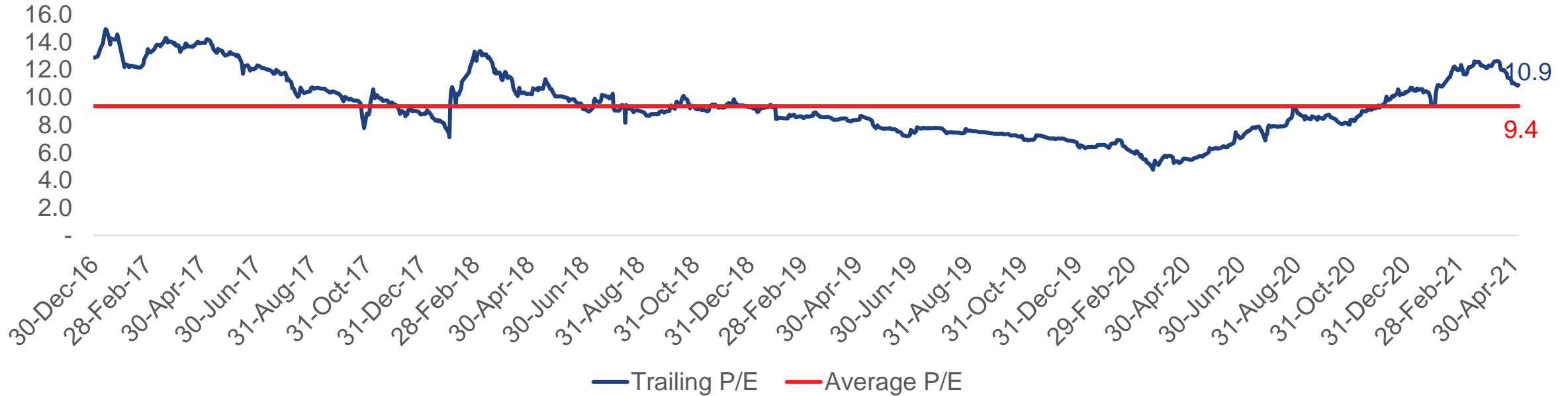
**DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

tỷ VNĐ	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	2020	Q1 2021	YoY	Note
<b>Doanh thu</b>	<b>1,424</b>	<b>1,825</b>	<b>1,845</b>	<b>1,394</b>	<b>6,490</b>	<b>1,639</b>	<b>+15%</b>	
Sữa đậu nành	728	1,137	1,188	822	3,875	725	-0.5%	Volume +3%
Đường	263	270	284	177	994	408	+55%	Volume +47%
Khác	583	626	604	583	2,398	717	+23%	
(Loại trừ hợp nhất)	(150)	(208)	(231)	(188)	(777)	(211)		
<b>Gross profit</b>	<b>358</b>	<b>608</b>	<b>589</b>	<b>492</b>	<b>2,051</b>	<b>387</b>	<b>+8%</b>	
Sữa đậu nành	328	519	510	352	1,709	303	-7.8%	Higher materials costs
Đường	(3)	6	(15)	43	32	50		
Khác	35	86	96	97	317	37		
(Loại trừ hợp nhất)	(2)	(3)	(2)	0	(7)	(2)		
<b>LNHĐ</b>	<b>127</b>	<b>377</b>	<b>256</b>	<b>399</b>	<b>1,163</b>	<b>163</b>		
<b>LNTT</b>	<b>141</b>	<b>386</b>	<b>281</b>	<b>454</b>	<b>1,266</b>	<b>185</b>		
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>117</b>	<b>320</b>	<b>233</b>	<b>380</b>	<b>1,042</b>	<b>161</b>		
<i>NPM</i>	8%	18%	13%	27%	16.1%	10%		
<b>GPM</b>	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	2020	Q1 2021		
Soy milk	45%	46%	43%	43%	45%	42%		
Sugar	-1%	2%	-5%	24%	3%	12%		
Others	6%	14%	16%	17%	13%	5%		
(Internal sales)	1%	1%	1%	0%	0%	1%		



<b>IS(bn VND)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Revenue</b>	<b>8,031</b>	<b>7,681</b>	<b>6,490</b>	<b>8,117</b>	<b>8,196</b>	<b>8,564</b>	<b>8,755</b>	<b>9,095</b>
Soy milk	3,863	4,266	3,875	4,188	4,441	4,665	4,853	5,049
Sugar	2,251	1,486	994	2,170	1,993	2,118	2,118	2,244
Electricity	148	167	98	215	217	236	239	258
Others	2,859	3,155	2,300	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645
(Internal sales)	(1,090)	(1,393)	(777)	(1,100)	(1,100)	(1,100)	(1,100)	(1,100)
Revenue growth	5.2%	-4.4%	-15.5%	25.1%	1.0%	4.5%	2.2%	3.9%
COGS	(5,737)	(5,224)	(4,438)	(5,610)	(5,641)	(5,913)	(5,976)	(6,135)
<b>Gross profit</b>	<b>2,294</b>	<b>2,456</b>	<b>2,051</b>	<b>2,507</b>	<b>2,595</b>	<b>2,691</b>	<b>2,819</b>	<b>3,001</b>
GPM	29%	32%	32%	31%	32%	31%	32%	33%
SGA	(937)	(1,000)	(888)	(1,096)	(1,106)	(1,156)	(1,182)	(1,228)
<b>Operating profit</b>	<b>1,357</b>	<b>1,457</b>	<b>1,163</b>	<b>1,411</b>	<b>1,483</b>	<b>1,530</b>	<b>1,632</b>	<b>1,768</b>
OPM	17%	19%	18%	17%	18%	18%	19%	19%
Financial Income	87	138	142	150	150	150	150	150
Financial expenses	(96)	(77)	(72)	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)
Other Income	58	33	38	38	38	38	38	38
Other Expense	(1)	(7)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
<b>EBIT</b>	<b>1,495</b>	<b>1,620</b>	<b>1,337</b>	<b>1,594</b>	<b>1,631</b>	<b>1,678</b>	<b>1,780</b>	<b>1,916</b>
<b>EBT</b>	<b>1,405</b>	<b>1,543</b>	<b>1,266</b>	<b>1,522</b>	<b>1,559</b>	<b>1,605</b>	<b>1,707</b>	<b>1,843</b>
Less: Tax	(165)	(251)	(213)	(239)	(253)	(260)	(277)	(299)
<b>NI</b>	<b>1,240</b>	<b>1,292</b>	<b>1,053</b>	<b>1,283</b>	<b>1,306</b>	<b>1,345</b>	<b>1,431</b>	<b>1,545</b>
<b>NI to shareholders</b>	<b>1,216</b>	<b>1,279</b>	<b>1,042</b>	<b>1,270</b>	<b>1,293</b>	<b>1,332</b>	<b>1,417</b>	<b>1,529</b>
EPS (VNĐ)	5,128	4,243	3,459	4,213	4,291	4,419	4,700	5,073
NPM	15.1%	16.6%	16.1%	15.6%	15.8%	15.6%	16.2%	16.8%
Earnings growth	20.8%	5.2%	-18.5%	21.8%	1.8%	3.0%	6.4%	7.9%

Multiple



Segment	Contribution	Fair P/E
Soy milk	70%	14x
Others (sugar, electricity, confectioneries, ...)	30%	7x
<b>QNS</b>	<b>100%</b>	<b>12x</b>

- Hiện tại QNS đang bị định giá thấp ở mức P/E khoảng 11x. TCSC cho rằng mức P/E thỏa đáng cho QNS là 12 lần.
- Mảng sữa đậu nành xứng đáng được định giá ở mức P/E 14x – tương ứng hơn 15% discount so với VNM vì quy mô nhỏ

Valuation	Worst	Base	Best
Net Income (bn VND)	1,220	1,270	1,350
Shares outstanding (mn)	301	301	301
EPS (VNĐ)	4,048	4,213	4,479
Fair P/E	12x	12x	12x
<b>Fair price (VNĐ)</b>	<b>48,572</b>	<b>50,559</b>	<b>53,748</b>
Upside	23%	28%	36%
Forward P/E	9.7x	9.4x	8.8x

- 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: 2<sup>nd</sup> 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](http://www.tcsc.vn)