

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

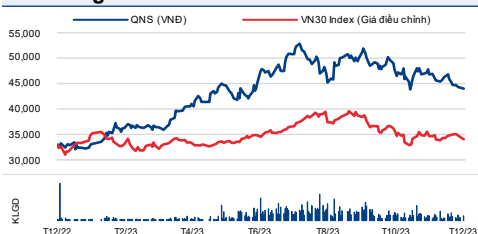
Giá mục tiêu: VNĐ52,200 (từ VNĐ64,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/12/2023)	44,300
Mã Bloomberg	QNS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	32,108-52,839
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	44,167
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,352
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	548
Slg CP lưu hành (tr.đv)	301
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	148
Slg CP NN được mua (tr.đv)	110
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	12.6%
Tỷ lệ freefloat	60.3%
Cổ đông lớn	ong mại Thành Phát (15.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.34)	(14.6)	34.4
So với chỉ số	(4.33)	(4.20)	29.3
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	7,091	5,804	22.2
2024F	7,415	6,185	19.9
2025F	7,307	6,089	20.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Hoạt động kinh doanh chính của QNS bao gồm sửa chữa đường và đường. Công ty là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sửa chữa đường, chiếm 85% thị phần với nhãn hiệu "Fami", "Vinasoy"

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA

Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do rủi ro giá bán đường giảm

- HSC giảm 19% giá mục tiêu đối với QNS xuống 52.200đ và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) do rủi ro giá đường giảm ngày càng lớn.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 68%) nhưng giảm lần lượt 6% & 14% dự báo năm 2024 & 2025 sau khi hạ giả định giá bán đường (dự báo mảng sửa chữa đường được giữ nguyên).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn (26%) so với bình quân từ tháng 1/2017 ở mức 8,1 lần.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng

KQKD 11 tháng đầu năm 2023 của QNS tích cực như dự báo với doanh thu thuần tăng 22% so với cùng kỳ đạt 9,3 nghìn tỷ đồng và LNST tăng 73% so với cùng kỳ đạt 2.070 tỷ đồng.

Mặc dù giá bán đường hiện vẫn ở mức cao nhưng HSC nhận thấy rủi ro giảm của giá đường trong nước ngày càng lớn. Kể từ cuối tháng 11/2023, giá đường thế giới giảm 24% dựa trên kỳ vọng nguồn cung đường toàn cầu tăng lên. Chúng tôi nhận thấy xu hướng giảm vẫn đang tiếp diễn và giá đường trong nước sớm muộn cũng sẽ theo xu hướng này.

Tác động: HSC giảm dự báo năm 2024-2025

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 68%) nhưng giảm lần lượt 6% & 14% dự báo năm 2024 & 2025 sau khi hạ 5-10%/năm giả định giá bán đường bình quân và giữ nguyên dự báo mảng sửa chữa đường. Theo đó lợi nhuận thuần năm 2024-2025 - vẫn cao hơn 20% so với dự báo của thị trường - hiện dự báo đạt lần lượt 2.257 tỷ đồng (tăng trưởng 4,6% so với năm 2023) và 2.225 tỷ đồng (giảm 1,4% so với năm 2024).

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 19% giá mục tiêu xuống 52.200đ và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (tiềm năng tăng giá 18%). Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp ROE/COE để tính giá trị của QNS. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rủi ro giá đường giảm ngày càng lớn và từ đó nâng giả định COE lên 16% từ 14% trước đó.

Sau khi giá cổ phiếu QNS giảm 14% trong 3 tháng qua, QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6 lần, rẻ hơn 1 độ lệch chuẩn (26%) so với bình quân từ tháng 1/2017 ở mức 8,1 lần. Như thường lệ, QNS vẫn đang có định giá rẻ hơn so với các công ty cùng ngành với P/E dự phóng năm 2024 là 6 lần, thấp hơn 57% so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 13,8 lần.

Lợi suất cổ tức của QNS đang rất hấp dẫn ở mức 8%, dựa trên giả định Công ty tiếp tục chi trả cổ tức tiền mặt 3.500đ/cp. Chúng tôi cũng không loại trừ khả năng cổ tức tiền mặt năm 2023 cao hơn dự kiến nhờ mức tăng trưởng lợi nhuận vượt bậc trong năm nay.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/12.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,789	1,848	2,672	2,757 ▼	2,731 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,254	1,287	2,159	2,257 ▼	2,225 ▼
EPS ĐC (đồng)	4,117	4,226	7,091	7,415 ▼	7,307 ▼
DPS (đồng)	2,500	3,000	3,500	3,500	3,500
BVPS (đồng)	23,539	24,767	28,891	32,839	36,679
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.50	8.14	5.46	5.18	5.13
P/E ĐC (lần)	10.8	10.5	6.25	5.97	6.06
Lợi suất cổ tức (%)	5.64	6.77	7.90	7.90	7.90
P/B (lần)	1.88	1.79	1.53	1.35	1.21
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	19.4	2.65	67.8	4.57	(1.46)
ROAE (%)	18.3	17.7	26.7	24.3	21.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Rủi ro đối với giá đường ngày càng tăng; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Mặc dù QNS ghi nhận KQKD khả quan gần đây nhưng HSC hiện nhận thấy rủi ro giá đường giảm ngày càng gia tăng. Giá đường toàn cầu đang sụt giảm (do lo ngại về tình trạng dư cung) và chúng tôi nhận thấy xu hướng này có thể sẽ tiếp diễn, từ đó giá đường trong nước có thể sẽ biến động theo xu hướng này, tương tự như trong quá khứ. HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 (tăng trưởng 68% so với năm 2022), nhưng chúng tôi giảm lần lượt 6% & 14% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 (tăng trưởng 4,6% so với năm 2023) và 2025 (giảm 1,4% so với năm 2024). Sau khi hạ dự báo lợi nhuận và nâng giả định COE, HSC giảm 19% giá mục tiêu đối với QNS xuống 52.200đ (tiềm năng tăng giá 19%). Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với QNS xuống Tăng tỷ trọng.

KQKD 11 tháng đầu năm 2023 vẫn tích cực như kỳ vọng

Trong tháng 11/2023, doanh thu thuần của QNS đạt 800 tỷ đồng (tăng 33% so với cùng kỳ) và LNTT đạt 170 tỷ đồng (tăng 85% so với cùng kỳ). Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh như sau:

- Doanh thu mảng đường tăng 72% so với cùng kỳ đạt 347 tỷ đồng và LNTT tăng 167% so với cùng kỳ đạt 100 tỷ đồng. Sản lượng tiêu thụ đường tăng lên 18.000 tấn (tăng 36% so với cùng kỳ) từ 13.200 tấn trong tháng 11/2022.
- Doanh thu mảng sửa đập nãnh giảm 7% so với cùng kỳ xuống 325 tỷ đồng do sản lượng tiêu thụ giảm 10% xuống 20 triệu tấn. LNTT đạt 45 tỷ đồng (tăng 3% so với cùng kỳ).

Tính chung 11 tháng đầu năm 2023, doanh thu thuần tăng 22% so với cùng kỳ đạt 9.300 tỷ đồng và LNTT tăng 73% so với cùng kỳ đạt 2.070 tỷ đồng, sát với dự báo của chúng tôi. Mảng đường và sửa đập nãnh đóng góp lần lượt 46% và 34% vào tổng LNTT trong kỳ. Tỷ trọng này cho thấy tầm ảnh hưởng của giá đường đối với KQKD. Trong 11 tháng đầu năm 2022, LNTT mảng đường chỉ đóng góp 21% tổng LNTT trong khi mảng sửa đập nãnh đóng góp 58%.

Bảng 1: KQKD tháng 11 và 11T/2023, QNS

LNTT tăng mạnh 85% so với cùng kỳ trong tháng 11 và 73% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2023

Tỷ đồng	T11-22	T11-23	% so với cùng kỳ	11T22	11T23	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	600	800	33.3%	7,600	9,300	22.4%
LNTT	92	170	85.0%	1,197	2,070	73.0%

Nguồn: QNS, HSC ước tính

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần, QNS

Doanh thu mảng đường tăng 72% so với cùng kỳ trong tháng 11 và 112% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2023

Tỷ đồng	T11-22	T11-23	% so với cùng kỳ	11T22	11T23	% so với cùng kỳ
Đường	202	347	71.6%	1,783	3,780	112%
Sửa đập nãnh	349	325	-7.0%	4,005	3,725	-7.0%
Sản phẩm khác	49	129	164.6%	1,812	1,795	-0.9%
Tổng cộng	600	800	33.3%	7,600	9,300	22.4%

Nguồn: QNS, HSC ước tính

Bảng 3: Cơ cấu LNTT, QNS

Lợi nhuận trước thuế mảng đường tăng 167% so với cùng kỳ trong tháng 11 và 280% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2023

Tỷ đồng	T11-22	T11-23	% so với cùng kỳ	11T22	11T23	% so với cùng kỳ
Đường	38	100	166.7%	250	950	280.0%
Sửa đập nãnh	44	45	3.0%	689	710	3.0%
Sản phẩm khác	11	25	133.8%	257	410	59.4%
Tổng cộng	92	170	85.0%	1,197	2,070	73.0%

Nguồn: QNS, HSC ước tính

Triển vọng: HSC hiện nhận thấy rủi ro giá đường giảm

Giá đường tương lai thế giới đã giảm mạnh 24% xuống chỉ còn 21 US cent/pound từ 28 USD cent/pound tại thời điểm cuối tháng 11/2023, dựa trên kỳ vọng nguồn cung đường toàn cầu sẽ tăng lên. Cụ thể như sau:

- Trong tháng 11/2023, sản lượng đường ở miền nam Brazil tăng 33% so với cùng kỳ đạt 3,6 triệu tấn. CONAB – một công ty đại chúng trực thuộc Bộ Nông nghiệp, Chăn nuôi và Cung cấp Thực phẩm Brazil – đã nâng dự báo sản lượng đường Brazil niên vụ 2023/2024 lên 46,9 triệu tấn từ ước tính vào tháng 8/2023 là 40,9 triệu tấn.
- Vào ngày 15/11/2023, Tổ chức Đường Quốc tế (ISO) đã nâng dự báo sản lượng đường toàn cầu niên vụ 2023/2024 (từ tháng 10 năm trước đến tháng 9 năm sau) lên 179,9 triệu tấn so với ước tính trước đó là 174,8 triệu tấn và giảm mức thâm hụt đường toàn cầu niên vụ 2023/2024 xuống 335.000 tấn từ dự báo trước đó là 2,1 triệu tấn.
- Theo Reuters, chính phủ Ấn Độ đã chỉ đạo các nhà máy sản xuất đường không sử dụng nước mía để sản xuất ethanol trong nỗ lực đảm bảo đủ nguồn cung đường cho thị trường nội địa. Việc giảm sử dụng đường để sản xuất ethanol sẽ giúp quốc gia này nâng cao sản lượng đường. Sản lượng đường tại Ấn Độ dự báo sụt giảm do lượng mưa các khu vực trồng mía trọng điểm dưới mức trung bình.
- Ngoài ra, áp lực lên giá đường còn đến từ việc các nhà máy đường toàn cầu có thể sẽ đẩy mạnh việc sử dụng mía để sản xuất đường thay vì ethanol trong bối cảnh giá dầu thô giảm.

Từ đó, HSC cho rằng trong thời gian tới, giá đường thế giới nhiều khả năng sẽ tiếp tục giao dịch ở bên dưới mức đỉnh thiết lập vào tháng 11/2023.

Tuy nhiên, giá đường tại Việt Nam vẫn ở mức cao với giá đường trắng là 22.000đ/kg (tăng 20% so với đầu năm) và đường tinh luyện là 23.000đ/kg (tăng 15% so với đầu năm). Vụ ép mía vừa mới bắt đầu và lượng đường tại Việt Nam vẫn thấp.

Biểu đồ 4: Giá đường hợp đồng tương lai, thế giới

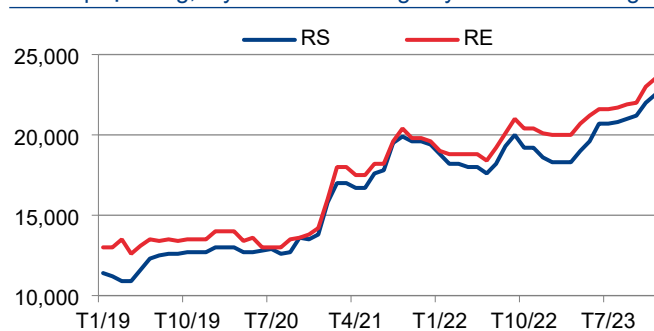
Giá giảm mạnh gần đây



Nguồn: Trading economics

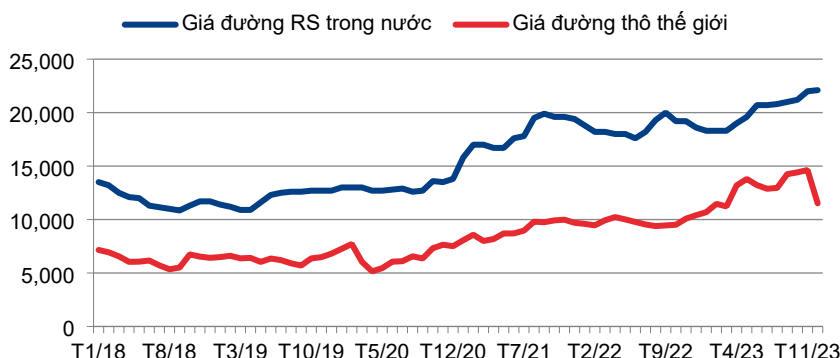
Biểu đồ 5: Giá đường trong nước

Vẫn tiếp tục tăng, tuy nhiên xu hướng này có thể sẽ đảo ngược



Nguồn: dữ liệu do HSC thu thập

Biểu đồ 6: Giá đường RS trong nước và giá đường thô thể giới HDTL (đồng/kg)
Trong lịch sử, diễn biến giá đường trong nước sẽ theo sau xu thế giá đường thể giới



Nguồn: HSC collects

HSC so sánh giá đường trắng trong nước và giá đường thô tương lai thể giới trong Biểu đồ 6 (giá đường thô thể giới được tính bằng VND nhằm mục đích so sánh). Bình quân từ tháng 1/2019 đến tháng 11/2023, giá đường trắng nội địa cao hơn 88% so với giá đường thô thể giới. Tại thời điểm tháng 12/2023, chênh lệch đã tăng lên 92%. Giá đường nội địa thông thường theo sát giá đường thể giới như trong Biểu đồ 6, và do đó HSC cho rằng giá đường trong nước cuối cùng sẽ giảm theo giá thể giới.

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng giá đường trong nước sẽ không giảm nhiều như giá đường thể giới do Việt Nam vẫn áp dụng thuế CBPG và thuế chống trợ cấp đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan và 5 quốc gia ASEAN bao gồm Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia & Myanmar.

Với những nhận định trên, HSC giảm lần lượt 5% & 10% giá định giá bán đường bình quân của QNS cho năm 2024 & 2025.

HSC giảm dự báo năm 2024-2025

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 nhưng giảm dự báo năm 2024-2025 sau khi hạ giá định giá bán đường bình quân của QNS (giữ nguyên dự báo mảng sửa đậu nành). Cụ thể như sau:

- Cho năm 2023, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần đạt 2.159 tỷ đồng, tăng trưởng 67,8% so với năm 2022. Mảng đường dự kiến sẽ đóng góp 51% lợi nhuận thuần trong khi mảng sửa đậu nành dự kiến đóng góp 40%. Dự báo doanh thu thuần được giữ nguyên ở mức 10.530 tỷ đồng (tăng trưởng 27,6% so với năm 2022).
- Cho năm 2024, HSC giảm lần lượt 6,5% & 6,1% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần xuống lần lượt 10.790 tỷ đồng (tăng trưởng 1,7% so với năm 2023) và 2.257 tỷ đồng (tăng trưởng nhẹ 4,6% so với năm 2023). Mảng đường dự kiến sẽ đóng góp 52% lợi nhuận thuần trong khi mảng sửa đậu nành dự kiến sẽ đóng góp 38%.
- Cho năm 2025, HSC giảm lần lượt 8% và 14% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần xuống lần lượt 11.133 tỷ đồng (tăng trưởng 4% so với năm 2024) và 2.225 tỷ đồng (giảm 1,5% so với năm 2024). Mảng đường dự kiến sẽ đóng góp 47% lợi nhuận thuần trong khi mảng sửa đậu nành dự kiến sẽ đóng góp 41%.

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2023-2025, QNS

Nâng dự báo lợi nhuận năm 2023 nhưng hạ dự báo lợi nhuận năm 2024-25

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2023F				
Doanh thu thuần	10,530	10,530	0.0%	27.6%
Lợi nhuận thuần	2,155	2,159	0.2%	67.8%
2024F				
Doanh thu thuần	11,448	10,709	-6.5%	1.7%
Lợi nhuận thuần	2,403	2,257	-6.1%	4.6%
2025F				
Doanh thu thuần	12,096	11,133	-8.0%	4.0%
Lợi nhuận thuần	2,592	2,225	-14.2%	-1.5%

Nguồn: HSC ước tính

HSC giảm dự báo lợi nhuận mangan đường

Đối với mangan đường, HSC duy trì dự báo doanh thu thuần và LNTT năm 2023 với giả định sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân được giữ nguyên. Sau đó, chúng tôi giảm lần lượt 5% và 18% dự báo doanh thu thuần năm 2024 và 2025 sau khi điều chỉnh giảm giả định sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân. Theo dự báo mới của chúng tôi, doanh thu thuần sẽ tăng trưởng 117% trong năm 2023, sau đó giảm 5% so với cùng kỳ trong năm 2024 và phục hồi nhẹ 2% trong năm 2025.

HSC giảm lần lượt 11% và 25% dự báo LNTT mangan đường cho năm 2024 và 2025. Theo đó, LNTT sẽ tăng trưởng 4,7% trong năm 2024 và giảm 8% so với cùng kỳ trong năm 2025.

Cụ thể:

- HSC giảm 11% dự báo sản lượng tiêu thụ cho năm 2024 xuống 200.000 tấn dựa trên giả định sẽ thiếu hụt đường thô (nguyên liệu đầu vào để sản xuất đường tinh luyện). QNS đã không tham gia đấu giá hạn ngạch thuế nhập khẩu đường năm 2023 do Bộ Công Thương tổ chức vào tháng 11/2023 do BLĐ cho rằng giá đấu giá quá cao. Theo đó, Công ty sẽ không còn đường thô để sản xuất đường tinh luyện trong năm 2024. Trong năm 2021 & 2022, QNS đã trúng đấu giá nhập khẩu 20.000 – 25.000 tấn đường thô/năm theo hạn ngạch để chế biến đường tinh luyện vào năm 2022 & 2023. Do QNS đã không tham gia đấu giá trong năm 2023 nên HSC cắt giảm 25.000 tấn sản lượng sản xuất và sản lượng tiêu thụ dự báo cho năm 2024 & 2025.

Bảng 8: Dự báo doanh thu mangan đường, QNS

Hạ 14-17% dự báo doanh thu thuần

Tỷ đồng	2023F				2024F				2025F			
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo cũ	Dự báo mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Đường	4,040	4,040	100.0%	0.0%	4,514	3,800	-5.9%	-15.8%	4,794	3,863	1.7%	-19.4%
Mật rỉ	240	240	54.5%	0.0%	283	283	18.2%	0.0%	302	302	6.7%	0.0%
Tổng cộng	4,279	4,279	116.9%	0.0%	4,798	4,083	-4.6%	-14.9%	5,097	4,165	2.0%	-18.3%
% trên tổng doanh thu	40.6%	40.6%			41.9%	38.1%			42.1%	37.4%		

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Giả định sản lượng và giá bán đường, QNS

Hạ 10-11% sản lượng đường và hạ 4-9% giá bán bình quân năm 2024 – 25F

	2023F		2024F		2025F	
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	210	210	225	200	239	214
Tăng trưởng	100.0%	100.0%	6.9%	-5.0%	6.2%	7.0%
Điều chỉnh		0.0%		-11.1%		-10.5%
Giá bán đường bình quân (đồng/kg)	19,237	19,237	20,102	19,040	20,095	18,088
Tăng trưởng	11.1%	11.1%	4.5%	-1.0%	0.0%	-5.0%
Điều chỉnh		0.0%		-5.3%		-10.0%

Nguồn: HSC ước tính

- Chúng tôi giảm lần lượt 5% và 10% dự báo giá bán đường bình quân năm 2024 (giảm 1% so với năm 2023) và 2025 (giảm 5% so với năm 2024).

Bảng 10: Dự báo lợi nhuận mảng đường, QNS

Giảm 11-26% dự báo LNTT năm 2024 & 2025

Tỷ đồng	2023		2024		2025F	
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới
Lợi nhuận gộp	1,246	1,249	1,446	1,291	1,570	1,194
Tỷ trọng trên tổng lợi nhuận gộp	37.9%	38.0%	39.9%	37.2%	40.7%	34.3%
Tăng trưởng	231.4%	232.3%	16.1%	3.3%	8.6%	-7.6%
Điều chỉnh		0.3%		-10.7%		-24.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29.1%	29.2%	30.1%	31.6%	30.8%	28.7%
Lợi nhuận trước thuế	1,110	1,113	1,310	1,165	1,426	1,060
Tăng trưởng	234.0%	235.0%	18.1%	4.7%	8.8%	-9.0%
Điều chỉnh		0.3%		-11.1%		-25.7%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 11: Giả định doanh thu mảng sữa đậu nành, QNS

	2023F		2024F		2025F	
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới
Doanh thu (Tỷ đồng)	4,060	4,060	4,263	4,263	4,434	4,434
Tỷ trọng trên tổng doanh thu	38.6%	38.6%	37.2%	39.8%	36.7%	39.8%
Tăng trưởng	-5.7%	-5.7%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh		0.0%		0.0%		0.0%
Sản lượng tiêu thụ (triệu lít)	239	239	250	250	260	260
Tăng trưởng	-10.0%	-10.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh		0.0%		0.0%		0.0%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 12: Giả định lợi nhuận mảng sữa đậu nành, QNS

	2023		2024		2025F	
	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới	Dự báo cũ	Dự báo mới
Lợi nhuận gộp	1,644	1,644	1,727	1,727	1,796	1,796
Tỷ trọng trên tổng lợi nhuận gộp	50.0%	49.5%	47.6%	49.8%	46.5%	51.5%
Tăng trưởng	-6.1%	-6.1%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh		0.0%		0.0%		0.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	40.5%	40.5%	40.5%	40.5%	40.5%	40.5%
Lợi nhuận trước thuế	1,045	1,045	1,052	1,052	1,109	1,109
Tăng trưởng	1.8%	1.8%	0.7%	0.7%	5.4%	5.4%
Điều chỉnh		0.0%		0.0%		0.0%

Nguồn: HSC ước tính

Mảng sữa đậu nành: Giữ nguyên dự báo

Đối với mảng sữa đậu nành, HSC giữ nguyên dự báo. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần năm 2023 giảm 6% so với cùng kỳ trong khi LNTT tăng trưởng 3% nhờ cắt giảm chi tiêu quảng cáo & khuyến mãi. HSC giả định chi phí quảng cáo & khuyến mãi sẽ trở lại mức bình thường nên LNTT mảng này dự báo sẽ chỉ tăng trưởng 3% trong khi

doanh thu thuần dự báo tăng trưởng 5%. Cho năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu thuần tăng trưởng 4% trong khi LNTT tăng trưởng 5%.

Giảm 19% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Kết luận & phương pháp định giá

HSC giảm 19% giá mục tiêu xuống 52.200đ và hạ khuyến nghị đối với QNS xuống Tăng tỷ trọng. HSC tiếp tục áp dụng phương pháp ROE/COE để tính giá trị của QNS. Dựa trên rủi ro giảm giá đường, HSC nâng giá định COE lên 16% từ 14% trước đó.

Bảng 13: Định giá ROE/chi phí vốn CSH, QNS

Giá trị hợp lý của cổ phiếu là 52.200 đồng/cổ phiếu

	Giá định
ROE	24.3%
g	2%
Chi phí vốn CSH	16.0%
Tỷ lệ giá/giá trị sổ sách	1.59
Giá trị sổ sách/mỗi CP	32,839
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	52,229

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: Phân tích độ nhạy, QNS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

đồng		Lãi suất phi rủi ro					
			3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%		54,575	52,693	50,936	49,293	47,753
	1.5%		55,380	53,402	51,560	49,842	48,234
	2.0%		56,247	54,163	52,229	50,428	48,747
	2.5%		57,183	54,984	52,947	51,056	49,296
	3.0%		58,197	55,869	53,720	51,731	49,883

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn (26%) so với bình quân từ tháng 1/2017 ở mức 8,1 lần (Biểu đồ 14-15). Như thường lệ, QNS vẫn có định giá rẻ hơn so với các công ty cùng ngành. Cụ thể, P/E dự phóng năm 2024 của QNS là 6 lần, thấp hơn 57% so với bình quân các công ty cùng ngành là 13,8 lần (Bảng 16)

Biểu đồ 15: P/E trượt dự phóng 1 năm, QNS

QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6 lần theo ước tính của HSC...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, QNS

... thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 8,1 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: So sánh với các công ty cùng ngành, QNS

Cổ phiếu QNS hiện giao dịch ở mức chiết khấu 57% dựa trên P/E năm 2024

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	2023 P/E	2024 P/E
Vietnam Dairy Product JSC	VNM VN	6,085	17.5	15.5
Saigon Beer - Beverage Corporation	SAB VN	1,719	17.9	16.9
Masan Consumer	MCH VN	2,631	9.8	9.1
Thanh Thanh Cong - Bien Hoa JSC	SBT VN	438	19.4	N/a
Bình quân		1,596	16.2	13.8
QNS	QNS VN	673	6.2	6.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	7,335	8,255	10,530	10,709	11,133
Lợi nhuận gộp	2,262	2,459	3,292	3,470	3,484
Chi phí BH&QL	(946)	(1,100)	(1,125)	(1,234)	(1,295)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,316	1,359	2,167	2,236	2,189
Lãi vay thuần	48.7	76.0	163	206	234
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	74.8	70.7	67.1	59.1	60.3
LN TT	1,439	1,505	2,398	2,501	2,483
Chi phí thuế TNDN	(186)	(219)	(239)	(244)	(258)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,254	1,287	2,159	2,257	2,225
Lợi nhuận thuần ĐC	1,254	1,287	2,159	2,257	2,225
EBITDA ĐC	1,789	1,848	2,672	2,757	2,731
EPS (đồng)	4,117	4,226	7,091	7,415	7,307
EPS ĐC (đồng)	4,117	4,226	7,091	7,415	7,307
DPS (đồng)	2,500	3,000	3,500	3,500	3,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	301	301	301	301	301
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	301	301	301	301	301
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	301	301	301	301	301

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	179	203	1,230	1,572	1,818
Đầu tư ngắn hạn	3,923	4,296	5,000	6,000	7,000
Phải thu khách hàng	386	587	743	747	786
Hàng tồn kho	816	947	1,210	1,230	1,279
Các tài sản ngắn hạn khác	19.3	57.2	73.0	74.2	77.2
Tổng tài sản ngắn hạn	5,323	6,090	8,255	9,623	10,960
TSCĐ hữu hình	4,274	3,906	3,712	3,572	3,426
TSCĐ vô hình	11.7	7.87	2.72	(2.54)	(7.90)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	267	263	293	298	309
Tổng tài sản dài hạn	4,552	4,176	4,008	3,867	3,728
Tổng cộng tài sản	9,876	10,266	12,263	13,490	14,687
Nợ ngắn hạn	2,032	1,896	2,465	2,489	2,464
Phải trả người bán	364	479	598	598	632
Nợ ngắn hạn khác	211	223	261	274	294
Tổng nợ ngắn hạn	2,710	2,750	3,514	3,552	3,591
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	71.1	51.5	41.0	41.0	41.0
Tổng nợ dài hạn	71.1	51.5	41.0	41.0	41.0
Tổng nợ phải trả	2,781	2,802	3,555	3,593	3,632
Vốn chủ sở hữu	7,095	7,465	8,708	9,898	11,055
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	7,095	7,465	8,708	9,898	11,055
Tổng nợ phải trả và VCSH	9,876	10,266	12,263	13,490	14,687
BVPS (đ)	23,539	24,767	28,891	32,839	36,679
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,853	1,693	1,235	918	647

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	1,316	1,359	2,167	2,236	2,189
Khấu hao	(474)	(490)	(504)	(521)	(542)
Lãi vay thuần	48.7	76.0	163	206	234
Thuế TNDN đã nộp	(251)	(154)	(239)	(244)	(258)
Thay đổi vốn lưu động	(92.8)	(224)	(222)	(12.1)	(23.2)
Khác	(18.1)	(161)	(292)	(300)	(328)
LCT thuần từ HĐKD	1,476	1,385	2,083	2,408	2,355
Đầu tư TS dài hạn	(114)	(102)	(210)	(371)	(379)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	18.7	0.07	0	0	0
Khác	(1,179)	(220)	(360)	(642)	(615)
LCT thuần từ HĐĐT	(1,274)	(322)	(570)	(1,013)	(994)
Cổ tức trả cho CSH	(754)	904	904	1,055	1,055
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	309	(136)	558	24.6	(24.9)
Khác	0	(1,808)	(1,948)	(2,132)	(2,146)
LCT thuần từ HĐTC	(445)	(1,041)	(486)	(1,053)	(1,116)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	422	179	203	1,230	1,572
LCT thuần trong kỳ	(243)	22.9	1,027	342	246
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	0.83	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	179	203	1,230	1,572	1,818
Dòng tiền tự do	1,362	1,283	1,873	2,037	1,976

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	30.8	29.8	31.3	32.4	31.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	24.4	22.4	25.4	25.7	24.5
Tỷ suất LNT (%)	17.1	15.6	20.5	21.1	20.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.9	14.5	9.97	9.75	10.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	13.0	12.5	27.6	1.70	3.96
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.78	3.28	44.6	3.21	(0.97)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	19.4	2.65	67.8	4.57	(1.46)
Tăng trưởng EPS (%)	19.4	2.65	67.8	4.57	(1.46)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	19.4	2.65	67.8	4.57	(1.46)
Tăng trưởng DPS (%)	0	20.0	16.7	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	60.7	71.0	49.4	47.2	47.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.3	17.7	26.7	24.3	21.2
ROACE (%)	19.1	18.5	26.6	23.9	20.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.77	0.82	0.93	0.83	0.79
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.12	1.02	0.96	1.08	1.08
Số ngày tồn kho	58.7	59.7	61.0	62.0	61.0
Số ngày phải thu	27.8	37.0	37.5	37.7	37.5
Số ngày phải trả	26.2	30.2	30.2	30.2	30.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	26.7	23.1	14.6	9.68	6.23
Nợ/tài sản (%)	21.0	18.8	20.4	18.7	17.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.16	1.04	0.94	0.92	0.92
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.96	2.21	2.35	2.71	3.05
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.07	1.82	1.39	1.33	1.26
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.50	8.14	5.46	5.18	5.13
P/E (lần)	10.8	10.5	6.25	5.97	6.06
P/E ĐC (lần)	10.8	10.5	6.25	5.97	6.06
P/B (lần)	1.88	1.79	1.53	1.35	1.21
Lợi suất cổ tức (%)	5.64	6.77	7.90	7.90	7.90

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn