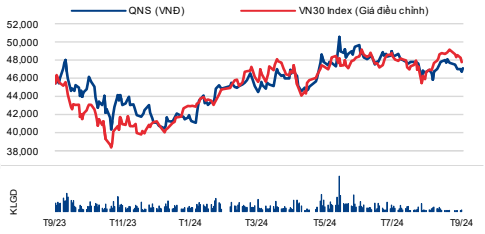
**Mua vào** *(từ Tăng tỷ trọng)*
Giá mục tiêu: VNĐ57,300 *(từ VNĐ55,000)*
Tiềm năng tăng/giảm: 21.7%

| Giá cổ phiếu (đồng) (11/9/2024) | 47,100 |
|---|---|
| Mã Bloomberg | QNS VN |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ) | 40,368-50,542 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) | 46,933 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ) | 14,196 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD) | 578 |
| 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 | ương 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 | 1.02 | (3.25) | 3.69 |
| So với chỉ số | (1.25) | (2.17) | (1.37) |
| So với ngành | - | - | - |

*Nguồn: Công ty, FactSet*

**HSC và trung bình thị trường**

| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
|---|---|---|---|
| 2024F | 7,983 | 7,329 | 8.9 |
| 2025F | 8,525 | 7,340 | 16.1 |
| 2026F | 9,382 | 7,706 | 21.7 |

*Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính*

**Mô tả doanh nghiệp**

Hoạt động kinh doanh chính của QNS bao gồm sữa đậu nành và đường. Công ty là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sữa đậu nành, 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*

# Định giá thấp + lợi suất cổ tức hấp dẫn = Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với QNS lên Mua vào và điều chỉnh tăng 4% giá mục tiêu lên 57.300đ.
- Công ty có triển vọng tổng thể tốt hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi, nhờ giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ đường cao hơn dự báo. Chúng tôi tăng 1-13% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 13%, 9%, và 9% trong năm 2024, 2025, và 2026.
- QNS đang giao dịch với mức định giá thấp, với P/E trượt dự phóng 1 năm là 5,6 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn (hoặc 11%) so với bình quân từ tháng 1/2017 ở mức 6,4 lần. Lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 8,5%.

## Sự kiện: Cập nhật tình hình HĐKD mảng đường & sữa đậu nành

Giá đường thế giới đang giao dịch ở mức thấp hơn nhiều so với mức đỉnh, trong khi giá đường trong nước tương đối ổn định từ đầu năm tới nay, dao động trong biên độ hẹp 20.000-21.000đ/kg đối với đường RS. Trong 7 tháng đầu năm 2024, giá bán đường bình quân của QNS nằm ở mức khoảng 20.000đ/kg (đã trừ 5% thuế GTGT), cao hơn dự báo của HSC. Với sữa đậu nành, mảng này chưa phục hồi như chúng tôi kỳ vọng.

## Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo cho giai đoạn 2024-2026

HSC tăng 1-13% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận mảng đường nhờ giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ tăng. Trong khi đó, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận mảng sữa đậu nành do mảng này chưa phục hồi đúng như kỳ vọng. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo đạt lần lượt 2.474 tỷ đồng cho năm 2024 (tăng trưởng 13%), 2.928 tỷ đồng cho năm 2025 (tăng trưởng 9%) và 2.688 tỷ đồng cho năm 2026 (tăng trưởng 9%).

Dự báo EPS mới cho giai đoạn 2024-2026 cao hơn 9-22% so với bình quân dự báo thị trường.

## Định giá và khuyến nghị

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, HSC tăng 4% giá mục tiêu lên 57.300đ. Với tiềm năng tăng giá là 22% so với thị giá hiện tại, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với QNS lên Mua vào. Công ty có triển vọng tích cực hơn dự báo trước đó của chúng tôi với tốc độ tăng trưởng 1 con số cao trong năm 2025-2026, định giá thấp, và lợi suất cổ tức hấp dẫn.

Trong buổi trao đổi với chuyên viên phân tích, BLĐ cho biết Công ty có thể duy trì việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức 4.000đ/cp, tương đương với lợi suất cổ tức 8,5%, cao hơn nhiều so với lãi suất tiền gửi ngân hàng ở thời điểm hiện tại.

QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 5,6 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn (hoặc 11%) so với bình quân từ tháng 1/2017 ở mức 6,4 lần. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 5,5 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 15,8 lần.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/9.*

| Cuối năm: Tháng 12 | 12-22A | 12-23A | 12-24F | 12-25F | 12-26F |
|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng) | 1,848 | 2,599 | 3,012 | 3,237 ▲ | 3,411 ▲ |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 1,287 | 2,183 | 2,474 | 2,688 ▲ | 2,928 ▲ |
| EPS ĐC (đồng) | 4,226 | 7,172 | 7,983 | 8,525 ▲ | 9,382 ▲ |
| DPS (đồng) | 3,000 | 3,500 | 4,000 | 4,000 ▲ | 4,000 ▲ |
| BVPS (đồng) | 24,767 | 28,469 | 32,548 | 37,167 | 43,107 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 8.60 | 6.28 | 5.47 | 4.88 | 4.60 |
| P/E ĐC (lần) | 11.1 | 6.57 | 5.90 | 5.52 | 5.02 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 6.37 | 7.43 | 8.49 | 8.49 | 8.49 |
| P/B (lần) | 1.90 | 1.65 | 1.45 | 1.27 | 1.09 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | 2.65 | 69.7 | 11.3 | 6.79 | 10.0 |
| ROAE (%) | 17.7 | 27.2 | 26.6 | 24.9 | 23.4 |

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



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

# Giá bán bình quân mảng đường cao hơn dự báo; điều chỉnh tăng 4% giá mục tiêu và nâng khuyến nghị lên Mua vào

Giá đường thế giới đang giao dịch ở mức thấp hơn nhiều so với mức đỉnh, trong khi giá đường trong nước tương đối ổn định từ đầu năm tới nay, dao động trong biên độ hẹp 20.000-21.000đ/kg đối với đường RS. Trong 7 tháng đầu năm 2024, giá bán đường bình quân của của QNS nằm ở mức khoảng 20.000đ/kg (đã trừ 5% thuế GTGT), cao hơn dự báo của HSC. Với sữa đậu nành, mảng này chưa phục hồi như chúng tôi kỳ vọng. HSC tăng 1-13% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận mảng đường, nhưng giảm dự báo lợi nhuận mảng sữa đậu nành. Chúng tôi tăng 4% giá mục tiêu lên 57.300đ và nâng khuyến nghị đối với QNS lên Mua vào, với tiềm năng tăng giá 22%.

## Cập nhật tình hình ngành đường và sữa đậu nành

### Đường: Giá trong nước ổn định; Giá bán bình quân của QNS cao hơn dự báo

Tính đến ngày 10/9/2024, giá đường thô tương lai là 18,8 US cent/pound, tăng nhẹ từ mức 18,6 US cent/pound vào ngày 16/5/2024 (khi chúng tôi phát hành báo cáo Tăng trưởng khiêm tốn nhưng cổ tức hấp dẫn). Con số trên cho thấy giá đường thế giới tăng 7% so với mức thấp nhất trong hai năm qua (18 US cent/pound vào ngày 20/8/2024), do lo ngại về sản lượng đường ở Brazil giảm và điều kiện thời tiết bất lợi, bao gồm cháy rừng. Dù vậy, giá đường vẫn giảm 10% tính từ đầu năm và giảm 33% so với mức đỉnh 28 US cent/pound trong tháng 11/2023. Hoạt động sản xuất đường ở Ấn Độ, nước sản xuất đường lớn thứ 2 trên thế giới, dự kiến sẽ tăng trong niên vụ tới (10/2024-9/2025), nhờ lượng mưa gió mùa cao hơn mức trung bình dẫn đến một vụ mùa bội thu.

Trong nước, giá đường đang được giao dịch trong biên độ hẹp 20.000-21.000đ/kg (đối với đường RS) từ đầu năm đến nay. Do Việt Nam đang áp thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan, Cambodia, Indonesia, Lào, Malaysia, và Myanmar, giá đường trong nước ít bị ảnh hưởng bởi sức cung cầu của thế giới. HSC cho rằng giá đường trong nước có thể sẽ vẫn duy trì ở mức này trong thời gian tới.

QNS đang bán đường với giá 20.000-21.000đ/kg. Trong 7 tháng đầu năm 2024, giá bán bình quân của sản phẩm đường ở mức khoảng 20.000đ/kg (đã trừ 5% thuế GTGT), cao hơn dự báo của HSC ở mức 19.100đ.

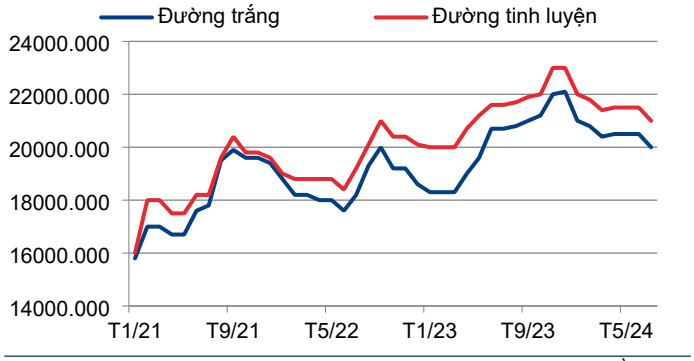
**Biểu đồ 1: Giá đường thô kỳ hạn thế giới**

Giá đường thô vẫn thấp so với mức đỉnh

*Nguồn: Trading Economics*

**Biểu đồ 2: Giá đường trong nước**

Giá đường nội địa ổn định trong biên độ hẹp




*Nguồn: HSC*

### Nhu cầu sữa đậu nành vẫn thấp; sản lượng tiêu thụ tăng 3% trong 7 tháng đầu năm 2024, thấp hơn so với kỳ vọng

Theo Euromonitor, nhu cầu sữa đậu nành có vẻ vẫn sẽ thấp trong năm 2024, với doanh thu của toàn ngành dự kiến giảm 3%. Trong khi đó, doanh thu sữa đậu nành của QNS trong 7 tháng đầu năm 2024 không đổi so với cùng kỳ, với sản lượng tiêu



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

thụ tăng 3% so với cùng kỳ, thấp hơn dự báo (sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành) phục hồi 5% trong năm 2024.

**Các cập nhật khác: Khoản đầu tư mới vào Nhà máy đường An Khê và nhà máy điện sinh khối**

HĐQT Công ty gần đây đã phê duyệt kế hoạch nâng tổng công suất của Nhà Máy đường An Khê lên 25.000 tấn mía/ngày từ 18.000 tấn mía/ngày. Dự án ước tính có vốn đầu tư 1.169 tỷ đồng. Khoản đầu tư này sẽ được thực hiện trong 3 năm, từ tháng 11/2024 đến tháng 11/2027.

Theo BLĐ, phía Đông tỉnh Gia Lai có 87.000 ha đất nông nghiệp, trong đó có 40.000 ha đất thích hợp để trồng mía. Hiện QNS đã ký hợp đồng với nông dân địa phương để trồng 32.000 ha mía và có kế hoạch mở rộng diện tích trồng mía lên 40.000 ha vào niên vụ 2027/2028. Do đó, Công ty cần phải nâng cao công suất ép mía.

Đồng thời, QNS sẽ đầu tư 847 tỷ đồng để nâng công suất Nhà máy điện sinh khối (nằm cạnh Nhà máy đường An Khê) lên 135 MW/h từ 95 MW/h. Nhà máy điện sinh khối này sử dụng bã mía làm nhiên liệu đầu vào, nên khi sản lượng mía đường tăng, công suất của nhà máy điện cũng cần phải được nâng cấp.

## Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC điều chỉnh tăng 1-13% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận mảng đường, nhưng giảm dự báo lợi nhuận mảng sữa đậu nành. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo đạt lần lượt 2.474 tỷ đồng cho năm 2024 (tăng trưởng 13%), 2.928 tỷ đồng cho năm 2025 (tăng trưởng 10%) và 2.688 tỷ đồng cho năm 2026 (tăng trưởng 9%).

Đối với doanh thu thuần, HSC gần như giữ nguyên dự báo năm 2024 ở mức 10.403 tỷ đồng và tăng 3-5% dự báo cho năm 2025-2026. Theo đó, doanh thu thuần dự báo đạt lần lượt 10.403 tỷ đồng cho năm 2024 (tăng trưởng 4%), 11.176 tỷ đồng cho năm 2025 (tăng trưởng 7%) và 11.764 tỷ đồng cho năm 2026 (tăng trưởng 5%).

**Bảng 3: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2024-2026**

HSC điều chỉnh tăng 1-13% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

| Tỷ đồng | Dự báo cũ | Dự báo mới | Điều chỉnh | Tăng trưởng |
|---|---|---|---|---|
| **2024F** | | | | |
| Doanh thu thuần | 10,441 | 10,403 | -0.4% | 3.8% |
| Lợi nhuận thuần | 2,441 | 2,474 | 1.3% | 13.3% |
| **2025F** | | | | |
| Doanh thu thuần | 10,848 | 11,176 | 3.0% | 7.4% |
| Lợi nhuận thuần | 2,435 | 2,688 | 10.4% | 8.7% |
| **2026F** | | | | |
| Doanh thu thuần | 11,215 | 11,764 | 4.9% | 5.3% |
| Lợi nhuận thuần | 2,600 | 2,928 | 12.6% | 8.9% |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Mảng đường: Tăng dự báo doanh thu và lợi nhuận sau khi điều chỉnh tăng giả định giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ**

HSC tăng dự báo doanh thu và lợi nhuận mảng đường (Biểu đồ 2-Bảng 4) sau khi điều chỉnh tăng 4% giá bán bình quân cho năm 2024 và 6% cho năm 2025-2026. Trong 7 tháng đầu năm 2024, giá bán bình quân được ghi nhận ở mức khoảng 20.000đ/kg (ngoại trừ 5% thuế GTGT), cao hơn dự báo của chúng tôi ở mức 19.100đ/kg.

HSC cũng tăng giả định sản lượng tiêu thụ cho năm 2025 và 2026 như nội dung được trình bày trong Bảng 5. Theo BLĐ, trong niên vụ 2024/2025, diện tích mía đường sẽ tăng lên 32.000 ha, từ 29.000 ha trong niên vụ trước đó. Công ty có kế hoạch mở rộng diện tích trồng mía lên 40.000 ha vào năm 2027 hoặc 2028, với mức tăng 2.000 – 3.000 ha mỗi năm.

HSC tăng dự báo lợi nhuận mảng đường sau khi điều chỉnh tăng sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân. Chúng tôi trình bày chi tiết trong Bảng 4-6.



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

**Bảng 4: Dự báo doanh thu mảng đường, QNS**

HSC điều chỉnh tăng dự báo doanh thu cho giai đoạn 2024-2026

| | 2024F | | | | 2025F | | | | 2026F | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Tỷ đồng | Cũ | Mới | Tăng trưởng | Điều chỉnh | Cũ | Mới | Tăng trưởng | Điều chỉnh | Cũ | Mới | Tăng trưởng | Điều chỉnh |
| Đường | 3,807 | 3,873 | 2.0% | 1.7% | 3,870 | 4,214 | 8.8% | 8.9% | 3,992 | 4,489 | 6.5% | 12.5% |
| Mật đường | 283 | 282 | 17.5% | -0.4% | 302 | 311 | 10.3% | 3.0% | 312 | 331 | 6.2% | 6.1% |
| Tổng | 4,090 | 4,155 | 2.9% | 1.6% | 4,172 | 4,525 | 8.9% | 8.5% | 4,303 | 4,820 | 6.5% | 12.0% |
| % tổng doanh thu | 39.2% | 39.9% | | | 38.5% | 40.5% | | | 38.4% | 41.0% | | |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 5: Giả định sản lượng tiêu thụ đường & giá bán, QNS**

Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định giá bán bình quân

| | 2024F | | 2025F | | 2026F | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mới | Cũ | Mới | Cũ | Mới | Cũ | Mới |
| Sản lượng tiêu thụ đường (nghìn tấn) | 197 | 200 | 199 | 214 | 221 | 220 | 235 |
| Tăng trưởng | 87.6% | 1.3% | 1.0% | 7.0% | 11.0% | 3.1% | 6.5% |
| Điều chỉnh | | | -0.3% | | 3.5% | | 6.9% |
| Giá bán đường bình quân (đồng/kg) | 19,275 | 19,073 | 19,454 | 18,119 | 19,065 | 18,119 | 19,065 |
| Tăng trưởng | 11.3% | -1.1% | 0.9% | -5.0% | -2.0% | 0.0% | 0.0% |
| Điều chỉnh | | | 2.0% | | 5.2% | | 5.2% |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 6: Ước tính lợi nhuận mảng đường, QNS**

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận

| | 2023 | 2024 | | 2025F | | 2026F | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Thực tế | Cũ | Mới | Cũ | Mới | Cũ | Dự báo lần đầu |
| **Lợi nhuận gộp** | **1,256** | **1,422** | **1,493** | **1,333** | **1,595** | **1,381** | **1,713** |
| Tỷ trọng trên tổng lợi nhuận gộp | 36.1% | 39.7% | 41.5% | 37.0% | 41.3% | 36.8% | 41.6% |
| Tăng trưởng | 235.0% | 13.2% | 18.8% | -6.3% | 6.8% | 3.7% | 7.4% |
| Điều chỉnh | | | 5.0% | | 19.7% | | 24.0% |
| **Tỷ suất lợi nhuận gộp** | **31.1%** | **34.8%** | **35.9%** | **31.9%** | **35.2%** | **32.1%** | **35.5%** |
| **LNTT** | 1,145 | 1,324 | 1,393 | 1,237 | 1,492 | 1,301 | 1,617 |
| Tăng trưởng | 224.4% | 15.7% | 21.6% | -6.6% | 7.1% | 5.2% | 8.4% |
| Điều chỉnh | | | 5.2% | | 20.6% | | 24.3% |

*Nguồn: HSC ước tính*

### Mảng sữa đậu nành: Điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và lợi nhuận

HSC giảm 3% dự báo doanh thu thuần cho năm 2024 sau khi giảm 2% dự báo sản lượng tiêu thụ, trong khi giữ nguyên dự báo (sản lượng tiêu thụ) cho năm 2025-2026. Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp do USD tăng giá làm tăng chi phí đầu vào. QNS nhập khoảng 80% đậu nành nguyên liệu phục vụ cho sản xuất. Ngoài ra, giá thành bao bì giấy sữa đậu nành mua từ Tetra Pak đã được điều chỉnh theo biến động của tỷ giá USD/VND, dẫn đến chi phí bao bì tăng.

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy doanh thu giảm 2% trong năm 2024, sau đó tăng 6% trong năm 2025 và tăng 4% trong năm 2026. LNTT dự kiến giảm 4% trong năm 2024, sau đó tăng 9% trong năm 2025 và tăng 8% trong năm 2026.

Thông tin chi tiết được trình bày trong Bảng 7-8.



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

**Bảng 7: Giả định doanh thu mảng sữa đậu nành, QNS**

HSC điều chỉnh giảm dự báo doanh thu mảng sữa đậu nành sau khi giảm giả định sản lượng tiêu thụ

| | 2023 | 2024F | | 2025F | | 2026F | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mới | Cũ | Mới | Cũ | Mới | Cũ | Mới |
| **Doanh thu (tỷ đồng)** | **4,003** | **4,203** | **4,102** | **4,371** | **4,329** | **4,502** | **4,502** |
| Tỷ trọng trên tổng doanh thu | 39.9% | 40.3% | 39.4% | 40.3% | 38.7% | 40.1% | 38.3% |
| Tăng trưởng | -7.0% | 5.0% | 2.5% | 4.0% | 5.5% | 3.0% | 4.0% |
| Điều chỉnh | | | -2.4% | | -1.0% | | 0.0% |
| **Sản lượng tiêu thụ (triệu lít)** | **240** | **252** | **247** | **262** | **260** | **270** | **270** |
| Tăng trưởng | -9.4% | 5.0% | 3.0% | 4.0% | 5.0% | 3.0% | 4.0% |
| Điều chỉnh | | | -1.9% | | -1.0% | | 0.0% |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 8: Giả định lợi nhuận mảng sữa đậu nành, QNS**

HSC điều chỉnh giảm giả định LNTT do giảm dự báo doanh thu & tỷ suất lợi nhuận gộp

| | 2023 | 2024F | | 2025F | | 2026F | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mới | Cũ | Mới | Cũ | Mới | Cũ | Mới |
| **Lợi nhuận gộp** | **1,643** | **1,736** | **1,600** | **1,805** | **1,710** | **1,859** | **1,778** |
| Tỷ trọng trên tổng lợi nhuận gộp | 47.2% | 48.4% | 44.4% | 50.1% | 44.2% | 49.5% | 43.2% |
| Tăng trưởng | -6.2% | 5.7% | -2.6% | 4.0% | 6.9% | 3.0% | 4.0% |
| Điều chỉnh | | | -7.8% | | -5.3% | | -4.4% |
| **Tỷ suất lợi nhuận gộp** | **41.0%** | **41.3%** | **39.0%** | **41.3%** | **39.5%** | **41.3%** | **39.5%** |
| **LNTT** | **1,040** | **1,164** | **1,003** | **1,236** | **1,094** | **1,329** | **1,176** |
| Tăng trưởng | 1.4% | | -3.6% | | 9.1% | | 7.5% |
| Điều chỉnh | | | -13.8% | | -11.5% | | -11.5% |

*Nguồn: HSC ước tính*

## Điều chỉnh tăng 4% giá mục tiêu và nâng khuyến nghị lên Mua vào

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, HSC tăng 4% giá mục tiêu lên 57.400đ. Với tiềm năng tăng giá là 22% so với thị giá hiện tại, HSC nâng khuyến nghị đối với QNS lên Mua vào. Chúng tôi sử dụng phương pháp ROE/COE để định giá cổ phiếu QNS, với các giả định cơ bản không đổi.

## Bối cảnh định giá

Với thị giá hiện tại, QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 5,6 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn (hoặc 11%) so với bình quân từ tháng 1/2017 ở mức 6,4 lần (Bảng 12-13). Như thường lệ, định giá cổ phiếu QNS thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 5,5 lần, thấp hơn 65% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 15,8 lần.

**Bảng 9: Giá mục tiêu giữa năm 2025, QNS**

Giá mục tiêu là 57.300đ/cp

| | Đồng |
|---|---|
| Giá hợp lý cuối năm 2024 | 55,614 |
| Giá hợp lý cuối năm 2025 | 59,012 |
| **Giá mục tiêu giữa năm 2025** | **57,313** |
| P/E 2024 tại giá mục tiêu (lần) | 7.2 |
| P/E 2025 tại giá mục tiêu (lần) | 6.7 |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 10: Giá hợp lý cuối năm 2024, QNS**

| | Giả định | Nguồn |
|---|---|---|
| ROE | 26.6% | Dự báo 2024 |
| g | 2% | Giả định |
| Chi phí vốn CSH | 16.4% | |
| P/B hàm ý | 1.71 | |
| Giá trị sổ sách của cổ phiếu | 32,548 | Dự báo 2024 |
| **Giá trị hợp lý** | **55,614** | |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 11: Giá hợp lý cuối năm 2025, QNS**

| | Giả định | Nguồn |
|---|---|---|
| ROE | 24.9% | Dự báo 2025 |
| g | 2% | Giả định |
| Chi phí vốn CSH | 16.4% | |
| P/B hàm ý | 1.59 | |
| Giá trị sổ sách của cổ phiếu | 37,167 | Dự báo 2025 |
| **Giá trị hợp lý** | **59,012** | |

*Nguồn: HSC ước tính*



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

### Bảng 12: Phân tích độ nhạy

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

| Tốc độ tăng trưởng dài hạn | Lãi suất phi rủi ro | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 3.0% | 3.5% | 4.0% | 4.5% | 5.0% |
| 1.0% | 60,673 | 58,568 | 56,605 | 54,769 | 53,049 |
| 1.5% | 61,111 | 58,956 | 56,947 | 55,071 | 53,315 |
| 2.0% | 61,582 | 59,371 | **57,313** | 55,393 | 53,598 |
| 2.5% | 62,090 | 59,817 | 57,705 | 55,738 | 53,899 |
| 3.0% | 62,638 | 60,298 | 58,127 | 56,107 | 54,222 |

*Nguồn: HSC ước tính*

### Bảng 13: So sánh các công ty cùng ngành, QNS

Như thường lệ, QNS đang giao dịch với định giá thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành

| Công ty | Mã CK | Vốn hóa (triệu USD) | P/E 2024 | P/E 2025 |
|---|---|---|---|---|
| CTCP Sữa Việt Nam | VNM VN | 5,600 | 17.2 | 15.6 |
| Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn | SAB VN | 2,955 | 16.9 | 15.9 |
| CTCP Hàng tiêu dùng MaSan | MCH VN | 4,360 | 19.3 | 17.7 |
| CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa | SBT VN | 336 | 15.5 | 14.1 |
| **Bình quân** | | **2,550** | **17.2** | **15.8** |
| CTCP Đường Quảng Ngãi | QNS VN | 698 | 5.8 | 5.5 |

*Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính*

### Biểu đồ 14: P/E trượt dự phóng 1 năm, QNS

Dựa trên ước tính của HSC, QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 5,6 lần...

*Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2017*
*Nguồn: HSC, Bloomberg*

### Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, QNS

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 6,4 lần

*Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2017*
*Nguồn: HSC, Bloomberg*



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

# BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng) | 12-22A | 12-23A | 12-24F | 12-25F | 12-26F |
|---|---|---|---|---|---|
| Doanh thu | 8,255 | 10,021 | 10,403 | 11,176 | 11,764 |
| Lợi nhuận gộp | 2,459 | 3,351 | 3,599 | 3,866 | 4,114 |
| Chi phí BH&QL | (1,100) | (1,197) | (1,101) | (1,166) | (1,217) |
| Thu nhập khác | - | - | - | - | - |
| Chi phí khác | - | - | - | - | - |
| **EBIT** | **1,359** | **2,154** | **2,498** | **2,699** | **2,898** |
| Lãi vay thuần | 76.0 | 174 | 142 | 179 | 240 |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận khác | - | - | - | - | - |
| LN không thường xuyên | 70.7 | 118 | 115 | 115 | 115 |
| **LNTT** | **1,505** | **2,447** | **2,756** | **2,994** | **3,253** |
| Chi phí thuế TNDN | (219) | (263) | (282) | (306) | (325) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | - | - | - | - | - |
| LNST không thường xuyên | - | - | - | - | - |
| **Lợi nhuận thuần** | **1,287** | **2,183** | **2,474** | **2,688** | **2,928** |
| | | | | | |
| **Lợi nhuận thuần ĐC** | **1,287** | **2,183** | **2,474** | **2,688** | **2,928** |
| **EBITDA ĐC** | **1,848** | **2,599** | **3,012** | **3,237** | **3,411** |
| | | | | | |
| EPS (đồng) | 4,226 | 7,172 | 7,983 | 8,525 | 9,382 |
| EPS ĐC (đồng) | 4,226 | 7,172 | 7,983 | 8,525 | 9,382 |
| DPS (đồng) | 3,000 | 3,500 | 4,000 | 4,000 | 4,000 |
| Slg CP bình quân (triệu đv) | 301 | 301 | 307 | 312 | 312 |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv) | 301 | 301 | 312 | 312 | 312 |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 301 | 301 | 312 | 312 | 312 |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng) | 12-22A | 12-23A | 12-24F | 12-25F | 12-26F |
|---|---|---|---|---|---|
| EBIT | 1,359 | 2,154 | 2,498 | 2,699 | 2,898 |
| Khấu hao | (490) | (445) | (514) | (537) | (513) |
| Lãi vay thuần | 76.0 | 174 | 142 | 179 | 240 |
| Thuế TNDN đã nộp | (154) | (246) | (282) | (306) | (325) |
| Thay đổi vốn lưu động | (224) | (83.5) | (145) | (61.1) | (42.6) |
| Khác | (161) | (36.6) | (173) | (210) | (270) |
| **LCT thuần từ HĐKD** | **1,385** | **2,408** | **2,554** | **2,838** | **3,014** |
| Đầu tư TS dài hạn | (102) | (219) | (420) | (365) | (187) |
| Góp vốn & đầu tư | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Thanh lý | 0.07 | 0.45 | 0 | 0 | 0 |
| Khác | (220) | (1,563) | (547) | (676) | (1,616) |
| **LCT thuần từ HĐĐT** | **(322)** | **(1,782)** | **(967)** | **(1,041)** | **(1,803)** |
| Cổ tức trả cho CSH | 904 | 1,055 | 1,055 | 1,055 | 1,055 |
| Thu từ phát hành CP | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng/giảm nợ | (136) | 515 | 15.9 | (24.4) | (24.1) |
| Khác | (1,808) | (2,110) | (2,279) | (2,174) | (2,165) |
| **LCT thuần từ HĐTC** | **(1,041)** | **(539)** | **(1,208)** | **(1,143)** | **(1,134)** |
| | | | | | |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 179 | 203 | 289 | 668 | 1,322 |
| **LCT thuần trong kỳ** | **22.9** | **87.0** | **378** | **654** | **76.5** |
| Ảnh hưởng của tỷ giá | 0.83 | - | - | - | - |
| **Tiền & tương đương tiền cuối kì** | **203** | **290** | **668** | **1,322** | **1,398** |
| | | | | | |
| **Dòng tiền tự do** | **1,283** | **2,189** | **2,134** | **2,473** | **2,826** |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng) | 12-22A | 12-23A | 12-24F | 12-25F | 12-26F |
|---|---|---|---|---|---|
| Tiền & tương đương tiền | 203 | 289 | 668 | 1,322 | 1,398 |
| Đầu tư ngắn hạn | 4,296 | 6,165 | 7,000 | 8,000 | 10,000 |
| Phải thu khách hàng | 587 | 661 | 702 | 756 | 793 |
| Hàng tồn kho | 947 | 958 | 1,195 | 1,284 | 1,351 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 57.2 | 19.1 | 72.1 | 77.5 | 81.6 |
| **Tổng tài sản ngắn hạn** | **6,090** | **8,093** | **9,637** | **11,439** | **13,625** |
| | | | | | |
| TSCĐ hữu hình | 3,906 | 3,650 | 3,566 | 3,521 | 3,218 |
| TSCĐ vô hình | 7.87 | 16.1 | 9.94 | 3.71 | (2.64) |
| 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 | 263 | 293 | 389 | 311 | 327 |
| **Tổng tài sản dài hạn** | **4,176** | **3,959** | **3,965** | **3,836** | **3,543** |
| | | | | | |
| **Tổng cộng tài sản** | **10,266** | **12,053** | **13,602** | **15,275** | **17,167** |
| | | | | | |
| Nợ ngắn hạn | 1,896 | 2,411 | 2,435 | 2,411 | 2,387 |
| Phả trả người bán | 479 | 456 | 562 | 604 | 632 |
| Nợ ngắn hạn khác | 223 | 233 | 259 | 285 | 310 |
| **Tổng nợ ngắn hạn** | **2,750** | **3,281** | **3,435** | **3,492** | **3,531** |
| | | | | | |
| Nợ dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ dài hạn khác | 51.5 | 191 | 182 | 182 | 182 |
| **Tổng nợ dài hạn** | **51.5** | **191** | **182** | **182** | **182** |
| | | | | | |
| **Tổng nợ phải trả** | **2,802** | **3,472** | **3,617** | **3,675** | **3,713** |
| | | | | | |
| Vốn chủ sở hữu | 7,465 | 8,581 | 9,984 | 11,600 | 13,454 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Tổng vốn chủ sở hữu** | **7,465** | **8,581** | **9,984** | **11,600** | **13,454** |
| | | | | | |
| **Tổng nợ phải trả và VCSH** | **10,266** | **12,053** | **13,602** | **15,275** | **17,167** |
| | | | | | |
| BVPS (đ) | 24,767 | 28,469 | 32,548 | 37,167 | 43,107 |
| Nợ thuần*/(tiền mặt) | 1,693 | 2,122 | 1,768 | 1,089 | 989 |

| Các chỉ số tài chính | 12-22A | 12-23A | 12-24F | 12-25F | 12-26F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Chỉ số hoạt động** | | | | | |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 29.8 | 33.4 | 34.6 | 34.6 | 35.0 |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 22.4 | 25.9 | 29.0 | 29.0 | 29.0 |
| Tỷ suất LNT (%) | 15.6 | 21.8 | 23.8 | 24.0 | 24.9 |
| Thuế TNDN hiện hành (%) | 14.5 | 10.8 | 10.2 | 10.2 | 9.99 |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 12.5 | 21.4 | 3.81 | 7.43 | 5.26 |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 3.28 | 40.7 | 15.9 | 7.46 | 5.39 |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%) | 2.65 | 69.7 | 13.3 | 8.65 | 8.95 |
| Tăng trưởng EPS (%) | 2.65 | 69.7 | 11.3 | 6.79 | 10.0 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | 2.65 | 69.7 | 11.3 | 6.79 | 10.0 |
| Tăng trưởng DPS (%) | 20.0 | 16.7 | 14.3 | 0 | 0 |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 71.0 | 48.8 | 50.1 | 46.9 | 42.6 |
| | | | | | |
| **Chỉ số lợi nhuận** | | | | | |
| ROAE (%) | 17.7 | 27.2 | 26.6 | 24.9 | 23.4 |
| ROACE (%) | 18.5 | 26.4 | 26.4 | 24.6 | 22.8 |
| Vòng quay tài sản (lần) | 0.82 | 0.90 | 0.81 | 0.77 | 0.73 |
| Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần) | 1.02 | 1.12 | 1.02 | 1.05 | 1.04 |
| Số ngày tồn kho | 59.7 | 52.4 | 64.1 | 64.1 | 64.5 |
| Số ngày phải thu | 37.0 | 36.2 | 37.7 | 37.7 | 37.9 |
| Số ngày phải trả | 30.2 | 25.0 | 30.2 | 30.2 | 30.2 |
| | | | | | |
| **Cơ cấu vốn** | | | | | |
| Nợ thuần*/VCSH (%) | 23.1 | 25.1 | 18.1 | 9.74 | 7.66 |
| Nợ/tài sản (%) | 18.8 | 20.3 | 18.2 | 16.0 | 14.2 |
| EBIT/lãi vay (lần) | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a |
| Nợ/EBITDA (lần) | 1.04 | 0.94 | 0.82 | 0.76 | 0.71 |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 2.21 | 2.47 | 2.81 | 3.28 | 3.86 |
| | | | | | |
| **Định giá** | | | | | |
| EV/doanh thu (lần) | 1.92 | 1.63 | 1.58 | 1.41 | 1.33 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 8.60 | 6.28 | 5.47 | 4.88 | 4.60 |
| P/E (lần) | 11.1 | 6.57 | 5.90 | 5.52 | 5.02 |
| P/E ĐC (lần) | 11.1 | 6.57 | 5.90 | 5.52 | 5.02 |
| P/B (lần) | 1.90 | 1.65 | 1.45 | 1.27 | 1.09 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 6.37 | 7.43 | 8.49 | 8.49 | 8.49 |

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



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

# 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



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)