

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ61,000 (từ VNĐ57,300)

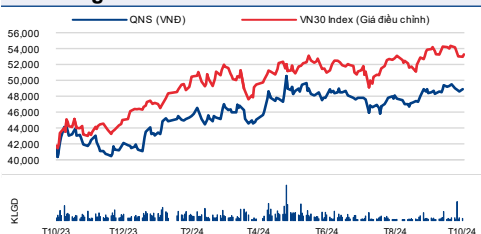
Tiềm năng tăng/giảm: 24.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/10/2024) 49,100

Mã Bloomberg	QNS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	40,368-50,542
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	48,867
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,325
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	605
Slg CP lưu hành (tr.đv)	312
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	153
Slg CP NN được mua (tr.đv)	110
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	13.9%
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	1.45	2.72	15.3
So với chỉ số	2.72	(1.13)	(7.83)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	7,666	7,329	4.6
2025F	8,563	7,340	16.7
2026F	9,329	7,706	21.1

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

Dự báo tăng trưởng mạnh trong năm 2025; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 6% giá mục tiêu lên 61.000đ sau khi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025) và giảm giá định phần bù rủi ro vốn CSH.
- Chúng tôi giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 và đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng lần lượt 9%, 14% và 8% trong năm 2024, 2025 và 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua, QNS tiếp tục được định giá rẻ và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 5,8 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn (hoặc 8%) so với bình quân quá khứ ở mức 6,4 lần, với lợi suất cổ tức hấp dẫn 8,2%.

Sự kiện: KQKD Q3/2024 sát với dự báo

Trong buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích QNS tổ chức ngày 28/10/2024, BLĐ kỳ vọng giá bán sẽ ổn định trong Q4/2024 và suốt năm 2025. Đối với mảng sữa đậu nành, Công ty ghi nhận sự phục hồi nhẹ trong Q3/2024 và BLĐ cho biết chi phí nhập khẩu đậu nành phục vụ cho sản xuất trong năm 2025 sẽ thấp hơn 10% so với năm 2024. Chúng tôi đồng ý với nhận định của BLĐ rằng giá đường đã chạm đáy và tỷ suất lợi nhuận của mảng sữa đậu nành sẽ cải thiện trong năm 2025, mặc dù chúng tôi dự báo doanh thu sẽ không tăng mạnh.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 2.375 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng lợi nhuận 9%, chủ yếu do giảm 10% dự báo lợi nhuận mảng đường. Chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 nhưng điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận cho mảng đường và sữa đậu nành. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2024, 2025, và 2026 được dự báo đạt lần lượt 2.375 tỷ đồng, 2.700 tỷ đồng, và 2.912 tỷ đồng, với mức tăng trưởng lần lượt 9%, 13% và 8%.

Định giá và khuyến nghị

Mặc dù các dự báo lợi nhuận không được thay đổi đáng kể, HSC điều chỉnh tăng 6% giá mục tiêu lên 61.000đ sau khi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 cũng như thay đổi các giả định định giá. Phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh giảm xuống 7,5% từ 8,5% trước đó, cũng như chi phí vốn CSH (COE) trong định giá ROE/COE được điều chỉnh giảm xuống 16% từ 16,4% trước đó.

Ở thị giá hiện tại, QNS đang được giao dịch với mức giá thấp và có P/E trượt dự phóng 1 năm là 5,8 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn (hoặc 9%) 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 có P/E dự phóng năm 2025 là 5,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 15,4 lần. Với mức định giá thấp và lợi suất cổ tức hấp dẫn 8,2%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với QNS với tiềm năng tăng giá là 26%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,848	2,599	2,880	3,212	3,356
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,287	2,183	2,375	2,700	2,912
EPS ĐC (đồng)	4,226	7,172	7,666	8,563	9,329
DPS (đồng)	3,000	3,500	4,000	4,000	4,000
BVPS (đồng)	24,767	28,469	32,231	36,893	42,781
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.92	6.51	5.97	5.15	4.90
P/E ĐC (lần)	11.6	6.85	6.41	5.73	5.26
Lợi suất cổ tức (%)	6.11	7.13	8.15	8.15	8.15
P/B (lần)	1.98	1.72	1.52	1.33	1.15
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2.65	69.7	6.88	11.7	8.95
ROAE (%)	17.7	27.2	25.7	25.2	23.4

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

Triển vọng năm 2025: Giá đường ổn định, sản lượng tiêu thụ đường tăng, chi phí sản xuất sữa đậu nành thấp; duy trì khuyến nghị Mua vào

Ngày 28/10/2024, QNS tổ chức buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích sau khi công bố KQKD Q3/2024. BLĐ kỳ vọng giá đường sẽ ổn định trong Q4/2024 và cả năm 2025. Đối với mảng sữa đậu nành, Công ty ghi nhận sự phục hồi nhẹ trong Q3/2024 và BLĐ cho biết chi phí nhập khẩu đậu nành để sản xuất trong năm 2025 sẽ thấp hơn 10% so với năm 2024. HSC giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 2.375 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng lợi nhuận 9%, chủ yếu do giảm 10% dự báo lợi nhuận mảng đường. Chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 nhưng điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận cho mảng đường và sữa đậu nành. Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025, giảm phần bù rủi ro vốn CSH sử dụng trong định giá ROE/COE xuống 7,5% (so với 8,5% trước đó), cũng như tăng 6% giá mục tiêu lên 61.000đ. Duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 26%.

Những thông tin chính tại buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích Q3/2024

Ngày 28/10/2024, QNS tổ chức buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích (do HSC điều phối) sau khi công bố KQKD Q3/2024. Dưới đây là một số thông tin chính:

Mảng đường: BLĐ kỳ vọng giá đường sẽ ổn định trong Q4/2024 và cả năm 2025

Sản lượng đường tối đa của mùa vụ 2024/2025 (bắt đầu từ tháng 12/2024), được dự báo đạt 260.000 tấn, tăng 17% so với cùng kỳ. Trong đó, có đến 240.000 tấn đường được sản xuất từ mía tại nhà máy An Khê, trong khi số còn lại được sản xuất từ đường thô. Ngày 20/9/2024, Bộ Công Thương tổ chức đấu giá để phân bổ hạn ngạch nhập khẩu đường cho năm 2024, cho phép QNS nhập 20.000 tấn đường trên tổng số 121.000 tấn.

BLĐ cho biết Công ty có kế hoạch nhập khẩu lượng đường trên từ Úc để phục vụ công tác sản xuất từ tháng 12/2024 và kỳ vọng giá đường trong nước sẽ ổn định trong Q4/2024 và năm 2025, với đường RS có giá tối thiểu 20.000-21.000đ/kg. Giá đường trong nước ổn định nhờ Chính phủ Việt Nam tiếp tục áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan, cùng với việc áp dụng biện pháp chống lẩn tránh biện pháp phòng vệ thương mại đối với đường nhập khẩu từ các nước ASEAN (Cambodia, Indonesia, Myanmar, Malaysia, và Lào). Đáng lưu ý, những biện pháp thuế này dự kiến hết hiệu lực từ tháng 6/2026. Tuy nhiên, theo BLĐ, Hiệp hội Mía đường Việt Nam sẽ sớm đề xuất Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn và Bộ Công Thương kéo dài thời gian áp dụng các biện pháp thuế trên.

Mảng sữa đậu nành: Dự báo phục hồi nhưng chậm, chi phí đậu nành năm 2025 giảm

BLĐ đã thấy nhu cầu sữa đậu nành phục hồi rất chậm trong Q3/2024, điều này được phản ánh qua kết quả bán hàng của Công ty. Tỷ suất lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2024 giảm 203 điểm cơ bản so với cùng kỳ, chủ yếu do đồng USD tăng giá, làm tăng chi phí nhập khẩu đậu nành và bao bì giấy Tetra Pak. Tính từ đầu năm đến nay, QNS đã hoãn tăng giá sữa đậu nành và dự định không tăng giá cho đến khi nhu cầu phục hồi rõ nét hơn. QNS cũng đã chốt đậu nành nhập khẩu, vốn chiếm 75-80% nhu cầu sản xuất của Công ty, có mức giá thấp hơn 10% trong năm 2025.

HSC có cùng nhận định với BLĐ

HSC cũng đã phân tích tình hình của ngành đường và sữa đậu nành và có cùng nhận định với BLĐ.

Mảng đường: Giá đường thế giới bứt phá khỏi đáy, giá trong nước giao dịch trong biên độ hẹp

Hoạt động sản xuất đường ở Brazil – nước sản xuất đường lớn nhất thế giới – bị ảnh hưởng bởi thời tiết khô hạn và cháy rừng.

Tính đến ngày 25/9/2024, giá đường thế giới cán mốc 23,55 US cent/pound, mức cao nhất kể từ tháng 3/2024 và tăng 32% từ mức thấp 17,7 US cent/pound trong tháng 8/2021. Đang được giao dịch ở mức giá 22,1 US cent/pound, giá đường vẫn cao hơn 21% so với mức đáy trong thời gian gần đây. Nước sản xuất và xuất khẩu đường lớn nhất thế giới Brazil đang bị ảnh hưởng bởi thời tiết khô hạn, làm tình trạng khan hiếm nguồn cung thêm trầm trọng. Hiệp hội Công nghiệp Mía đường Brazil (UNICA) cho biết nạn cháy rừng làm ảnh hưởng đến 230.000 ha mía đường từ tháng 8 đến giữa tháng 9/2024, trong đó có 180.000 ha mía đường chuẩn bị thu hoạch. Hơn nữa, sản lượng đường sản xuất tại miền Trung Nam của Brazil giảm 16% so với cùng kỳ trong 2 tuần cuối cùng của tháng 9/2024.

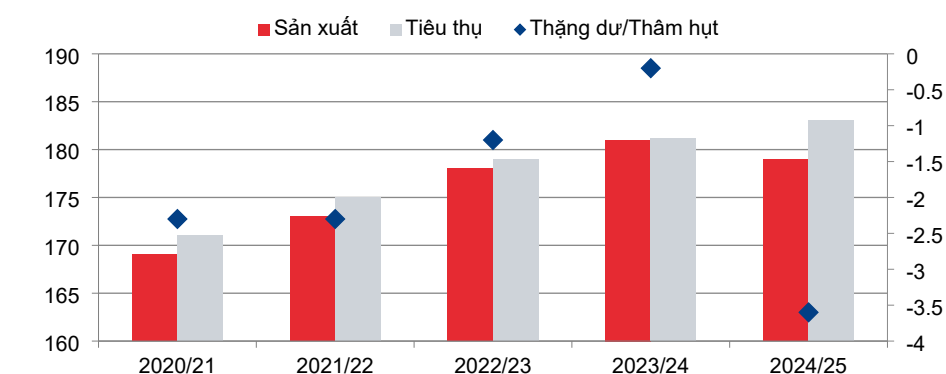
Các chuyên gia dự báo rằng tác động toàn diện của nạn cháy rừng lên hoạt động sản xuất đường sẽ được thể hiện trong niên vụ 2025/2026 (tháng 4/2025 đến tháng 3/2026). Thiệt hại do cháy rừng gây ra có thể buộc nông dân phải bón phân, phun thuốc và sử dụng thuốc diệt cỏ. Một số khu vực có thể phải trồng lại hoàn toàn.

Tổ chức Đường Quốc tế dự báo tình trạng thiếu hụt sẽ trầm trọng hơn trong mùa vụ tới

Trong tháng 8/2024, Tổ chức Đường Quốc tế (ISO) lần đầu tiên công bố đánh giá sơ bộ về lượng đường trên toàn cầu trong năm 2024-2025, với dự báo lượng đường thiếu hụt sẽ ở mức 3,58 triệu tấn, lớn hơn nhiều so với mức thiếu hụt 0,2 triệu tấn ghi nhận trong năm 2023-2024. Dựa trên những yếu tố này, chúng tôi dự báo giá đường thế giới sẽ duy trì ở mức cao hơn nhiều so với mức thấp gần đây trong thời gian tới.

Biểu đồ 1: Cán cân đường toàn cầu (triệu tấn)

ISO dự báo thâm hụt đường toàn cầu vụ 2024-2025 sẽ gia tăng



Nguồn: ISO

Ghi chú: Lượng sản xuất & tiêu thụ được biểu thị ở bên trái, thặng dư/thâm hụt được biểu thị ở bên phải

Đường trong nước: Giao dịch trong biên độ hẹp

Tại thị trường trong nước, giá đường RS đang giao dịch trong biên độ hẹp ở mức 20.000-21.000đ/kg kể từ đầu năm đến nay. HSC cho rằng giá đường trong nước có thể sẽ vẫn duy trì ở mức này trong thời gian tới. Mặc dù giá đường thế giới trước đó giảm chậm đáy, giá trong nước vẫn giữ ổn định trong phạm vi này. Hiện tại, giá đường thế giới đã phục hồi, nên giá đường trong nước càng có khả năng duy trì ít nhất mức này hoặc thậm chí có thể tăng.

Hình 2: Giá đường thô thế giới

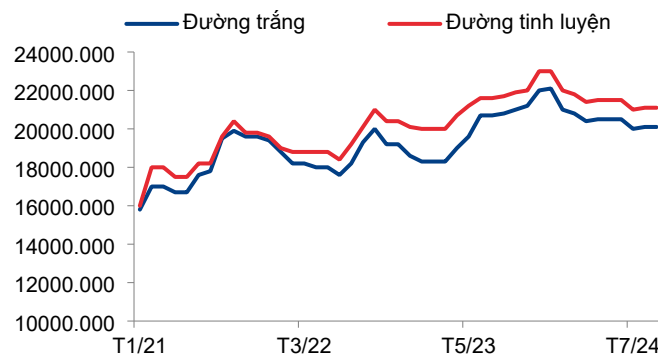
Gần đây, giá đường thô thế giới đã tăng mạnh từ mức đáy



Nguồn: Trading economics

Biểu đồ 3: Giá đường trong nước

Giá đường trong nước dao động trong biên độ hẹp



Nguồn: HSC thu thập

Mảng sữa đậu nành: Nhu cầu thấp, nhưng lợi nhuận có thể cải thiện trong năm 2025 nhờ giá đậu nành giảm

Như đã đề cập trong báo cáo gần nhất, ngành sữa đậu nành đang trải qua một năm kém khả quan. Euromonitor dự báo doanh thu của ngành trong năm 2024 sẽ giảm 3% so với cùng kỳ. Mảng sữa đậu nành của QNS hoạt động tốt hơn toàn ngành (theo ước tính của Euromonitor) và tăng 3% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024 (lên 3.225 tỷ đồng), tuy nhiên LNTT giảm 6% so với cùng kỳ (xuống 578 tỷ đồng) do ảnh hưởng của đồng USD tăng giá, làm chi phí đầu vào tăng.

Euromonitor dự báo ngành này có thể vẫn trì trệ trong năm 2025 và dự kiến doanh thu sẽ tăng trưởng rất khiêm tốn ở mức 1,3%. Trong khi doanh thu có thể vẫn ở mức thấp, HSC cho rằng lợi nhuận của các công ty sữa đậu nành có thể cải thiện hơn vì giá đậu nành (nguyên liệu đầu vào chính) đang ở mức thấp.

Hình 4: Diễn biến giá đậu nành

Giá đã giảm đáng kể từ đầu năm



Nguồn: Trading Economics

Giảm 4% dự báo lợi nhuận năm 2024; giữ nguyên dự báo cho năm 2025-2026

- HSC giảm 4% dự báo lợi nhuận năm 2024 xuống 2.375 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng lợi nhuận 9%, chủ yếu do điều chỉnh giảm 10% dự báo lợi nhuận mảng đường. Chúng tôi giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp do tỷ suất lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2024 thấp hơn dự báo.
- HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 nhưng điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận cho mảng đường và sữa đậu nành. Dự báo mới của chúng tôi đã phản ánh 20.000 tấn đường thô QNS mới được cấp hạn ngạch nhập khẩu.

Chúng tôi trình bày chi tiết trong Bảng 5-10:

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2024-2026, QNS

HSC giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhưng giữ nguyên phần lớn dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024F				
Doanh thu thuần	10,403	10,384	-0.2%	3.6%
Lợi nhuận thuần	2,474	2,375	-4.0%	8.8%
2025F				
Doanh thu thuần	11,176	11,505	2.9%	10.8%
Lợi nhuận thuần	2,688	2,700	0.4%	13.7%
2026F				
Doanh thu thuần	11,764	12,086	2.7%	5.0%
Lợi nhuận thuần	2,928	2,912	-0.6%	7.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Dự báo doanh thu mảng đường, QNS

HSC điều chỉnh tăng dự báo doanh thu cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Đường	3,873	3,837	1.1%	-0.9%	4,214	4,541	18.3%	7.7%	4,489	4,810	5.9%	7.2%
Mật đường	282	238	-0.8%	-15.5%	311	298	24.9%	-4.3%	331	316	6.3%	-4.3%
Tổng	4,155	4,076	1.0%	-1.9%	4,525	4,838	18.7%	6.9%	4,820	5,126	6.0%	6.4%
% tổng doanh thu	39.9%	39.2%			40.5%	42.1%			41.0%	42.4%		

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Giá định sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân mảng đường, QNS

Chúng tôi nâng giá định sản lượng & giá bán bình quân cho năm 2025-2026

	2024		2025F		2026F	
	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ
Sản lượng tiêu thụ đường (nghìn tấn)	197	199	196	221	231	235
Tăng trưởng	87.6%	1.0%	-0.3%	11.0%	17.6%	6.5%
Điều chỉnh			-1.3%		4.5%	
Giá bán bình quân mảng đường (đồng/kg)	19,275	19,454	19,532	19,065	19,659	19,065
Tăng trưởng	11.3%	0.9%	1.3%	-2.0%	0.7%	0.0%
Điều chỉnh			0.4%		3.1%	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Ước tính lợi nhuận mảng đường, QNS

HSC hạ giá định tỷ suất lợi nhuận gộp

	2023	2024		2025F		2026F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Dự báo lần đầu
Lợi nhuận gộp	1,256	1,493	1,354	1,595	1,578	1,713	1,691
Tỷ trọng trên tổng lợi nhuận gộp	36.1%	41.5%	38.9%	41.3%	40.8%	41.6%	41.4%
Tăng trưởng	235.0%	18.8%	7.8%	6.8%	16.5%	7.4%	7.2%
Điều chỉnh			-9.3%		-1.1%		-1.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	31.1%	35.9%	33.2%	35.2%	32.6%	35.5%	33.0%
LNTT	1,145	1,393	1,255	1,492	1,470	1,617	1,591
Tăng trưởng	224.4%	21.6%	9.6%	7.1%	17.2%	8.4%	8.2%
Điều chỉnh			-9.9%		-1.4%		-1.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Giả định doanh thu mảng sữa đậu nành, QNS

HSC điều chỉnh tăng nhẹ giả định sản lượng tiêu thụ

	2023	2024		2025F		2026F	
		Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Doanh thu (tỷ đồng)	4,003	4,102	4,182	4,329	4,413	4,502	4,589
Tỷ trọng trên tổng doanh thu	39.9%	39.4%	40.3%	38.7%	38.4%	38.3%	38.0%
Tăng trưởng	-7.0%	2.5%	4.5%	5.5%	5.5%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh			1.9%		1.9%		1.9%
Sản lượng tiêu thụ (triệu lít)	240	247	252	260	265	270	275
Tăng trưởng	-9.4%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh			1.9%		1.9%		1.9%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 10: Giả định lợi nhuận mảng sữa đậu nành, QNS

HSC giữ nguyên phần lớn giả định LNTT

	2023	2024		2025F		2026F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Lợi nhuận gộp	1,643	1,600	1,614	1,710	1,734	1,778	1,804
Tỷ trọng trên tổng lợi nhuận gộp	47.2%	44.4%	46.3%	44.2%	44.9%	43.2%	44.2%
Tăng trưởng	-6.2%	-2.6%	-1.7%	6.9%	7.4%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh			0.9%		1.4%		1.4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41.0%	39.0%	38.6%	39.5%	39.3%	39.5%	39.3%
LNTT	1,040	1,003	999	1,094	1,100	1,176	1,182
Tăng trưởng	1.4%	-3.6%	-3.9%	9.1%	10.1%	7.5%	7.5%
Điều chỉnh			-0.3%		0.5%		0.5%

Nguồn: HSC ước tính

Lùi thời điểm định giá đến năm 2025, giảm phần bù rủi ro vốn CSH, tăng 6% giá mục tiêu, và duy trì khuyến nghị Mua vào

Mặc dù không thay đổi đáng kể các dự báo lợi nhuận, HSC điều chỉnh tăng 6% giá mục tiêu lên 61.000đ sau khi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 cũng như thay đổi các giả định định giá. Phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh giảm xuống 7,5% từ 8,5% trước đó, cũng như chi phí vốn CSH (COE) trong định giá ROE/COE được điều chỉnh giảm xuống 16% từ 16,4% trước đó.

Bối cảnh định giá

Ở thị giá hiện tại, QNS đang được giao dịch với mức giá thấp và có P/E trượt dự phóng 1 năm là 5,8 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn (hoặc 9%) 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 5,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 15,4 lần.

Bảng 11: Định giá ROE / chi phí vốn CSH, QNS

Giá mục tiêu là 61.000đ/cp

	Giả định	Nguồn
ROE	25%	Dự báo năm 2025
g	2%	Giả định
Chi phí vốn CSH	16.0%	
P/B hàm ý	1.65	
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	36,893	Dự báo năm 2025
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	61,049	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Phân tích độ nhạy, QNS

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

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	63,677	61,487	59,442	57,529	55,735
	1.5%	64,666	62,363	60,218	58,215	56,342
	2.0%	65,731	63,303	61,049	58,949	56,989
	2.5%	66,881	64,316	61,941	59,734	57,680
	3.0%	68,127	65,410	62,901	60,578	58,420

Nguồn: HSC ước tính

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

Như thường lệ, QNS đang giao dịch với P/E thấp hơn nhiều so với 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	5,595	15.5	14.2
Tổng CTCP Bía - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn	SAB VN	2,802	16.6	15.6
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	5,977	19.2	17.6
CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa	SBT VN	366	15.5	14.1
Bình quân		3,048	16.7	15.4
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS VN	703	6.3	5.7

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 5,8 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 0,3 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

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	8,255	10,021	10,384	11,505	12,086
Lợi nhuận gộp	2,459	3,351	3,484	3,863	4,081
Chi phí BH&QL	(1,100)	(1,197)	(1,117)	(1,188)	(1,238)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,359	2,154	2,366	2,675	2,843
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	2,624	2,969	3,198
Chi phí thuế TNDN	(219)	(263)	(249)	(270)	(287)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,287	2,183	2,375	2,700	2,912
Lợi nhuận thuần ĐC	1,287	2,183	2,375	2,700	2,912
EBITDA ĐC	1,848	2,599	2,880	3,212	3,356
EPS (đồng)	4,226	7,172	7,666	8,563	9,329
EPS ĐC (đồng)	4,226	7,172	7,666	8,563	9,329
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

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	203	289	578	1,197	1,260
Đầu tư ngắn hạn	4,296	6,165	7,000	8,000	10,000
Phải thu khách hàng	587	661	709	787	826
Hàng tồn kho	947	958	1,193	1,322	1,388
Các tài sản ngắn hạn khác	57.2	19.1	72.0	79.8	83.8
Tổng tài sản ngắn hạn	6,090	8,093	9,551	11,386	13,558
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	320	336
Tổng tài sản dài hạn	4,176	3,959	3,965	3,845	3,551
Tổng cộng tài sản	10,266	12,053	13,516	15,231	17,110
Nợ ngắn hạn	1,896	2,411	2,435	2,411	2,387
Phải trả người bán	479	456	570	631	661
Nợ ngắn hạn khác	223	233	259	290	316
Tổng nợ ngắn hạn	2,750	3,281	3,446	3,534	3,575
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	3,629	3,716	3,757
Vốn chủ sở hữu	7,465	8,581	9,887	11,515	13,353
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	7,465	8,581	9,887	11,515	13,353
Tổng nợ phải trả và VCSH	10,266	12,053	13,516	15,231	17,110
BVPS (đ)	24,767	28,469	32,231	36,893	42,781
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,693	2,122	1,858	1,214	1,127

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	1,359	2,154	2,366	2,675	2,843
Khấu hao	(490)	(445)	(514)	(537)	(513)
Lãi vay thuần	76.0	174	142	179	240
Thuế TNDN đã nộp	(154)	(246)	(249)	(270)	(287)
Thay đổi vốn lưu động	(224)	(83.5)	(138)	(95.6)	(40.5)
Khác	(161)	(36.6)	(173)	(211)	(270)
LCT thuần từ HĐKD	1,385	2,408	2,462	2,815	2,999
Đầu tư TS dài hạn	(102)	(219)	(420)	(355)	(188)
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)	(968)	(1,031)	(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)	(2,277)	(2,195)	(2,164)
LCT thuần từ HĐTC	(1,041)	(539)	(1,206)	(1,164)	(1,133)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	179	203	289	578	1,197
LCT thuần trong kỳ	22.9	87.0	288	619	62.7
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.83	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	203	290	578	1,197	1,260
Dòng tiền tự do	1,283	2,189	2,042	2,459	2,812

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	33.5	33.6	33.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	22.4	25.9	27.7	27.9	27.8
Tỷ suất LNT (%)	15.6	21.8	22.9	23.5	24.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	14.5	10.8	9.47	9.08	8.96
Tăng trưởng doanh thu (%)	12.5	21.4	3.62	10.8	5.05
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	3.28	40.7	10.8	11.5	4.50
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	2.65	69.7	8.78	13.7	7.86
Tăng trưởng EPS (%)	2.65	69.7	6.88	11.7	8.95
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2.65	69.7	6.88	11.7	8.95
Tăng trưởng DPS (%)	20.0	16.7	14.3	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	71.0	48.8	52.2	46.7	42.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.7	27.2	25.7	25.2	23.4
ROACE (%)	18.5	26.4	25.1	24.6	22.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.82	0.90	0.81	0.80	0.75
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.02	1.12	1.04	1.05	1.06
Số ngày tồn kho	59.7	52.4	63.1	63.1	63.3
Số ngày phải thu	37.0	36.2	37.5	37.6	37.7
Số ngày phải trả	30.2	25.0	30.2	30.2	30.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	23.1	25.1	19.2	10.9	8.77
Nợ/tài sản (%)	18.8	20.3	18.3	16.1	14.2
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.04	0.94	0.86	0.76	0.72
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.21	2.47	2.77	3.22	3.79
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.00	1.69	1.65	1.44	1.36
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.92	6.51	5.97	5.15	4.90
P/E (lần)	11.6	6.85	6.41	5.73	5.26
P/E ĐC (lần)	11.6	6.85	6.41	5.73	5.26
P/B (lần)	1.98	1.72	1.52	1.33	1.15
Lợi suất cổ tức (%)	6.11	7.13	8.15	8.15	8.15

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