

Năm giữ (từ Mua vào)

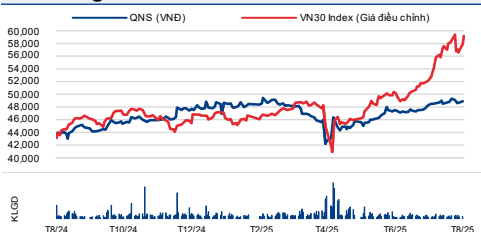
Giá mục tiêu: VNĐ50,100 (từ VNĐ55,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 2.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (5/8/2025)	49,000
Mã Bloomberg	QNS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,235-49,417
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	48,867
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,294
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	583
Slg CP lưu hành (tr.đv)	312
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	156
Slg CP NN được mua (tr.đv)	110
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	14.9%
Tỷ lệ freefloat	61.4%
Cổ đông lớn	ong mại Thành Phát (15.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.45	7.46	13.6
So với chỉ số	(10.7)	(16.1)	(17.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	6,557	6,872	(4.6)
2026F	7,595	7,499	1.3
2027F	8,157	8,344	(2.2)

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

Triển vọng nửa cuối năm 2025 không mấy khả quan; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

- HSC hạ khuyến nghị đối với QNS xuống Năm giữ (từ Mua vào) và giảm 9% giá mục tiêu xuống 50.100đ do KQKD nửa đầu năm 2025 và triển vọng kém tích cực. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 2%.
- Chúng tôi giảm 12-16% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 dựa trên triển vọng kém khả quan của của 2 mảng đường và mảng sữa đậu nành. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 15% và 7% trong năm 2026 và 2027, sau khi giảm 13% trong năm 2025.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 7,5% trong 3 tháng qua, QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,8 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn (hoặc 14%) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 6 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2025

KQKD Q2/2025 của QNS kém tích cực, đa phần do KQKD của mảng đường kém. Doanh thu thuần trong quý tăng 5% so với cùng kỳ đạt 2.956 tỷ đồng nhưng lợi nhuận thuần giảm 21% so với cùng kỳ xuống 546 tỷ đồng (thấp hơn 15% so với dự báo). Trong nửa đầu năm 2025, doanh thu và lợi nhuận thuần giảm lần lượt 2% và 23% so với cùng kỳ xuống 5.225 tỷ đồng và 938 tỷ đồng, hoàn thành 38% dự báo cho năm 2025 của chúng tôi.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Do KQKD 6 tháng đầu năm 2025 kém hơn kỳ vọng và triển vọng không mấy khả quan trong ngắn hạn ở cả mảng đường và mảng sữa đậu nành, HSC giảm 12-16% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng ở mảng đường và mảng sữa đậu nành. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 và 2027 đạt lần lượt 2.067 tỷ đồng, 2.371 tỷ đồng và 2.546 tỷ đồng - thấp hơn một chút so với bình quân dự báo của thị trường - cho thấy mức tăng trưởng lần lượt 15%, 7% trong năm 2026 và 2027, sau khi giảm 13% trong năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7,5% trong 3 tháng qua và tăng 17,5% kể từ khi HSC đưa ra khuyến nghị Mua vào vào ngày 3/4/2025, QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,8 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn (hoặc 14%) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 6 lần. QNS, có mức định giá thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành (điều này vốn không có gì khác thường), đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 6,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 14 lần. Đáng lưu ý, lợi suất cổ tức của QNS vẫn hấp dẫn ở mức 8,2%, dựa trên giả định Công ty tiếp tục chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức 4.000đ/cp.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với QNS xuống Năm giữ (từ Mua vào), với giá mục tiêu mới là 50.100đ (điều chỉnh giảm 9% so với giá mục tiêu trước đó là 55.300đ) cho thấy tiềm năng tăng giá chỉ 2%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 6/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,599	2,825	2,562 ▼	2,811 ▼	2,978 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,183	2,377	2,067 ▼	2,371 ▼	2,546 ▼
EPS ĐC (đồng)	7,172	7,682	6,557 ▼	7,595 ▼	8,157 ▼
DPS (đồng)	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
BVPS (đồng)	28,469	32,647	35,256	39,428 ▼	47,535 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.50	6.18	6.53	6.13	4.86
P/E ĐC (lần)	6.83	6.38	7.47	6.45	6.01
Lợi suất cổ tức (%)	7.14	8.16	8.16	8.16	8.16
P/B (lần)	1.72	1.50	1.39	1.24	1.03
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	69.7	7.12	(14.6)	15.8	7.40
ROAE (%)	27.2	25.6	19.7	20.3	18.8

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

Giảm 9% giá mục tiêu, hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ

QNS công bố KQKD 6 tháng đầu năm kém tích cực, chủ yếu do KQKD yếu kém của mảng đường. Luật thuế mới tác động rõ rệt lên các hộ kinh doanh và cá nhân kinh doanh, làm gián đoạn HĐKD của nhóm khách hàng bán lẻ nhỏ, từ đó tạo ra áp lực lên doanh thu đường. Theo quan điểm của chúng tôi, trong nửa cuối năm 2025, doanh thu mảng đường và sửa đầu nành kém khả quan trước áp lực của giá bán đường cũng như tác động kéo dài lên kênh bán hàng truyền thống. Chúng tôi điều chỉnh giảm 12-16% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, mặc dù vẫn kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng trưởng lần lượt 15% và 7% trong năm 2026 và 2027, sau khi giảm 13% trong năm 2025. HSC điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu xuống 50.100đ và hạ khuyến nghị đối với QNS xuống Nắm giữ, với tiềm năng tăng giá chỉ 2%.

KQKD nửa đầu năm 2025 kém do mảng đường tăng trưởng chậm

QNS chính thức công bố KQKD Q2/2025 kém tích cực, đa phần do KQKD của mảng đường kém. Doanh thu thuần trong quý tăng 5% so với cùng kỳ đạt 2.956 tỷ đồng nhưng lợi nhuận thuần giảm 21% so với cùng kỳ đạt 546 tỷ đồng (thấp hơn 15% so với dự báo). Trong nửa đầu năm 2025, doanh thu và lợi nhuận thuần giảm lần lượt 2% và 23% so với cùng kỳ xuống 5.225 tỷ đồng và 938 tỷ đồng, hoàn thành 38% dự báo cho năm 2025 của chúng tôi.

Bảng 1: KQKD Q2/2025 & 6 tháng đầu năm 2025, QNS

Lợi nhuận thuần giảm 21% so với cùng kỳ trong Q2 và giảm 23% trong nửa đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T24	6T25	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	2,820	2,956	4.8%	5,343	5,225	-2.2%
Lợi nhuận gộp	984	1,001	1.7%	1,792	1,739	-2.9%
Chi phí BH&QL	261	431	65.3%	530	768	45.0%
Lợi nhuận thuần	691	546	-21.0%	1,223	938	-23.3%

Nguồn: QNS

Bảng 2: Các chỉ số quan trọng, QNS

Tỷ suất lợi nhuận thuần giảm đáng kể

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	Chênh lệch (điểm cơ bản)	6T24	6T25	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34.9%	33.9%	(103)	33.5%	33.3%	(25)
Chi phí BH&QL / Doanh thu	9.2%	14.6%	534	9.9%	14.7%	478
Tỷ suất lợi nhuận thuần	24.5%	18.5%	(603)	22.9%	17.9%	(494)

Nguồn: QNS tính

Bảng 3: Cơ cấu doanh thu thuần, QNS

Trong Q2, doanh thu mảng đường giảm 10% so với cùng kỳ trong khi doanh thu mảng sửa đầu nành tăng 16%

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T24	6T25	% so với cùng kỳ
Đường	1,060	955	-9.9%	2,184	1,690	-22.6%
Đầu nành	1,185	1,378	16.3%	1,974	2,315	17.3%
Khác	576	622	8.1%	1,185	1,221	3.1%
Tổng	2,820	2,956	4.8%	5,343	5,225	-2.2%

Nguồn: QNS

Bảng 4: Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp, QNS

Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng đường giảm đáng kể trong khi biên lợi nhuận gộp mảng sửa đầu nành tăng nhờ việc thay đổi phương pháp hạch toán

Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp	Q2/24	Q2/25	Chênh lệch (điểm cơ bản)	6T24	6T25	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Đường	34.7%	22.4%	(1,230)	31.7%	23.1%	(856)
Đầu nành	38.0%	44.9%	687	38.4%	43.9%	549
Khác	34.2%	27.1%	(713)	28.8%	27.2%	(158)
Tổng	34.9%	33.9%	(103)	33.5%	33.3%	(25)

Nguồn: QNS

KQKD theo mảng kinh doanh

Mảng đường: Doanh thu giảm 10% so với cùng kỳ xuống 955 tỷ đồng, và tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh xuống 22,4% so với 38% trong Q2/2025 do sản lượng tiêu thụ giảm 5% xuống 54.000 tấn và giá bán bình quân giảm 8% xuống 18.000đ/kg. LNTT giảm 51% so với cùng kỳ xuống 160 tỷ đồng. Trong nửa đầu năm 2025, doanh thu mảng này giảm 23% so với cùng kỳ xuống 1.690 tỷ đồng và LNTT giảm mạnh 50% xuống 310 tỷ đồng. BLĐ cho biết, luật thuế mới áp dụng cho hộ kinh doanh và cá nhân kinh doanh đã ảnh hưởng đến HĐKD của các hộ kinh doanh nhỏ vốn là khách hàng của các đối tác bán buôn đường của QNS, dẫn đến doanh thu giảm.

Mảng sữa đậu nành: Doanh thu tăng 16% so với cùng kỳ lên 1.378 tỷ đồng và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 44,9% so với 38% trong Q2/2025. Doanh thu tăng vọt và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện là nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 3% lên 75 triệu lít và sự thay đổi trong cách ghi nhận chi phí khuyến mãi. Từ năm 2025, chi phí khuyến mãi được ghi nhận là chi phí bán hàng, trong khi trong năm 2024, khoản chi phí này được khấu trừ trực tiếp từ doanh thu. LNTT tăng 5% so với cùng đạt 275 tỷ đồng. Trong nửa đầu năm 2025, doanh thu tăng 17% so với cùng kỳ đạt 2.315 tỷ đồng và LNTT tăng 6% so với cùng kỳ đạt 415 tỷ đồng.

Triển vọng: Giá đường tiếp tục chịu áp lực; sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành có khả năng giảm

Thị trường đường toàn cầu: Giá đường giảm từ đầu năm do các nhà sản xuất đường lớn có một mùa ép mía thuận lợi

Giá đường toàn cầu giảm khoảng 16% từ kể từ đầu năm 2025, giảm từ khoảng hơn 20 US cent/pound xuống còn khoảng 16,5 US cent/pound. Đà sụt giảm này chủ yếu là do dư thừa nguồn cung trên toàn cầu, khi các nước sản xuất lớn như Brazil, Ấn Độ và Thái Lan tăng cường sản xuất đường. Brazil đã bắt đầu chuyển sang tăng cường ép mía để lấy đường, thay vì để sản xuất ethanol, trong khi sản lượng đường của Ấn Độ phục hồi nhờ mùa mưa thuận lợi. Một số thông tin chi tiết:

- Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA) dự báo sản lượng đường toàn cầu năm 2025/2026 tăng 4,7% lên 189 triệu tấn, nên lượng tồn kho cuối kỳ trên toàn cầu cao hơn (tăng 7,5% lên 41 triệu tấn).
- Brazil, nước sản xuất 70% lượng đường thô trên toàn cầu, đang tăng cường ép mía để lấy đường (so với ethanol), làm tăng nguồn cung.
- Dự báo sản lượng đường của Ấn Độ tăng 25% so với cùng kỳ (lên 35 triệu tấn) được hỗ trợ bởi mùa mưa thuận lợi và diện tích trồng mía được mở rộng.
- Sản lượng đường của Thái Lan cũng được dự báo tăng 2% so với cùng kỳ lên 10,3 triệu tấn.

Biểu đồ 5: Giá đường thế giới

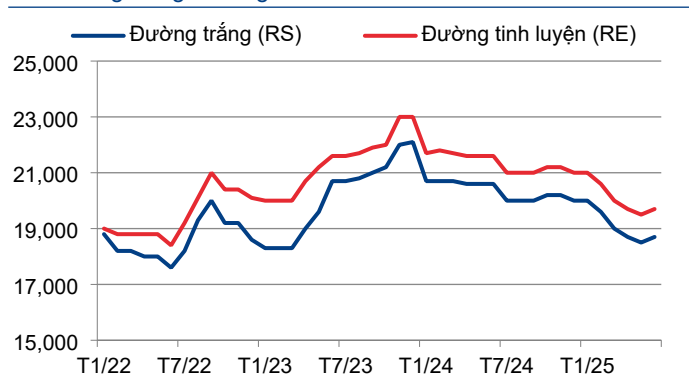
Giá đường thế giới giảm 16% so với đầu năm



Nguồn: Trading Economics

Biểu đồ 6: Giá đường trong nước

Giá đường trong nước giảm 7% so với đầu năm



Nguồn: HSC

Đường trong nước: Giá cũng đang giảm, nhưng chậm hơn

Trong khi giá đường toàn cầu giảm mạnh xuống mức thấp nhất trong 3 năm, thị trường trong nước tiếp tục đối mặt với áp lực lớn do sản lượng tiêu thụ giảm và tình trạng buôn lậu đường vẫn đang tiếp diễn. Trong tháng 5/2025, các hoạt động gian lận thương mại và buôn lậu đường vẫn được ghi nhận ở một số tỉnh - bao gồm tỉnh Kiên Giang, Bình Định và Nghệ An - với khối lượng lớn và phương thức ngày càng tinh vi. Đến cuối tháng 6/2025, giá đường trong nước giảm 7% kể từ đầu năm, xuống khoảng 18.500đ/kg đối với đường RS.

Nhu cầu vẫn còn yếu do nhu cầu đường của các nhà sản xuất thực phẩm và đồ uống chưa có dấu hiệu cải thiện. Hơn nữa, luật thuế mới đối với hộ kinh doanh và cá nhân kinh doanh đã ảnh hưởng đến hoạt động của các hộ kinh doanh nhỏ.

Giá đường trong nước khả năng sẽ đi ngang

Với tình hình hiện tại về giá đường toàn cầu và trong nước, HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng rằng giá đường toàn cầu vẫn sẽ chịu áp lực trong ngắn hạn, trừ khi thời tiết diễn biến bất lợi làm gián đoạn hoạt động sản xuất hoặc nhu cầu toàn cầu phục hồi mạnh. Tại Việt Nam, giá đường dự kiến sẽ đi ngang bất chấp nhu cầu đang thấp, nhờ việc tiếp tục áp dụng các biện pháp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp. Chiến dịch truy quét của Chính phủ đối với hàng giả và siết chặt kiểm soát biên giới có thể sẽ giúp QNS hưởng lợi trong dài hạn, nhưng tác động rõ rệt từ các chiến dịch này chỉ có thể được ghi nhận trong năm sau. Mặc dù BLĐ kỳ vọng sẽ tiêu thụ hết sản lượng sản xuất trong cả năm là 245.000 tấn - cho thấy sản lượng tiêu thụ trong nửa cuối năm 2025 là 155.000 tấn (so với 100.000 tấn trong nửa cuối năm 2024) - chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn, chỉ kỳ vọng tiêu thụ 120.000 tấn trong nửa cuối năm 2025.

Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành có thể giảm trong nửa cuối năm 2025

Tại buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích ngày 31/7/2025, BLĐ QNS lưu ý rằng các đợt truy quét hàng giả và luật thuế mới đối với hộ kinh doanh đã tạo ra áp lực lên kênh bán hàng truyền thống trong Q2/2025. Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành giảm 2% so với cùng kỳ trong tháng 6, sau khi tăng trong tháng 4 và tháng 5. BLĐ cho biết tình hình kinh doanh trong tháng 7 thậm chí còn khó khăn hơn và cho rằng sữa đậu nành và các sản phẩm tiêu dùng nói chung sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn trong nửa cuối năm 2025.

Giảm dự báo cho giai đoạn 2025-2027

Với KQKD nửa đầu năm 2025 kém hơn kỳ vọng và triển vọng kém khả quan, HSC điều chỉnh giảm 12-16% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, sau khi điều chỉnh giảm dự báo KQKD ở cả hai mảng đường và sữa đậu nành. Dù vậy, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 15% và 7% trong năm 2026 và 2027, sau khi giảm 13% trong năm 2025. Chi tiết như sau:

- Đối với mảng đường, chúng tôi điều chỉnh giảm 21% dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2025, cũng như điều chỉnh giảm 15% mỗi năm dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2026 và 2027, cho thấy sản lượng tiêu thụ phục hồi 14% trong năm 2026 và 5% trong năm 2027.
- Sau khi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng tiêu thụ, dự báo LNTT của mảng đường năm 2025, 2026 và 2027 được điều chỉnh giảm lần lượt 24%, 15% và 14%. LNTT năm 2025 dự kiến giảm 30% so với cùng kỳ sau đó tăng trưởng 24% trong năm 2026 và 8% trong năm 2027.
- Đối với mảng sữa đậu nành, chúng tôi giảm dự báo doanh thu và lợi nhuận dựa trên kỳ vọng KQKD kém tích cực hơn trong nửa cuối năm 2025. Dự báo doanh thu được điều chỉnh giảm 5-6% và dự báo LNTT cũng được điều chỉnh giảm 10-11%.

Chi tiết về các dự báo được trình bày trong Bảng 7-12.

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2025-2027, QNS

HSC giảm 12-16% dự báo cho giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	11,397	10,372	-9.0%	1.3%
Lợi nhuận thuần	2,461	2,067	-16.0%	-13.0%
2026F				
Doanh thu thuần	12,042	11,203	-7.0%	8.0%
Lợi nhuận thuần	2,696	2,371	-12.1%	14.7%
2027F				
Doanh thu thuần	12,707	11,814	-7.0%	5.5%
Lợi nhuận thuần	2,885	2,546	-11.8%	7.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Dự báo doanh thu màng đường, QNS

Chúng tôi giảm 14-20% doanh thu

Tỷ đồng	2024	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027F	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Đường	3,709	-2.3%	3,340	-10.0%	-20.5%	3,798	13.7%	-14.4%	3,999	5.3%	-14.5%
Rỉ mật	230	-4.2%	243	5.5%	-1.5%	262	7.8%	0.0%	277	5.9%	0.0%
Tổng	3,939	-2.4%	3,583	-9.1%	-19.4%	4,060	13.3%	-13.6%	4,276	5.3%	-13.7%
% tổng doanh thu	38.5%		33.9%			35.5%			35.4%		

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Giá định sản lượng tiêu thụ màng đường, QNS

HSC giảm 15-21% dự báo sản lượng tiêu thụ màng đường

	2024	2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Thực tế	Cũ	Mới
Sản lượng tiêu thụ màng đường (nghìn tấn)	185	231	183	244	209	257	220
Tăng trưởng	-6.1%	24.7%	-1.0%	5.8%	13.9%	5.4%	5.3%
Điều chỉnh			-20.7%		-14.6%		-14.6%
Giá bán bình quân màng đường (đồng/kg)	20,051	18,196	18,243	18,186	18,215	18,178	18,205
Tăng trưởng	4.0%	-9.3%	-9.0%	-0.1%	-0.2%	0.0%	-0.1%
Điều chỉnh			0.3%		0.2%		0.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Ước tính lợi nhuận màng đường, QNS

Chúng tôi giảm 14-24% dự báo LNTT màng đường

	2024	2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Lợi nhuận gộp	1,290	1,201	895	1,321	1,101	1,403	1,178
Tỷ trọng trên tổng lợi nhuận gộp	37.0%	31.7%	25.9%	32.6%	29.0%	32.7%	29.3%
Tăng trưởng	2.7%	-6.9%	-30.7%	10.0%	23.0%	6.2%	-10.8%
Điều chỉnh			-25.5%		-16.7%		-16.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	32.7%	27.0%	24.8%	28.1%	27.0%	28.3%	27.4%
LNTT	1,225	1,116	853	1,240	1,059	1,321	1,141
Tăng trưởng	7.1%	-8.9%	-30.3%	11.1%	24.1%	6.6%	7.7%
Điều chỉnh			-23.5%		-14.5%		-13.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Giả định doanh thu mảng sữa đậu nành, QNS

HSC điều chỉnh giảm 5-6% dự báo doanh thu

	2024	2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Doanh thu (tỷ đồng)	4,174	4,706	4,557	4,974	4,770	5,258	5,038
Tỷ trọng trên tổng doanh thu	40.7%	41.3%	43.9%	41.3%	42.6%	41.4%	42.6%
Tăng trưởng	4.3%	12.8%	9.2%	5.7%	4.7%	5.7%	5.6%
Điều chỉnh			-3.2%		-4.1%		-4.2%
Sản lượng tiêu thụ (triệu lít)	255	273	260	289	273	307	289
Tăng trưởng	5.6%	7.0%	2.0%	6.0%	5.0%	6.0%	6.0%
Điều chỉnh			-4.7%		-5.6%		-5.6%

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

Chúng tôi giảm bình quân 10-11% dự báo LNTT

	2024	2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Lợi nhuận gộp	1,568	1,982	1,939	2,086	2,021	2,197	2,124
Tỷ trọng trên tổng lợi nhuận gộp	45.0%	52.4%	56.6%	51.4%	53.7%	51.2%	53.3%
Tăng trưởng	2.7%	26.4%	23.6%	5.3%	4.2%	5.3%	1.8%
Điều chỉnh			-2.2%		-3.1%		-3.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	37.6%	42.1%	42.5%	41.9%	42.4%	41.8%	42.2%
LNTT	1,035	1,163	1,038	1,253	1,120	1,337	1,202
Tăng trưởng	7.0%	12.3%	0.3%	7.8%	7.9%	6.7%	-4.1%
Điều chỉnh			-10.7%		-10.6%		-10.1%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 13: Dự báo lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2025, QNS

Lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2025 được kỳ vọng sẽ đạt 1,130 tỷ đồng, giảm 2% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T đầu 2024	6T đầu 2025	% so với cùng kỳ	6T cuối 2024	6T cuối 2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	2,820	2,956	4.8%	5,343	5,225	-2.2%	4,900	5,147	5.0%
Giá vốn hàng bán	(1,836)	(1,955)	1.7%	(3,551)	(3,486)		(3,207)	(3,462)	8.0%
Lợi nhuận gộp	984	1,001	1.7%	1,792	1,739	-2.9%	1,694	1,685	-0.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34.9%	33.9%		33.5%	33.3%		34.6%	32.7%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	32	40	25.6%	72	76.3	6.0%	94	111	18.1%
Chi phí BH&QL	(261)	(431)	65.3%	(530)	(768)	45.0%	(575)	(619)	7.7%
Chi phí BH&QL / Doanh thu	9.2%	14.6%		9.9%	14.7%		11.7%	12.0%	
Lợi nhuận HĐ	755	610	-19.2%	1,334	1,048	-21.5%	1,213	1,177	-3.0%
Thu nhập thuần khác	10	11	11.1%	10	11	6.3%	88	84	-3.9%
LNTT	765	621	-18.9%	1,344	1,059	-21.2%	1,301	1,262	-3.0%
Lợi nhuận thuần	691	546	-21.0%	1,223	938	-23.3%	1,155	1,130	-2.2%

Nguồn: QNS, HSC

Nửa cuối năm 2025: Lợi nhuận dự kiến giảm 2% so với cùng kỳ

Dựa trên tất cả các giả định mới cho năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 đạt 1.130 tỷ đồng (giảm 2% so với cùng kỳ), trên doanh thu thuần 5.147 tỷ đồng (tăng trưởng 5%). Chúng tôi dự báo doanh thu đường sẽ tăng 9% so với cùng kỳ, nhờ sản lượng tiêu thụ đường tăng 20% so với cùng kỳ lên 120.000 tấn (từ mức nền thấp trong nửa cuối năm 2024). Tuy nhiên, giả định của chúng tôi vẫn thận trọng so với kỳ vọng của BLĐ ở mức 155.000 tấn. Đối với sữa đậu nành, chúng tôi dự báo doanh thu tăng 2% so với cùng kỳ, nhưng nếu loại trừ tác động từ việc thay đổi cách ghi nhận chi phí khuyến mãi, doanh thu sẽ giảm 5% so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2025. HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 32,7%, thấp hơn so với 34,6% trong nửa cuối năm 2024 do tỷ suất lợi nhuận mảng đường thấp.

Giảm 9% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 9% giá mục tiêu đối với QNS xuống 50.100đ. Với tiềm năng tăng giá chỉ 2% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Mua vào).

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp ROE/COE để định giá cổ phiếu QNS, với cơ sở định giá là giữa năm 2026. Chúng tôi sử dụng chi phí vốn CSH 15,4%, so với 16,5% trước đó.

Bảng 14: Giá mục tiêu giữa năm 2026, QNS

Giá mục tiêu là 52.100đ

Đồng	Giá trị
Giá trị hợp lý cuối năm 2025	46,382
Giá trị hợp lý cuối năm 2026	53,796
Giá mục tiêu giữa năm 2026	50,089

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm 2025, QNS

Giá trị hợp lý của cổ phiếu là 48.382đ

	Giá định
ROE	20%
g	2%
Chi phí vốn CSH	15.4%
P/B hàm ý	1.32
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	35,256
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	46,382

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm 2026, QNS

Giá trị hợp lý của cổ phiếu là 53.796đ

	Giá định
ROE	20%
g	2%
Chi phí vốn CSH	15.4%
P/B hàm ý	1.36
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	39,428
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	53,796

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, 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%	53,563	51,561	49,704	47,976	46,365
	1.5%	53,828	51,784	49,890	48,129	46,488
	2.0%	54,115	52,025	50,089	48,293	46,621
	2.5%	54,426	52,284	50,304	48,469	46,763
	3.0%	54,765	52,566	50,537	48,659	46,915

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7,5% trong 3 tháng qua, QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,8 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn (hoặc 14%) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 6 lần (Biểu đồ 18-19). QNS, có mức định giá thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành (điều này vốn không có gì khác thường), đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 6,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 14 lần. Đáng lưu ý, lợi suất cổ tức bằng tiền của QNS vẫn còn hấp dẫn ở mức 8,2%, với giả định rằng Công ty tiếp tục trả cổ tức bằng tiền mặt 4.000đ/cp trong những năm tới.

Biểu đồ 18: P/E trượt dự phóng 1 năm, QNS

Dựa trên ước tính của chúng tôi, QNS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,8 lần...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2019.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 19: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, QNS

...cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 6 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2019.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Bảng 20: So sánh các công ty cùng ngành, QNS

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

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	5,056	15.0	14.4
Tổng CTCP Bia - Rượu - NGK Sài Gòn	SAB VN	2,348	14.6	14.3
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	4,380	15.1	13.2
CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa	SBT VN	777	13.5	N/a
Bình quân		2,502	14.5	14.0
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS VN	687	7.4	6.4

Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	10,021	10,243	10,372	11,203	11,814
Lợi nhuận gộp	3,351	3,486	3,424	3,761	3,985
Chi phí BH&QL	(1,197)	(1,104)	(1,387)	(1,450)	(1,517)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,154	2,381	2,038	2,311	2,468
Lãi vay thuần	174	137	164	211	246
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	118	127	119	119	119
LNTT	2,447	2,646	2,321	2,641	2,834
Chi phí thuế TNDN	(263)	(268)	(253)	(270)	(288)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,183	2,377	2,067	2,371	2,546
Lợi nhuận thuần ĐC	2,183	2,377	2,067	2,371	2,546
EBITDA ĐC	2,599	2,825	2,562	2,811	2,978
EPS (đồng)	7,172	7,682	6,557	7,595	8,157
EPS ĐC (đồng)	7,172	7,682	6,557	7,595	8,157
DPS (đồng)	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	301	306	312	312	312
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	301	312	312	312	312
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	301	312	312	312	312

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	289	539	1,240	715	3,458
Đầu tư ngắn hạn	6,165	7,299	8,000	10,000	10,000
Phải thu khách hàng	661	810	713	767	809
Hàng tồn kho	958	1,324	1,192	1,287	1,357
Các tài sản ngắn hạn khác	19.1	39.1	71.9	77.7	81.9
Tổng tài sản ngắn hạn	8,093	10,011	11,216	12,847	15,706
TSCĐ hữu hình	3,650	3,436	3,377	3,082	2,781
TSCĐ vô hình	16.1	17.1	10.7	4.20	(2.47)
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	293	344	288	311	328
Tổng tài sản dài hạn	3,959	3,798	3,676	3,398	3,107
Tổng cộng tài sản	12,053	13,809	14,893	16,244	18,813
Nợ ngắn hạn	2,411	2,714	2,686	2,660	2,633
Phải trả người bán	456	464	574	615	647
Nợ ngắn hạn khác	233	234	274	296	319
Tổng nợ ngắn hạn	3,281	3,626	3,717	3,767	3,805
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	191	180	172	172	172
Tổng nợ dài hạn	191	180	172	172	172
Tổng nợ phải trả	3,472	3,806	3,889	3,938	3,977
Vốn chủ sở hữu	8,581	10,002	11,004	12,306	14,836
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	8,581	10,002	11,004	12,306	14,836
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,053	13,809	14,893	16,244	18,813
BVPS (đ)	28,469	32,647	35,256	39,428	47,535
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,122	2,174	1,447	1,945	(825)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,154	2,381	2,038	2,311	2,468
Khấu hao	(445)	(444)	(524)	(500)	(510)
Lãi vay thuần	174	137	164	211	246
Thuế TNDN đã nộp	(246)	(258)	(253)	(270)	(288)
Thay đổi vốn lưu động	(83.5)	(504)	347	(73.0)	(47.1)
Khác	(36.6)	(167)	(169)	(217)	(251)
LCT thuần từ HĐKD	2,408	2,033	2,650	2,461	2,639
Đầu tư TS dài hạn	(219)	(255)	(351)	(175)	(185)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0.45	4.76	0	0	0
Khác	(1,563)	(903)	(413)	(1,666)	369
LCT thuần từ HĐĐT	(1,782)	(1,153)	(764)	(1,841)	183
Cổ tức trả cho CSH	1,055	1,216	1,055	1,055	1,055
Thu từ phát hành CP	0	282	0	0	0
Tăng/giảm nợ	515	302	(35.4)	(26.9)	(26.6)
Khác	(2,110)	(2,433)	(2,205)	(2,173)	(1,107)
LCT thuần từ HĐTC	(539)	(632)	(1,186)	(1,145)	(78.8)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	203	289	539	1,240	715
LCT thuần trong kỳ	87.0	249	701	(525)	2,743
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.18)	1.00	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	289	539	1,240	715	3,458
Dòng tiền tự do	2,189	1,779	2,299	2,286	2,454

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	33.4	34.0	33.0	33.6	33.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	25.9	27.6	24.7	25.1	25.2
Tỷ suất LNT (%)	21.8	23.2	19.9	21.2	21.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.8	10.1	10.9	10.2	10.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	21.4	2.22	1.26	8.01	5.46
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	40.7	8.68	(9.32)	9.73	5.96
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	69.7	8.88	(13.0)	14.7	7.40
Tăng trưởng EPS (%)	69.7	7.12	(14.6)	15.8	7.40
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	69.7	7.12	(14.6)	15.8	7.40
Tăng trưởng DPS (%)	16.7	14.3	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	48.8	52.1	61.0	52.7	49.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	27.2	25.6	19.7	20.3	18.8
ROACE (%)	26.4	25.1	19.1	19.5	18.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.90	0.79	0.72	0.72	0.67
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.12	0.85	1.30	1.07	1.07
Số ngày tồn kho	52.4	71.5	62.6	63.1	63.3
Số ngày phải thu	36.2	43.8	37.5	37.6	37.7
Số ngày phải trả	25.0	25.1	30.2	30.2	30.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	25.1	22.3	13.5	16.1	(5.27)
Nợ/tài sản (%)	20.3	20.1	18.3	16.6	14.2
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.94	0.98	1.06	0.96	0.90
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.47	2.76	3.02	3.41	4.13
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.69	1.71	1.61	1.54	1.22
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.50	6.18	6.53	6.13	4.86
P/E (lần)	6.83	6.38	7.47	6.45	6.01
P/E ĐC (lần)	6.83	6.38	7.47	6.45	6.01
P/B (lần)	1.72	1.50	1.39	1.24	1.03
Lợi suất cổ tức (%)	7.14	8.16	8.16	8.16	8.16

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