

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

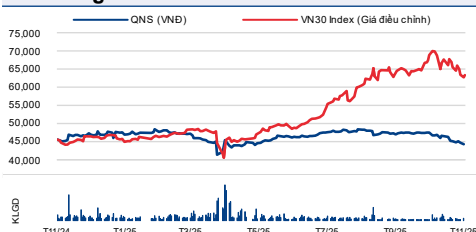
Giá mục tiêu: VNĐ41,500 (từ VNĐ50,100)

Tiềm năng tăng/giảm: -6.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/11/2025)	44,200
Mã Bloomberg	QNS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	41,377-48,414
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	44,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,795
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	524
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	(6.95)	(8.49)	(2.96)
So với chỉ số	1.17	(12.5)	(30.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	5,931	5,517	7.5
2026F	6,033	6,113	(1.3)
2027F	6,327	7,224	(12.4)

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

Đường "mất vị ngọt"; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với QNS xuống Giảm tỷ trọng và giảm 17% giá mục tiêu xuống 41.500đ (rủi ro giảm giá 6%).
- Chúng tôi giảm 10-22% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chủ yếu do giảm giả định giá đường. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2025 giảm 21% (Q4/2025: giảm 11% so với cùng kỳ) sau đó chỉ tăng trưởng nhẹ 2-5% trong các năm 2026-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, QNS đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,4 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn (hay 13%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 6,6 lần.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025

QNS ghi nhận KQKD Q3/2025 kém hơn kỳ vọng, do giá đường tiếp tục yếu. Lợi nhuận thuần giảm 28% so với cùng kỳ xuống 381 tỷ đồng, thấp hơn 11% so với dự báo của HSC, trong khi doanh thu giảm 1,5% so với cùng kỳ xuống 2.685 tỷ đồng. Mảng đường tiếp tục là yếu tố kéo giảm KQKD, dù mảng sữa đậu nành ghi nhận kết quả nhỉnh hơn nhẹ so với dự báo của chúng tôi.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu đạt 7.872 tỷ đồng, giảm 2,4% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần giảm 25% so với cùng kỳ xuống 1.319 tỷ đồng, bằng 64% dự báo cả năm của HSC trước kỳ công bố KQKD.

Tác động: Giảm mạnh dự báo giai đoạn 2025-2027

HSC cho rằng triển vọng mảng đường tiếp tục ảm đạm. Sau khi điều chỉnh giảm đáng kể các giả định cho mảng đường, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 từ 10-22%; trong khi đó, các dự báo cho mảng sữa đậu nành nhìn chung được giữ nguyên.

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi – hơi thấp hơn so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ giảm 21% xuống 1.870 tỷ đồng (riêng Q4/2025 dự báo đạt 551 tỷ đồng, giảm 11% so với cùng kỳ), sau đó tăng trưởng 2% đạt 1.902 tỷ đồng trong năm 2026 và tăng 5% đạt 1.955 tỷ đồng trong năm 2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua và kém hơn VN Index 12%, QNS đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,4 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn (hay 13%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 6,6 lần – mức định giá mà theo chúng tôi là không rẻ. Trong khi đó, so với các doanh nghiệp cùng ngành, QNS có vẻ rẻ hơn nhưng đây không phải là điều bất thường; với P/E năm 2026 ở mức 7,3 lần, cổ phiếu đang giao dịch thấp hơn nhiều so với bình quân của nhóm so sánh ở mức 16 lần.

HSC hạ khuyến nghị đối với QNS xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) với giá mục tiêu 41.500đ (rủi ro giảm giá 6%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,599	2,825	2,373 ▼	2,337 ▼	2,415 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,183	2,377	1,870 ▼	1,902 ▼	1,995 ▼
EPS ĐC (đồng)	7,172	7,682	5,931 ▼	6,033 ▼	6,327 ▼
DPS (đồng)	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
BVPS (đồng)	28,469	32,647	34,148	36,350 ▼	42,708 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.94	5.65	6.56	6.24	5.93
P/E ĐC (lần)	6.16	5.75	7.45	7.33	6.99
Lợi suất cổ tức (%)	7.92	9.05	9.05	9.05	9.05
P/B (lần)	1.55	1.35	1.29	1.22	1.03
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	69.7	7.12	(22.8)	1.71	4.87
ROAE (%)	27.2	25.6	18.1	17.3	16.2

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

Giảm 17% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do nền tảng cơ bản suy yếu

KQKD Q3/2025 của QNS kém tích cực và thấp hơn dự báo vốn đã thận trọng của chúng tôi, chủ yếu do giá bán đường thấp hơn kỳ vọng. Lợi nhuận thuần giảm mạnh 28% so với cùng kỳ xuống 381 tỷ đồng, thấp hơn 11% so với dự báo 426 tỷ đồng của HSC. Chúng tôi hiện có quan điểm thận trọng hơn đối với triển vọng ngành đường, do đó giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 từ 10–22%; theo đó, lợi nhuận thuần năm 2025 giảm 21% (Q4/2025 dự báo giảm 11% so với cùng kỳ) và chỉ tăng trưởng nhẹ 2–5% trong các năm 2026-2027. Từ những điều chỉnh giảm này, HSC giảm 17% giá mục tiêu xuống 41.500đ và hạ khuyến nghị đối với QNS xuống Giảm tỷ trọng (rủi ro giảm giá 6%).

Q3/2025: KQKD yếu hơn cả dự báo vốn đã thận trọng

KQKD Q3/2025 của QNS thấp hơn dự báo do giá bán đường thấp hơn kỳ vọng. Lợi nhuận thuần giảm mạnh 28% so với cùng kỳ xuống 381 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 2.685 tỷ đồng (giảm 1,5% so với cùng kỳ). Lợi nhuận thuần thấp hơn 11% so với dự báo của HSC ở mức 426 tỷ đồng chủ yếu do mảng đường tiếp tục suy yếu. Trong khi đó, mảng sữa đậu nành ghi nhận kết quả nhỉnh hơn nhẹ so với dự báo của chúng tôi.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần giảm 2,4% so với cùng kỳ xuống 7.872 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần giảm 25% so với cùng kỳ xuống 1.319 tỷ đồng, thấp hơn 4% so với dự báo 9 tháng đầu năm của HSC và chỉ đạt 64% dự báo cả năm của chúng tôi trước kỳ công bố KQKD.

Bảng 1: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, QNS

Lợi nhuận thuần giảm mạnh 28% so với cùng kỳ trong Q3 và giảm 25% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	2,727	2,685	-1.5%	8,069	7,872	-2.4%
Lợi nhuận gộp	912	871	-4.5%	2,704	2,573	-4.8%
Chi phí BH&QL	383	495	29.5%	912	1,225	34.3%
Lợi nhuận thuần	532	381	-28.4%	1,755	1,319	-24.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần, QNS

Doanh thu mảng đường vẫn yếu

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Đường	1,041	945	-9.2%	3,225	2,635	-18.3%
Sữa đậu nành	1,213	1,281	5.6%	3,187	3,596	12.8%
Mảng khác	472	459	-2.9%	1,657	1,641	-0.9%
Doanh thu thuần	2,727	2,685	-1.5%	8,069	7,872	-2.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 3: Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp, QNS

Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng đường giảm đáng kể

	Q3/24	Q3/25	Chênh lệch (điểm %)	9T24	9T25	Chênh lệch (điểm %)
Đường	33.6%	20.0%	-13.6	32.3%	22.0%	-10.3
Sữa đậu nành	39.6%	43.2%	3.6	38.6%	43.7%	5.1
Mảng khác	17.3%	28.0%	10.7	26.1%	25.7%	-0.4
Tổng	33.4%	32.4%	1.0	33.5%	32.7%	-0.8

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Cơ cấu LNTT, QNS

LNTT mảng đường giảm đáng kể

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Đường	310	205	-34%	930	463	-50%
Sữa đậu nành	193	205	6.2%	578	620	7%
Mảng khác	83	31	-63.1%	423	416	-2%
Tổng	586	441	-24.8%	1,931	1,499	-22.4%

Nguồn: QNS

Triển vọng ngành đường: Giá đường thế giới dự kiến duy trì ở mức thấp trong năm 2026

Giá đường thế giới tiếp tục giảm, với hợp đồng tương lai hiện đang giao dịch ở mức 0,142 USD/pound, tương đương giảm mạnh 26% so với đầu năm. Giá dự kiến tiếp tục chịu áp lực trong suốt năm 2026 do nguồn cung toàn cầu vượt nhu cầu. Theo dự báo tháng 5/2025 của USDA, sản lượng đường toàn cầu vụ 2025/26 dự kiến tăng 4,7% lên 189,3 triệu tấn, từ mức 180,9 triệu tấn trong vụ 2024/25. Ngược lại, nhu cầu đường toàn cầu dự báo chỉ tăng nhẹ 1,4% lên 177,9 triệu tấn. Khoảng cách cung-cầu nói rộng này cho thấy thặng dư đường toàn cầu trong vụ 2025/26 có thể lên tới 11,4 triệu tấn, so với 5,3 triệu tấn của vụ trước.

Theo dự báo mới nhất của Tổ chức Đường Quốc tế (ISO), sản lượng đường toàn cầu vụ 2025/26 ước tính đạt 180,6 triệu tấn, trong khi mức tiêu thụ toàn cầu dự kiến đạt 180,8 triệu tấn, tương ứng thâm hụt nhẹ chỉ 0,2 triệu tấn, so với mức thâm hụt 4,8 triệu tấn trong vụ 2024/25.

Với tồn kho toàn cầu đang phục hồi, chúng tôi cho rằng giá đường thế giới nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp hoặc dao động trong biên độ thấp. Chỉ thiên tai bất ngờ hoặc các biện pháp can thiệp chính sách mới có thể tạo ra sự hỗ trợ giá trong ngắn hạn.

Một yếu tố khác tiếp tục gây áp lực lên giá đường là triển vọng kém tích cực của giá dầu. Giá dầu thế giới dự báo duy trì ở mức thấp trong các năm 2025-2026, khi Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) hiện dự báo giá dầu Brent vào cuối năm 2025 chỉ ở quanh mức 65-70 USD/thùng (so với 65 USD/thùng hiện tại và 76 USD/thùng cuối năm 2024), và tiếp tục giảm về mức 55-60 USD/thùng vào cuối năm 2026. Trong bối cảnh giá dầu ở mức thấp, ethanol trở nên kém cạnh tranh hơn so với xăng, khiến các nhà máy ép mía có xu hướng chuyển nhiều nguyên liệu hơn sang sản xuất đường, qua đó làm gia tăng nguồn cung và tiếp tục tạo áp lực lên giá đường.

Giá đường trong nước: Giảm trong Q3/2025, thấp hơn kỳ vọng

Xu hướng giá đường được thể hiện tại Biểu đồ 5-6. Giá đường trong nước trong Q3/2025 tiếp tục giảm xuống mức thấp hơn dự báo của chúng tôi, chủ yếu do nhu cầu yếu đối với ngành hàng tiêu dùng nhanh. Bên cạnh đó, mặc dù nguồn cung đường tiểu ngạch đã giảm, nhưng tồn kho vẫn duy trì ở mức cao, tiếp tục gây áp lực lên giá bán. Tại thời điểm cuối tháng 9/2025, giá đường trắng (RS) đã giảm 11% so với đầu năm (và giảm 5% so với quý trước) xuống 17.800đ/kg. Trước đây, chúng tôi kỳ vọng giá đường RS có thể duy trì quanh mức 18.000đ/kg trong suốt năm 2025. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giá định giá bán đường giai đoạn 2025-2027 từ 3-8%.

Biểu đồ 5: Hợp đồng tương lai đường thế giới

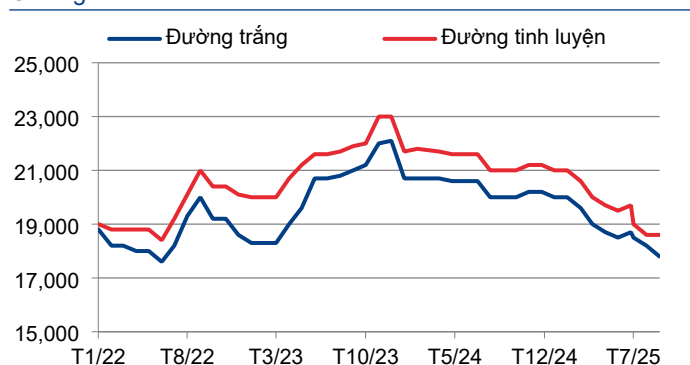
Giá đã giảm 26% kể từ đầu năm



Nguồn: Trading Economics

Biểu đồ 6: Giá đường trong nước

Giảm giảm 11% so với đầu năm



Nguồn: HSC thu thập

Giảm mạnh dự báo giai đoạn 2025-2027

Sau KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025 thấp hơn kỳ vọng, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 từ 10-22%, chủ yếu do điều chỉnh giảm các giả định liên quan đến mảng đường. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ giảm 21% sau đó chỉ tăng trưởng nhẹ 2% năm 2026 và 5% năm 2027. Cụ thể:

- Đối với mảng đường, chúng tôi giảm 8-21% dự báo doanh thu trong giai đoạn ba năm, do điều chỉnh giảm giá định về giá bán và sản lượng tiêu thụ đường. Nhu cầu hiện vẫn ở mức thấp.

Sau khi giảm dự báo sản lượng tiêu thụ, LNTT của mảng đường được điều chỉnh giảm mạnh 21-42%.

- Đối với mảng sửa đập nành, chúng tôi giữ nguyên các dự báo.

Dự báo mới cho năm 2025 cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 sẽ giảm 11% so với cùng kỳ xuống 551 tỷ đồng, trong khi doanh thu thuần tăng 4% so với cùng kỳ đạt 2.255 tỷ đồng.

Chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh dự báo trong Bảng 7-13.

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

Chúng tôi điều chỉnh giảm 10-22% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	10,372	10,128	-2.4%	-1.1%
Lợi nhuận thuần	2,067	1,870	-9.5%	-21.3%
2026F				
Doanh thu thuần	11,203	10,307	-8.0%	1.8%
Lợi nhuận thuần	2,371	1,902	-19.8%	1.7%
2027F				
Doanh thu thuần	11,814	10,605	-10.2%	2.9%
Lợi nhuận thuần	2,546	1,995	-21.7%	4.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Dự báo doanh thu mảng đường, QNS

HSC giảm 8-21% dự báo doanh thu mảng đường

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%	3,059	-17.5%	-8.4%	3,009	-1.6%	-20.8%	3,111	3.4%	-22.2%
Rỉ mật	230	-4.2%	243	5.5%	0.0%	279	15.1%	6.7%	290	3.7%	4.6%
Tổng	3,939	-2.4%	3,302	-16.2%	-7.8%	3,288	-0.4%	-19.0%	3,400	3.4%	-20.5%
% tổng tài sản	38.5%		32.5%			31.5%			31.3%		

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Giá định sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân mảng đường, QNS

HSC điều chỉnh giảm 3-8% giá định giá bán bình quân & giảm 6-16% giá định sản lượng tiêu thụ

	2024	2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Sản lượng tiêu thụ mảng đường (nghìn tấn)	185	183	173	209	179	220	186
Tăng trưởng	-6.1%	-0.4%	-6.6%	14.0%	3.9%	5.3%	3.4%
Điều chỉnh			-5.6%		-14.1%		-15.6%
Giá bán bình quân mảng đường (VND/kg)	20,051	18,243	17,711	18,215	16,766	18,178	16,762
Tăng trưởng	4.0%	-9.0%	-11.7%	-0.2%	-5.3%	-0.1%	0.0%
Điều chỉnh			-2.9%		-8.0%		-7.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Ước tính lợi nhuận mảng đường, QNS

Chúng tôi điều chỉnh giảm 20-42% dự báo LNTT mảng đường

	2024	2025F		2026F		2027F	
Tỷ đồng	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Lợi nhuận gộp	1,290	895	715	1,101	646	1,178	674
% tổng lợi nhuận gộp	37.0%	25.9%	21.6%	29.0%	19.2%	29.3%	19.3%
Tăng trưởng	2.7%	-30.7%	-44.6%	23.0%	-9.6%	7.0%	-38.8%
Điều chỉnh			-20.1%		-41.3%		-42.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	32.7%	24.8%	21.7%	27.0%	19.6%	27.4%	19.8%
LNTT	1,225	853	678	1,059	623	1,141	658
Tăng trưởng	7.1%	-30.3%	-44.6%	24.1%	-8.2%	7.7%	5.6%
Điều chỉnh			-20.5%		-41.2%		-42.3%

Nguồn: HSC ước tính

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

Các dự báo nhìn chung được giữ nguyên

	2024	2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Doanh thu (tỷ đồng)	4,174	4,557	4,628	4,770	4,767	5,038	4,910
% tổng doanh thu	40.7%	43.9%	45.7%	42.6%	46.2%	42.6%	46.3%
Tăng trưởng	4.3%	9.2%	10.9%	4.7%	3.0%	5.6%	3.0%
Điều chỉnh			1.6%		-0.1%		-2.5%
Sản lượng tiêu thụ (triệu lít)	255	260	261	273	269	289	277
Tăng trưởng	5.6%	2.0%	2.5%	5.0%	3.0%	6.0%	3.0%
Điều chỉnh			0.5%		-1.4%		-4.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Giả định lợi nhuận mảng sữa đậu nành, QNS

Chúng tôi giữ nguyên phần lớn các dự báo

Tỷ đồng	2024	2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Lợi nhuận gộp	1,568	1,939	2,018	2,021	2,079	2,124	2,141
% tổng lợi nhuận gộp	45.0%	56.6%	60.9%	53.7%	62.3%	53.3%	62.1%
Tăng trưởng	2.7%	23.6%	28.7%	4.2%	3.0%	5.1%	6.0%
Điều chỉnh			4.1%		2.9%		0.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	37.6%	42.5%	43.6%	42.4%	43.6%	42.2%	43.6%
LNTT	1,035	1,038	1,062	1,120	1,131	1,202	1,188
Tăng trưởng	7.0%	0.3%	2.6%	7.9%	6.5%	7.3%	6.1%
Điều chỉnh			2.3%		1.0%		-1.1%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Dự báo KQKD Q4/2025, QNS

HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm 9% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	2,727	2,685	-1.5%	8,069	7,872	-2.4%	2,174	2,255	3.7%
Lợi nhuận gộp	912	871	-4.5%	2,704	2,573	-4.8%	782	739	-5.5%
Lợi nhuận HĐ tài chính	44	52	18.1%	116	128	10.6%	51	49	-2.3%
Chi phí BH&QL	(383)	(495)	29.5%	(912)	(1,225)	34.3%	(192)	(238)	23.8%
LNTT	587	441	-24.9%	1,931	1,499	-22.4%	715	622	-13.0%
Lợi nhuận thuần	532	381	-28.4%	1,755	1,319	-24.9%	623	564	-9.3%

Nguồn: HSC ước tính

Giảm 17% giá mục tiêu, hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo (đồng thời lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026), HSC giảm 17% giá mục tiêu xuống 41.500đ. Với rủi ro giảm giá 6% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp ROE/COE để định giá QNS, Các giả định định giá chính không thay đổi; HSC tiếp tục sử dụng chi phí vốn CSH (COE) 15,4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 14: Định giá dựa trên hệ số ROE/COE, QNS

Giá mục tiêu là 41.500đ/cp

Đồng	Cũ	Mới
ROE	20.0%	17.3%
g	2.0%	2.0%
Chi phí vốn CSH	15.4%	15.4%
P/B	1.34	1.14
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	37,342	36,350
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	50,089	41,505

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, 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%	44,220	42,628	41,146	39,765	38,473
	1.5%	44,525	42,862	41,319	39,883	38,544
	2.0%	44,855	43,115	41,505	40,010	38,620
	2.5%	45,213	43,388	41,705	40,147	38,702
	3.0%	45,602	43,684	41,921	40,294	38,790

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giảm 8% trong 3 tháng qua, QNS đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,4 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn (hay 13%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 6,6 lần (Biểu đồ 16-17). So với các công ty cùng ngành, QNS có vẻ rẻ hơn, nhưng đây là điều khá bình thường; P/E dự phóng năm 2026 của QNS là 7,3 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 16 lần (Bảng 18).

Dù triển vọng lợi nhuận kém tích cực, QNS vẫn sở hữu mức lợi suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn khoảng 9%, giả định Công ty tiếp tục duy trì mức cổ tức tiền mặt 4.000đ/cp trong các năm tới.

Biểu đồ 16: 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 7,4 lần...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 17: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, QNS

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



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Bảng 18: 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	4,630	14.1	13.4
Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn	SAB VN	2,262	14.0	13.4
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	6,482	24.3	21.2
CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa	SBT VN	834	22.0	N/a
Bình quân		3,193	18.6	16.0
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS VN	638	7.5	7.3

Nguồn: Bloomberg, 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	10,128	10,307	10,605
Lợi nhuận gộp	3,351	3,486	3,312	3,338	3,446
Chi phí BH&QL	(1,197)	(1,104)	(1,463)	(1,501)	(1,542)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,154	2,381	1,849	1,837	1,905
Lãi vay thuần	174	137	154	202	237
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	118	127	118	119	119
LN TT	2,447	2,646	2,121	2,158	2,261
Chi phí thuế TNDN	(263)	(268)	(251)	(256)	(266)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,183	2,377	1,870	1,902	1,995
Lợi nhuận thuần ĐC	2,183	2,377	1,870	1,902	1,995
EBITDA ĐC	2,599	2,825	2,373	2,337	2,415
EPS (đồng)	7,172	7,682	5,931	6,033	6,327
EPS ĐC (đồng)	7,172	7,682	5,931	6,033	6,327
DPS (đồng)	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	301	306	312	312	312
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	301	312	312	312	312
Slg 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	927	1,875	2,110
Đầu tư ngắn hạn	6,165	7,299	8,000	8,000	10,000
Phải thu khách hàng	661	810	698	713	733
Hàng tồn kho	958	1,324	1,163	1,184	1,218
Các tài sản ngắn hạn khác	19.1	39.1	70.2	71.5	73.5
Tổng tài sản ngắn hạn	8,093	10,011	10,858	11,844	14,135
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	281	286	295
Tổng tài sản dài hạn	3,959	3,798	3,670	3,373	3,073
Tổng cộng tài sản	12,053	13,809	14,528	15,217	17,209
Nợ ngắn hạn	2,411	2,714	2,686	2,660	2,633
Phải trả người bán	456	464	563	576	591
Nợ ngắn hạn khác	233	234	269	281	294
Tổng nợ ngắn hạn	3,281	3,626	3,698	3,700	3,707
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	3,870	3,872	3,879
Vốn chủ sở hữu	8,581	10,002	10,658	11,345	13,330
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	8,581	10,002	10,658	11,345	13,330
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,053	13,809	14,528	15,217	17,209
BVPS (đ)	28,469	32,647	34,148	36,350	42,708
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,122	2,174	1,760	784	523

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,154	2,381	1,849	1,837	1,905
Khấu hao	(445)	(444)	(524)	(500)	(510)
Lãi vay thuần	174	137	154	202	237
Thuế TNDN đã nộp	(246)	(258)	(251)	(256)	(266)
Thay đổi vốn lưu động	(83.5)	(504)	371	(7.11)	(20.4)
Khác	(36.6)	(167)	(169)	(215)	(250)
LCT thuần từ HĐKD	2,408	2,033	2,478	2,060	2,115
Đầu tư TS dài hạn	(219)	(255)	(358)	(193)	(194)
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)	(771)	(1,859)	174
Cổ tức trả cho CSH	1,055	1,216	1,206	1,206	1,206
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)	(2,490)	(431)	(3,233)
LCT thuần từ HĐTC	(539)	(632)	(1,320)	748	(2,054)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	203	289	539	927	1,875
LCT thuần trong kỳ	87.0	249	387	949	235
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.18)	1.00	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	289	539	927	1,875	2,110
Dòng tiền tự do	2,189	1,779	2,120	1,867	1,921

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	32.7	32.4	32.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	25.9	27.6	23.4	22.7	22.8
Tỷ suất LNT (%)	21.8	23.2	18.5	18.5	18.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.8	10.1	11.8	11.9	11.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	21.4	2.22	(1.13)	1.78	2.88
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	40.7	8.68	(16.0)	(1.49)	3.32
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	69.7	8.88	(21.3)	1.71	4.87
Tăng trưởng EPS (%)	69.7	7.12	(22.8)	1.71	4.87
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	69.7	7.12	(22.8)	1.71	4.87
Tăng trưởng DPS (%)	16.7	14.3	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	48.8	52.1	67.4	66.3	63.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	27.2	25.6	18.1	17.3	16.2
ROACE (%)	26.4	25.1	17.6	16.4	15.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.90	0.79	0.71	0.69	0.65
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.12	0.85	1.34	1.12	1.11
Số ngày tồn kho	52.4	71.5	62.3	62.0	62.1
Số ngày phải thu	36.2	43.8	37.4	37.3	37.4
Số ngày phải trả	25.0	25.1	30.2	30.2	30.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	25.1	22.3	16.9	7.25	4.22
Nợ/tài sản (%)	20.3	20.1	18.8	17.7	15.5
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.94	0.98	1.15	1.15	1.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.47	2.76	2.94	3.20	3.81
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.54	1.56	1.54	1.41	1.35
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.94	5.65	6.56	6.24	5.93
P/E (lần)	6.16	5.75	7.45	7.33	6.99
P/E ĐC (lần)	6.16	5.75	7.45	7.33	6.99
P/B (lần)	1.55	1.35	1.29	1.22	1.03
Lợi suất cổ tức (%)	7.92	9.05	9.05	9.05	9.05

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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