

Đường Quảng Ngãi (QNS)

Khả quan (Duy trì)

Hàng tiêu dùng

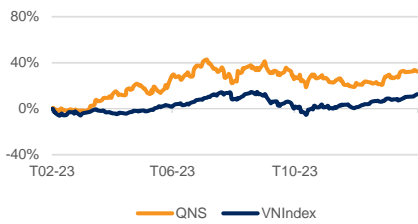
Giá hiện tại	VND48.000
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND51.452/35.232
Giá mục tiêu	VND62.400
Giá mục tiêu trước đó	VND65.100
Consensus	11,3%
Tiềm năng tăng giá	30,0%
Tỷ suất cổ tức	6,1%
Tổng tỷ suất sinh lời	36,1%

Triển vọng	Trung lập
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	0,7	
GTGDQBQ 3 tháng (tr USD)	1,08	
Sở hữu NN (tr USD)	0,49	
Số CP lưu hành (tr)	357	
Số CP sau pha loãng (tr)	357	
	QNS	VNI
P/E trượt	7,9x	14,2x
P/B hiện tại	2,1x	1,7x
ROA	19,1%	2,0%
ROE	27,9%	12,1%

* dữ liệu ngày 26/2/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
QNS	4,3	5,3	25,0
VNIIndex	0,1	-7,5	8,5

Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH MTV TM Thành Phát	15,6%
Võ Thành Đăng	7,9%
Khác	76,5%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ 1970, QNS là công ty dẫn đầu trong ngành sữa đậu nành có thương hiệu (chiếm 87% thị phần) với các thương hiệu quen thuộc với người tiêu dùng Việt Nam như Fami, Vinasoy. Công ty cũng là nhà sản xuất đường lớn thứ hai tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Vững bước sau đỉnh cao

- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 30% và tỷ suất cổ tức 6,1%. Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 4,1% so với giá mục tiêu trước đó khi giá cổ phiếu đã tăng 3% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do chuyển mô hình dự phóng DCF sang 2024 và P/E mục tiêu thấp hơn trong phương pháp SOTP.
- P/E của QNS hiện đang ở mức 7,5x – thấp hơn trung bình ngành và chưa phản ánh hết triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty.

Tiêu điểm tài chính

- Trong 2023, QNS ghi nhận LN ròng ấn tượng 2.189 tỷ đồng (+70,2% svck) – mức cao nhất kể từ khi thành lập công ty. Động lực chủ yếu nhờ giá đường chạm đỉnh vào năm 2023, kéo theo lợi nhuận trước thuế (LNTT) mảng đường tăng 258% svck.
- Theo ban lãnh đạo, QNS ghi nhận doanh thu tăng trưởng mạnh 83% svck lên 1.047 tỷ đồng (42,4tr USD) vào T1/2024 khi các nhà phân phối bắt đầu tích trữ hàng để chuẩn bị cho dịp Tết vào đầu tháng 2. Trong đó, mảng đường và sữa đậu nành có doanh thu tăng mạnh 186% svck/21% svck nhờ sản lượng tăng lần lượt 150%/20% svck.
- LNTT tăng 190% svck lên 230 tỷ đồng (9,3tr USD) trong T1/24 chủ yếu do Tết nguyên đán đến muộn hơn trong năm nay.

Luận điểm đầu tư

Định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành

So với các DN ngành hàng tiêu dùng, QNS có P/E hấp dẫn là 7,5 lần, thấp hơn mức P/E trung bình ngành là 12,6 lần (tính đến ngày 23/02/2024).

Giá đường giao dịch gần vùng đỉnh tiếp tục hỗ trợ giá CP trong ngắn hạn

Chúng tôi nhận thấy diễn biến giá cổ phiếu QNS có xu hướng tương quan với xu hướng giá đường thế giới. Vì vậy, biến động giá đường thế giới không chỉ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của QNS mà còn có thể ảnh hưởng đến diễn biến giá cổ phiếu. Dựa trên giả định giá đường thế giới vẫn có xu hướng giao dịch quanh vùng đỉnh trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu QNS vẫn sẽ được hỗ trợ trong ngắn hạn

Biên LN gộp mảng sữa đậu nành cải thiện có thể bù đắp sự sụt giảm biên LN gộp mảng đường vào năm 2024

Trong nửa cuối năm 2023, QNS đã chốt 70% sản lượng đậu tương đầu vào cho năm 2024 với mức giá thấp hơn 8% svck. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán đường bình quân sẽ hạ nhiệt từ mức đỉnh năm 2023. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp mảng sữa đậu tăng 2,1 điểm %, nhằm bù đắp cho sự sụt giảm 3,5 điểm % svck của biên LN gộp mảng đường. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của QNS thu hẹp 0,2 điểm % trong năm 2024.

LN đi ngang sau mức đỉnh năm 2023

Trong năm 2023, QNS ghi nhận LN ròng ấn tượng 2.189 tỷ đồng – mức cao nhất kể từ khi thành lập công ty. LN ròng 2024 dự kiến giảm nhẹ 3,3% svck nhưng vẫn cao hơn 73,3%/64,5% sv giai đoạn 2021-22, tương đương 1.222/1.249 tỷ đồng (49,5tr USD/50,6tr USD).

	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tăng trưởng DT thuần	21,4%	4,4%	2,1%	1,0%
Tăng trưởng EPS	70,2%	(3,3%)	0,1%	(10,0%)
Biên lợi nhuận gộp	33,5%	33,3%	33,2%	31,9%
Biên lợi nhuận ròng	21,8%	20,2%	19,8%	17,8%
P/E (x)	7,8	8,1	8,1	8,9
P/B (x)	2,0	1,8	1,6	1,5
ROAE	27,3%	23,2%	20,9%	17,9%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	24,7%	22,9%	20,7%	14,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp: Nhiều năm kinh nghiệm trong ngành thực phẩm và đồ uống

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi được thành lập vào năm 1970 dưới sự quản lý của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn. Công ty cổ phần hóa trong năm 2005 và chính thức giao dịch trên sàn UPCOM vào T12/2016 QNS áp dụng mô hình kinh doanh theo chiều dọc từ việc kiểm soát nguồn nguyên liệu đầu vào là đậu nành và mía tại vùng trồng của công ty đến việc sản xuất đường để sản xuất sữa đậu nành và bánh kẹo. Công ty phát triển vùng nguyên liệu mía đường ở Gia Lai và Quảng Ngãi với diện tích ước tính chiếm 16% diện tích mía đường của Việt Nam. Ngoài sản xuất đường, QNS còn sản xuất sữa đậu nành (Vinasoy, Fami) và bánh kẹo (Biscafun) - sử dụng đường là nguyên liệu đầu vào. Do đó, các hoạt động sản xuất này sẽ tiêu thụ một phần sản lượng đầu ra từ mảng đường. Thêm vào đó, công ty còn sở hữu nhà máy điện sinh khối An Khê, sử dụng bã mía sau quá trình sản xuất đường để sản xuất điện cho các nhà máy và kết nối với lưới điện quốc gia. Hiện nay, QNS đã củng cố vị thế mạnh mẽ trong thị trường sữa đậu nành có thương hiệu với thị phần 87%. Thêm vào đó, QNS cũng là công ty sản xuất đường lớn thứ hai cả nước.

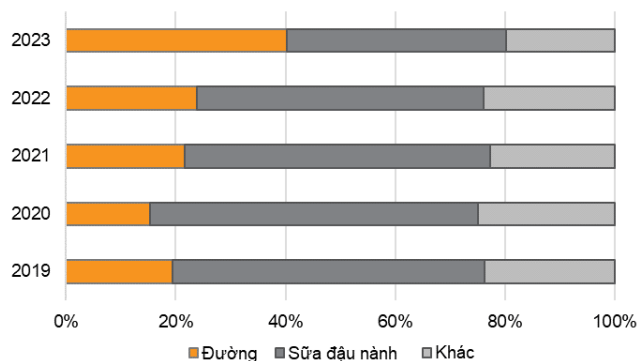
Hình 1: Chuỗi giá trị của QNS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

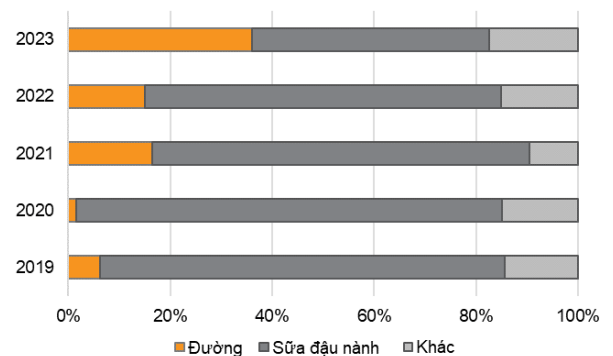
Mảng đường đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu năm 2023 với 40,3%, theo sau là mảng sữa đậu nành (39,9%) và mảng khác (19,8%). Tuy nhiên, mảng sữa đậu nành đóng góp nhiều nhất vào lợi nhuận gộp (46,6%) với biên LN gộp là 39,1%, cao hơn so với biên LN gộp của mảng đường là 29,9%.

Hình 2: Tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu theo các mảng (đv: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Tỷ trọng đóng góp vào LN gộp theo các mảng (đv: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Một năm ngọt ngào với Đường Quảng Ngãi

Hình 4: Tổng quan KQKD Q4/23 và năm 2023

Tỷ đồng	Q4/23	svck	2023	svck	So với dự phóng cả năm
Doanh thu	2.274	17,0%	10.023	21,4%	99,5%
Đường	911	74,2%	4.038	104,7%	105,4%
Sữa đậu nành	896	-2,1%	4.003	-7,0%	95,8%
Khác	466	-7,9%	1.982	0,2%	96,3%
Lợi nhuận gộp	904	54,3%	3.357	36,5%	107,4%
Chi phí BH&QLDN	302	74,4%	1.198	8,9%	115,4%
Lợi nhuận tài chính	63	41,6%	202	88,0%	56,9%
Lợi nhuận trước thuế	735	47,5%	2.452	62,9%	105,3%
Lợi nhuận ròng	654	52,5%	2.189	70,2%	110,0%
Biên LN gộp	39,8%	9,6đ %	33,5%	3,7đ %	2,5đ %
Biên LN ròng	28,8%	6,7đ %	21,8%	6,3đ %	2,0đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu Q4/23: Một năm ấn tượng

QNS ghi nhận doanh thu Q4/23 tăng 17% svck lên 2.274 tỷ đồng, trong đó mảng đường đóng góp 40,1%, theo sau là mảng sữa đậu nành với 39,4% và các mảng khác với 20,5%.

Mảng đường tạo ấn tượng với DT tăng trưởng 74,2% svck trong Q4/23 lên 911 tỷ đồng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 40,1% svck và giá bán đường tăng 24,4% svck. Trong khi đó, DT mảng sữa đậu nành giảm nhẹ 2,1% svck chủ yếu do sản lượng bán giảm 1,6% svck. Trong năm 2023, tổng doanh thu tăng 21,4% svck, đạt 10.023 tỷ đồng, hoàn thành 99,5% dự phóng cả năm.

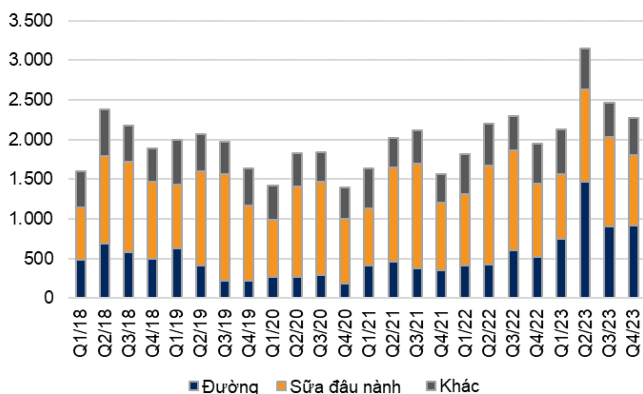
Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh

Trong Q4/23, biên LN gộp tăng mạnh 9,6 điểm % svck lên 39,8%, nhờ giá bán đường tăng 24,4% svck trong khi giá bán sữa đậu nành đi ngang. Chúng tôi cho rằng, giá đường tăng cao trong Q4/23 nhờ 1) xu hướng giá đường thế giới tăng và 2) thuế chống bán phá giá có tác động rõ rệt hơn lên đường nhập lậu. Do đó, biên LN gộp tăng 3,7 điểm % svck trong năm 2023, kéo theo LN gộp tăng 36,5% svck lên 3.357 tỷ đồng.

Lợi nhuận ròng Q4/23 vượt kỳ vọng của chúng tôi

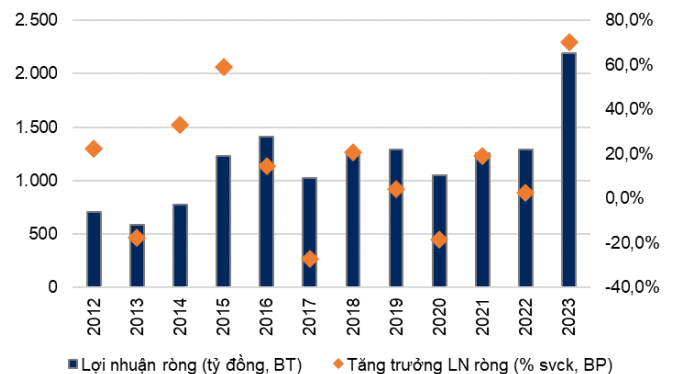
Trong Q4/23, chi phí lãi vay tăng 16,2% svck, được bù đắp bởi thu nhập lãi tăng 36% svck. Trong khi đó, chi phí quản lý DN tăng 6,1 lần trong Q4/23 so với Q4/22. Do đó, QNS ghi nhận LN ròng tăng mạnh 52,5% svck lên 654 tỷ đồng trong Q4/23. Trong 2023, công ty ghi nhận LN ròng tăng trưởng mạnh 70,2% svck lên 2.189 tỷ đồng, hoàn thành 110% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Hình 5: DT của QNS tăng 17% svck trong Q4/23 (đv: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: LN ròng 2023 của QNS đạt mức cao nhất kể từ khi niêm yết



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng giai đoạn 2024-25

Thay đổi dự phóng 24-25

Hình 7: Điều chỉnh dự phóng năm 2024-25

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	Cũ		Mới				Chú thích
		2024	2025	2024	% svck	2025	% svck	
Doanh thu thuần	10.023	10.954	11.352	10.467	4,4%	10.683	2,1%	
Đường	4.037	4.299	4.454	4.086	1,2%	4.118	0,8%	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu mảng đường xuống 5,0%/7,5% so với dự phóng trước đó trong 2024-25 do giá đường thế giới thấp hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng tới diễn biến giá đường thế giới trong từ nửa cuối năm 2024.
Sữa đậu nành	4.002	4.490	4.679	4.316	7,8%	4.447	3,0%	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu mảng sữa đậu nành xuống 3,9%/4,9% so với dự phóng trước đó nhằm phù hợp với số liệu trong năm 2023.
Khác	1.982	2.165	2.219	2.065	4,2%	2.117	2,5%	
Lợi nhuận gộp	3.357	3.471	3.641	3.483	3,8%	3.548	1,9%	
Biên LN gộp	33,5%	31,7%	32,1%	33,3%	-0,2đ %	33,2%	-0,1đ %	
Chi phí BH và QLDN	1.198	1.129	1.170	1.242	3,7%	1.321	6,4%	
% chi phí BH và QLDN/DT	12,0%	-10,3%	-10,3%	11,9%	-0,1đ %	12,4%	0,5đ %	
EBIT	2.159	2.188	2.255	2.241	3,8%	2.226	-0,6%	
Biên EBIT	21,5%	20,0%	19,9%	21,4%	-0,1đ %	20,8%	-0,6đ %	
Chi phí tài chính	139	90	93	139	-0,3%	144	3,9%	
Chi phí lãi vay	136	87	91	137	0,7%	143	3,9%	Trong 2023, chi phí lãi vay cao hơn 65% so với dự phóng của chúng tôi do nợ ngắn hạn cao hơn 9% và lãi suất cho vay cao hơn 1,3 điểm %. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí lãi vay trong 2024-25 lần lượt lên 57,8%/56,8%.
Lợi nhuận ròng	2.189	2.108	2.184	2.117	-3,3%	2.120	0,1%	
Biên LN ròng	21,8%	19,2%	19,2%	20,2%	-1,6đ %	19,8%	-0,4đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng ngành đường

Giá đường thế giới có thể giảm nhẹ trong năm 2024

Trong báo cáo mới công bố về thị trường đường thế giới, Tổ chức Đường Quốc tế (ISO) đã hạ dự báo thâm hụt cung đường toàn cầu xuống 0,33 triệu tấn đường (từ mức 2,1 triệu tấn đường trong báo cáo trước đó). Điều này chủ yếu là do kỳ vọng sản lượng đường ở Brazil tăng 15% svck sẽ bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng đường ở Ấn Độ và Thái Lan.

Theo quan điểm của chúng tôi, giá đường thế giới tăng mạnh trong năm 2023 chủ yếu do lo ngại thời tiết khô hạn bất thường ảnh hưởng đến nguồn cung đường. Do đó, chúng tôi cho rằng triển vọng nguồn cung cải thiện vào năm 2024 sẽ hạn chế đà tăng của giá đường thế giới. Theo World Bank, giá đường thế giới dự kiến giảm 5,7% svck trong niên vụ 2023/24. Sau đó, giá đường có thể tiếp tục giảm đáng kể hơn trong niên vụ 2024/25 (từ nửa cuối năm 2024 đến nửa đầu năm 2025) nhờ nguồn cung từ Ấn Độ và Thái Lan phục hồi khi hiện tượng thời tiết El Nino dự kiến sẽ kết thúc vào T4/24.

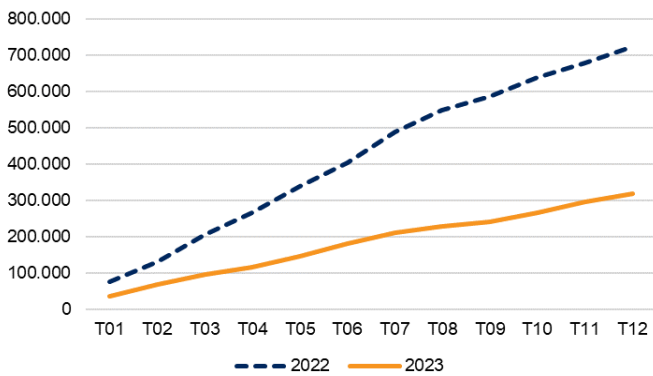
Tuy nhiên, giá đường trong nước sẽ vẫn ở mức cao trong ngắn hạn

Chúng tôi kỳ vọng giá đường nội địa sẽ ổn định trong nửa đầu năm 2024 nhờ 1) đa số các DN đường nội địa không còn nhiều hàng tồn kho do hầu hết sản lượng đường từ niên vụ 2022/23 đã được tiêu thụ và các nhà máy đường bắt đầu mùa vụ ép mía trong Q1/24 và 2) sản lượng đường tiêu thụ trong nước dự kiến tăng 3,7% svck trong niên vụ 2023/24, theo USDA.

Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng giá đường trong nước sẽ điều chỉnh giảm theo giá đường thế giới nhưng vẫn cao hơn so với mức giá trung bình trong 2019-21

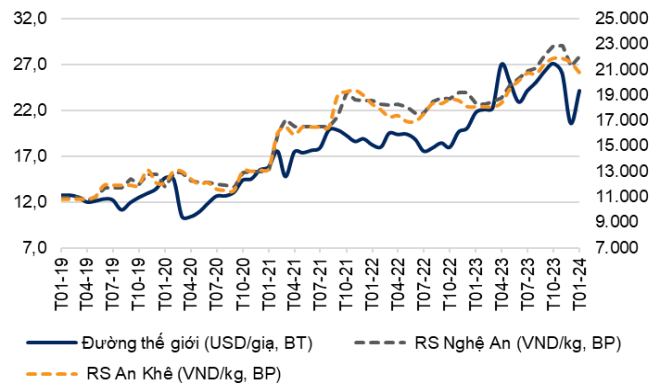
là 13.779 đồng/kg nhờ thuế chống bán phá giá đối với đường nhập khẩu có nguồn gốc Thái Lan.

Hình 8: Sản lượng đường tinh luyện nhập khẩu vào Việt Nam giảm đáng kể trong năm 2023 (đv: tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, AGROMONITOR

Hình 9: Giá đường thế giới và nội địa từ T1/19 đến T1/24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, AGROMONITOR

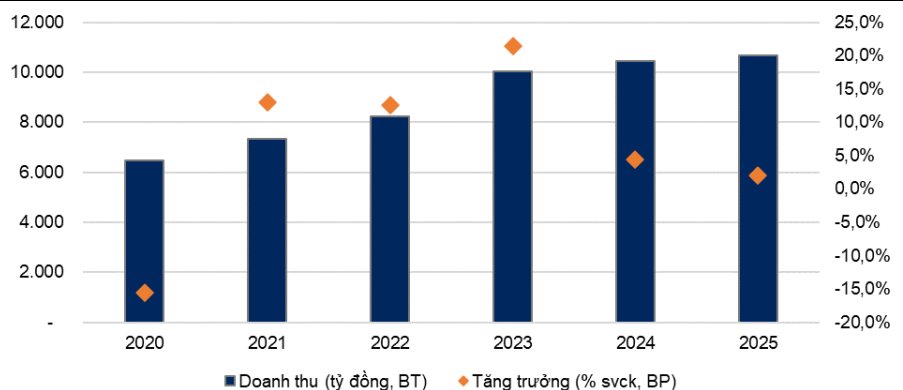
Lợi nhuận đi ngang sau mức đỉnh năm 2023

Doanh thu năm 2024 tăng trưởng nhẹ nhờ mảng sữa đậu nành

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sữa đậu nành sẽ cải thiện 6,8% svck sau khi giảm 9,6% svck trong năm 2023 nhờ tiêu dùng trong nước phục hồi. Bên cạnh đó, công ty có kế hoạch tung ra thị trường sản phẩm sữa đậu nành mới hướng tới phân khúc khách hàng thành thị. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình của sữa đậu nành sẽ tăng 1,0% svck trong năm 2024 nhờ các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp mới có giá bán cao hơn.

Chúng tôi kỳ vọng DT mảng sữa đậu nành của QNS tăng 7,8% svck trong năm 2024. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng DT mảng đường tăng nhẹ 1,2% svck chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 3% svck bù đắp cho mức giảm 2% svck của giá bán trung bình. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu QNS tăng 4,4% svck trong năm 2024. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu tăng nhẹ 2,1% svck nhờ DT mảng sữa đậu nành tăng 3,0% và DT mảng đường tăng 0,8% svck.

Hình 10: Chúng tôi kỳ vọng DT của QNS tăng 4,4% svck trong năm 2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

KQKD tháng 1 khả quan nhờ yếu tố mùa vụ

Theo ban lãnh đạo, QNS ghi nhận doanh thu tăng trưởng mạnh 83% svck lên 1.047 tỷ đồng (42,4tr USD) vào T1/24 khi các nhà phân phối bắt đầu tích trữ hàng để chuẩn bị cho dịp Tết vào đầu tháng 2. Tết Nguyên đán đến muộn hơn vào năm 2024 so với năm 2023. Trong đó, mảng đường và sữa đậu nành có doanh thu tăng mạnh 186% svck/21% svck nhờ sản lượng tăng lần lượt 150%/20% svck. Do đó, LNTT của QNS tăng 190% svck lên 230 tỷ đồng (9,3tr USD) vào T1/2024.

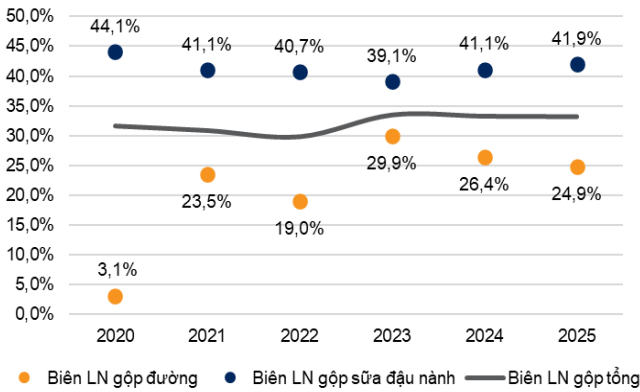
Lợi nhuận năm 2024-25 đi ngang sau mức đỉnh năm 2023

Chúng tôi kì vọng biên LN gộp của QNS thu hẹp lần lượt 0,2 điểm %/0,1 điểm % svck trong 2024-25 nhờ:

- Biên LN gộp mảng sữa đậu nành cải thiện 2,1 điểm %/0,8 điểm % svck nhờ giá đậu tương đầu vào giảm. Trong nửa cuối năm 2023, QNS đã chốt 70% sản lượng đậu nành đầu vào cho năm 2024 với mức giá thấp hơn khoảng 8% svck.
- Trong khi đó, biên LN gộp mảng đường giảm 3,5 điểm %/1,5 điểm % svck trong năm 2024-25 do giá đường trong nước có xu hướng điều chỉnh giảm theo giá đường thế giới từ nửa cuối năm 2024, theo quan điểm của chúng tôi.

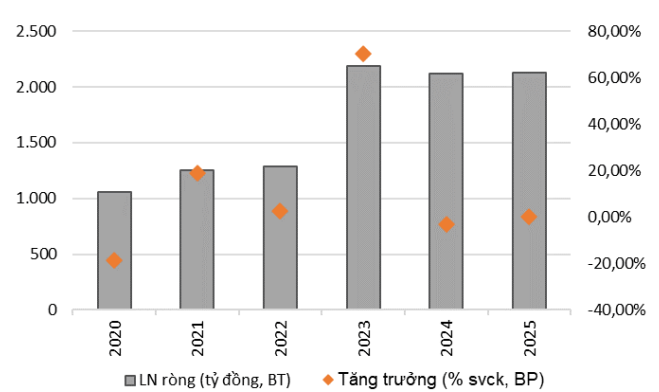
Do đó, chúng tôi dự phóng LN ròng giảm 3,3% svck trong năm 2024 và đi ngang trong năm 2025 (+0,1% svck) nhưng vẫn cao hơn 65,0%/65,3% so với mức 1.287 tỷ đồng trong năm 2022.

Hình 11: Chúng tôi kì vọng biên LN gộp của QNS giảm nhẹ trong năm 2024-25 (đv: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: LN ròng của QNS trong năm 2024-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu thấp hơn 62.400đ/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa 2 phương pháp định giá DCF và SOTP với tỷ trọng bằng nhau. Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 4,1%, nguyên nhân chủ yếu do:

- Phương pháp DCF: Chúng tôi chuyển năm cơ sở mô hình dự phóng DCF sang năm 2024 với dự phóng EPS thấp hơn và giảm WACC từ 10,3% xuống 9,9% do chúng tôi hạ lãi suất phi rủi ro từ 9,6% xuống 9,0%.
- Phương pháp SOTP: Chúng tôi hạ P/E mục tiêu cho mảng đường từ 6,0x xuống 5,0x do P/E trượt 12T của các DN cùng ngành giảm 18,5% so với báo cáo trước đó.

Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) giá đường nội địa cao hơn dự kiến 2) nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành cao hơn dự kiến

Rủi ro giảm giá bao gồm 1) nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành thấp hơn dự kiến, 2) giá đường trong nước thấp hơn dự kiến và 3) giá đậu nành toàn cầu cao hơn dự kiến.

Hình 13: Tổng hợp định giá (đơn vị: VNĐ)

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	66.255	50%	33.128
Định giá thành phần (P/E)	58.456	50%	29.228
Giá mục tiêu (Làm tròn)			62.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Chiết khấu dòng tiền FCFF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	11.248
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	8.358
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	19.606
Nợ ròng (tỷ đồng)	4.043
Giá trị vốn (tỷ đồng)	23.649
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	357
Giá trị vốn/CP (đồng)	66.255

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Giá định FCFF

WACC	9,9%
Chi phí vốn	10,4%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí vốn	10,4%
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Phần bù rủi ro thị trường	9,0%
Lợi nhuận thị trường kỳ vọng	11,7%
Beta	0,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá DCF – FCFF (đv: tỷ đồng)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	2.241	2.226	1.984	1.804	1.742	1.827	1.926	2.022	2.134
Khấu hao	439	465	491	519	546	573	601	629	658
Đầu tư tài sản cố định	(269)	(305)	(345)	(407)	(455)	(508)	(566)	(630)	(701)
Thay đổi vốn lưu động	(138)	(130)	(172)	(179)	(211)	(250)	(276)	(294)	(323)
Dòng tiền tự do	2.273	2.255	1.958	1.737	1.622	1.642	1.686	1.727	1.768
Chi phí thuế	(308)	(309)	(279)	(257)	(249)	(261)	(275)	(289)	(305)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	1.965	1.947	1.679	1.481	1.373	1.380	1.410	1.439	1.463
Giá trị năm cuối mô hình									19.556
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.788	1.612	1.265	1.015	856	783	728	676	625

Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình

8.358

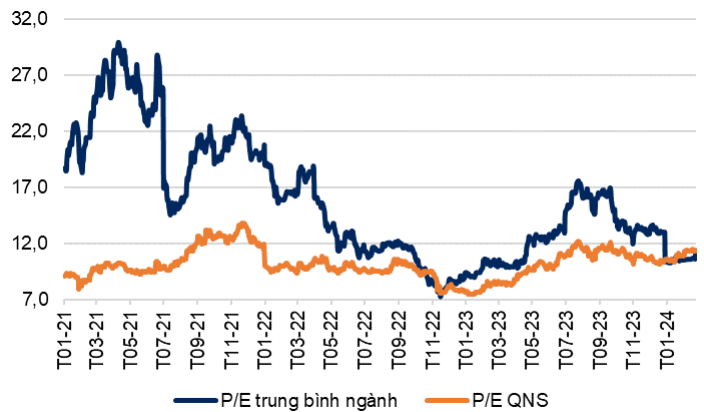
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: Định giá SOTP dựa trên P/E mục tiêu

Màng kinh doanh	P/E mục tiêu	Tỷ trọng đóng góp vào LNST	LNST (tỷ đồng)	Giá trị vốn
Sữa đậu nành	14x	56,8%	1.202	16.286
Đường	5x	27,3%	578	2.889
Khác	5x	16,0%	338	1.691
Tổng giá trị vốn				20.865
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				357
Giá mục tiêu (đồng/cp)				58.456

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: P/E của QNS so với trung bình các DN sx đường từ T1/21 đến T1/24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: So sánh các DN cùng ngành (dữ liệu ngành 23/02/2024)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa Triệu USD	Doanh thu trượt 12T US\$m	svck %	LN ròng trượt 12T Triệu USD	svck %	D/E x	ROE %	P/E trượt 12T x	P/B x
Nhà sản xuất đường										
Công ty cổ phần Thành Thành Công - Biên Hòa	Việt Nam	403	1.053	21,8	22	-25,5	126,3	4,6	19,0	1,0
Công ty cổ phần Mía đường Sơn La	Việt Nam	60	66	29,0	21	69,2	6,7	50,6	2,8	1,2
Công ty cổ phần Đường Kon Tum	Việt Nam	9	21	97,4	1	287,9	111,7	19,1	6,6	1,1
Trung vị			66	29,0	21	69,2	111,7	19,1	6,6	1,1
Trung bình			380	49,4	15	110,5	81,6	24,8	9,5	1,1
Nhà sản xuất sữa										
Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam	Việt Nam	6.057	2.454	0,7	361	4,2	24,1	25,8	16,9	4,7
Công ty cổ phần Sữa Quốc tế	Việt Nam	623	271	9,3	36	10,3	43,8	51,8	17,2	8,2
Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội	Việt Nam	17	28	44,3	2	9,3	115,7	25,6	10,1	1,1
Trung vị			271	9,3	36	9,3	43,8	25,8	16,9	4,7
Trung bình			918	18,1	133	7,9	61,2	34,4	14,7	4,7
Trung bình ngành sữa và đường			702,5	30,6	85,8	49,0	69,3	30,5	12,6	3,2
Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi	Việt Nam	698	407	21,4	89	70,2	25,4	17,5	7,8	1,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

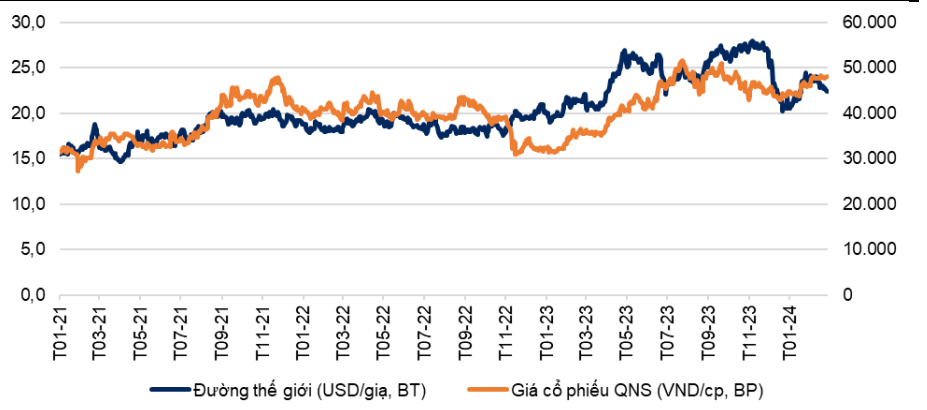
Hình 20: Bảng phân tích độ nhạy

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%	10,7%	11,0%	11,3%	
0,1%	63.800	63.100	62.400	61.800	61.200	60.600	60.000	
0,4%	64.000	63.300	62.600	61.900	61.300	60.700	60.200	
0,7%	64.300	63.500	62.800	62.100	61.500	60.900	60.300	
1,0%	64.500	63.800	63.000	62.400	61.700	61.100	60.500	
1,3%	64.800	64.000	63.300	62.600	61.900	61.300	60.700	
1,6%	65.200	64.300	63.600	62.800	62.100	61.500	60.800	
1,9%	65.500	64.600	63.800	63.100	62.300	61.700	61.000	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

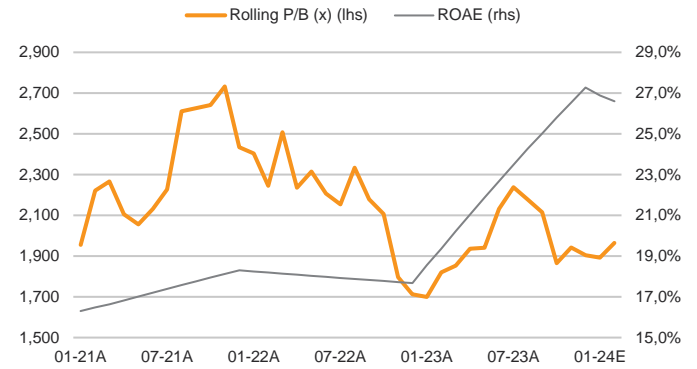
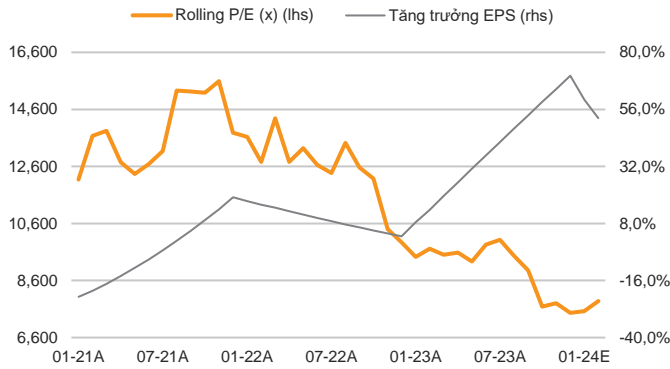
Chúng tôi nhận thấy diễn biến giá cổ phiếu QNS có xu hướng tương quan với xu hướng giá đường thế giới. Vì vậy, biến động giá đường thế giới không chỉ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của QNS mà còn có thể ảnh hưởng đến diễn biến giá cổ phiếu. Dựa trên giả định giá đường thế giới vẫn có xu hướng giao dịch quanh vùng đỉnh trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu QNS vẫn sẽ được hỗ trợ trong ngắn hạn

Hình 21: Giá cổ phiếu QNS với giá đường thế giới từ 2019 đến T10/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	10.023	10.467	10.683
Giá vốn hàng bán	(6.666)	(6.984)	(7.135)
Chi phí quản lý DN	(392)	(314)	(320)
Chi phí bán hàng	(806)	(928)	(1.001)
LN hoạt động thuần	2.159	2.241	2.226
EBITDA thuần	1.714	1.801	1.761
Chi phí khấu hao	445	439	465
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.159	2.241	2.226
Thu nhập lãi	311	184	204
Chi phí tài chính	(139)	(139)	(144)
Thu nhập ròng khác	121	139	142
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	2.452	2.425	2.429
Thuế	(262)	(308)	(309)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	2.189	2.117	2.120
Thu nhập trên vốn	2.189	2.117	2.120
Cổ tức phổ thông	(1.055)	(1.071)	(1.058)
LN giữ lại	1.135	1.046	1.062

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	289	315	356
Đầu tư ngắn hạn	6.165	6.962	7.639
Các khoản phải thu ngắn hạn	663	797	921
Hàng tồn kho	963	1.005	1.031
Các tài sản ngắn hạn khác	19	169	376
Tổng tài sản ngắn hạn	8.100	9.248	10.324
Tài sản cố định	3.720	3.592	3.432
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	240	419	641
Tổng tài sản	12.059	13.259	14.396
Vay & nợ ngắn hạn	2.411	2.518	2.570
Phải trả người bán	456	476	486
Nợ ngắn hạn khác	414	432	441
Tổng nợ ngắn hạn	3.282	3.427	3.498
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	191	199	203
Vốn điều lệ và	3.569	3.569	3.569
LN giữ lại	4.784	5.830	6.892
Vốn chủ sở hữu	8.587	9.633	10.695
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	12.059	13.259	14.396

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	2.452	2.425	2.429
Khấu hao	445	439	465
Thuế đã nộp	(246)	(308)	(309)
Các khoản điều chỉnh khác	(21)	(185)	(203)
Thay đổi VLD	(222)	(138)	(130)
LC tiền thuần HKĐK	2.408	2.234	2.252
Đầu tư TSCĐ	(220)	(269)	(305)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(1.869)	(797)	(678)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	306	(179)	(222)
LC tiền từ HĐĐT	(1.782)	(1.245)	(1.205)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	515	107	52
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.055)	(1.071)	(1.058)
LC tiền thuần HĐTC	(539)	(964)	(1.006)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	203	289	315
LC tiền thuần trong năm	87	26	41
Tiền & tương đương tiền cuối kì	290	315	356

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	21,8%	20,2%	19,8%
Vòng quay TS	0,90	0,83	0,77
ROAA	19,6%	16,7%	15,3%
Đòn bẩy tài chính	1,39	1,39	1,36
ROAE	27,3%	23,2%	20,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	9,1	12,8	16,4
Số ngày nắm giữ HTK	52,7	52,7	52,8
Số ngày phải trả tiền bán	25,0	25,0	24,9
Vòng quay TSCĐ	2,61	2,86	3,04
ROIC	19,9%	17,4%	16,0%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,5	2,7	3,0
Khả năng thanh toán nhanh	2,2	2,4	2,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	2,0	2,1	2,3
Vòng quay tiền	36,8	40,5	44,3
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	21,4%	4,4%	2,1%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	58,9%	3,8%	(0,6%)
Tăng trưởng LN ròng	70,2%	(3,3%)	0,1%
Tăng trưởng EPS	70,2%	(3,3%)	0,1%

Nguồn: VND RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: hien.hathu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>