



# Phân tích QNS – MUA

Ngày 14/12/2016

---

## Lương Thị Kim Chi

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 327

[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

## Nguyễn Trí Cường

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 218

[cuongnt@acbs.com.vn](mailto:cuongnt@acbs.com.vn)

## Báo cáo phân tích

Khuyến nghị

**MUA**

OTC: QUASUCO

Hàng tiêu dùng

Giá mục tiêu (VND) 108.002

Giá niêm yết (VND) 80.000

Tỷ lệ tăng giá 35.0%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 3,8%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 38.8%

### Cơ cấu sở hữu

Ô. Võ Thành Đàng (CEO & Chrm) 4,59%

Vinacapital 4,07%

### Thông kê 12-12-16

Mã Bloomberg n/a

Thấp/Cao 52 tuần (VND) n/a

SL lưu hành (triệu cp) (sau cp quỹ) 157,9

Vốn hóa (tỷ đồng) n/a

Vốn hóa (triệu USD) n/a

Room khối ngoại còn lại (%) 45

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) n/a

KLGD TB 3 tháng (cp) n/a

VND/USD 22.660

Index: VNIndex / HNX 659,7/78,8

## CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (QNS)

QNS hoạt động trong lĩnh vực sản xuất sữa đậu nành (SDN), đường (RS), bánh kẹo, nước khoáng, bia, mạch nha và các hoạt động khác. Công ty sẽ niêm yết trên sàn Upcom vào ngày 20/12/2016 tới đây với giá niêm yết 80k/cổ phiếu.

Sữa đậu nành và đường là hai sản phẩm chiến lược, lần lượt đóng góp 43%/57% và 27%/15% tổng doanh thu/LNTT của công ty (năm 2015, bao gồm giao dịch nội bộ), các sản phẩm còn lại chủ yếu phục vụ thị trường địa phương và chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ. Với thị phần 84%, QNS đang thống trị thị trường sữa đậu nành đóng hộp của Việt Nam và thị trường này chỉ mới là 1/2 tổng thị trường sữa đậu nành. Khả năng mở rộng sang phần còn lại của thị trường sẽ là động lực tăng trưởng cho công ty, mặc dù đây có thể không phải là câu chuyện ngắn hạn.

Công ty hiện đang vận hành nhiều nhà máy (NM) vốn đã có từ lâu trước cổ phần hóa (2006), bao gồm 2 NM sữa đậu nành (đang chạy 80% công suất thiết kế), 2 NM đường, 1 NM bia (70% công suất), 1 NM nước khoáng (75% công suất), 1 NM bánh kẹo và một số đơn vị khác. QNS cũng vừa hoàn tất xây dựng 1 NM sữa đậu nành mới và 1 NM điện sinh khối song song với việc nâng cấp công suất nhà máy đường An Khê (nhà máy đường lớn nhất của QNS) lên 18.000 TMN (tấn/ngày) từ mức 10.000 TMN trước đây.

Trong năm 2016, tăng trưởng của mảng sữa đậu nành chững lại cộng với kết quả kém tích cực của sản phẩm đường có thể không đem lại cho công ty một năm thành công như những năm trước – CAGR của LNTT đạt 39% trong giai đoạn 2010-2015. Tuy nhiên, với kỳ vọng rằng mảng sữa đậu nành vẫn sẽ là đầu tàu tăng trưởng, chúng tôi dự phóng công ty sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng khả quan trở lại trong năm 2017, đạt 8.224 tỷ đồng doanh thu thuần và 1.362 tỷ đồng LNTT, tương ứng tăng 16,2% và 11,3% so với cùng kỳ.

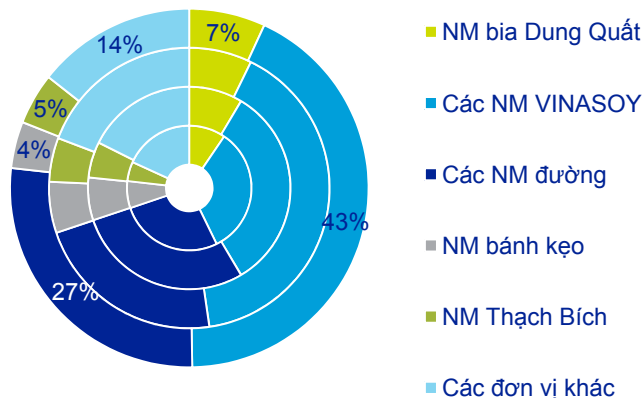
Các chỉ số tài chính khá ấn tượng với ROE 36-56% trong ba năm gần đây, tỷ lệ nợ ròng/EBITDA chỉ 0,1-0,4x trong 2013-2014 và -0,3x trong năm 2015, lãi suất vay thấp nhờ ưu đãi do cổ phần hóa. Tuy nhiên, công ty hiện đang nắm 29,6 triệu cp quỹ. Sử dụng phương pháp định giá PE, chúng tôi định giá cổ phiếu này tại 108k đ/cổ phiếu, tương đương với tổng tỷ suất lợi nhuận là 38,8% so với giá niêm yết. MUA.

	2013	2014	2015	2016F	2017F
DT thuần (tỷ đồng)	5.544	6.249	7.785	7.076	8.224
Tăng trưởng (%)	14,7%	12,7%	24,6%	-9,1%	16,2%
EBITDA (tỷ đồng)	973	1.266	1.683	1.598	1.826
Biên EBITDA (%)	17,6%	20,3%	21,6%	22,6%	22,2%
LN ròng (tỷ đồng)	583	774	1.230	1.105	1.230
Tăng trưởng LN (%)	-17,7%	32,9%	58,9%	-10,2%	11,3%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	5.949	6.589	10.317	6.931	7.714
Tăng trưởng (%)	-47,8%	10,8%	56,6%	-32,8%	11,3%
ROE (%)	36,2%	44,8%	56,7%	43,2%	50,8%
ROA (%)	16,6%	19,5%	27,0%	20,2%	22,9%
ROIC (%)	33,2%	39,3%	61,3%	44,9%	51,9%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,4	0,1	-0,3	0,1	-0,2
EV/EBITDA (x)	14,9	11,5	8,6	9,1	8,0
PE (lần)	25,2	18,9	10,1	11,5	10,4
PBR (times)	4,5	5,4	3,6	5,0	5,4
Cổ tức (đồng)	3.000	3.000	3.000	2.000	3.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3,8%	3,8%	3,8%	2,5%	3,8%

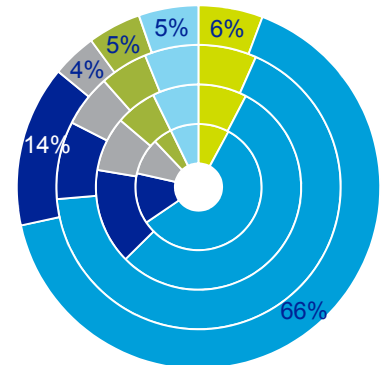
### Không chỉ có đường

Đường chắc chắn là một sản phẩm quan trọng của một công ty đường. Nhưng sản phẩm quan trọng nhất làm nên tên tuổi và triển vọng của QNS là sữa đậu nành, với hai thương hiệu quen thuộc là Vinasoy và Fami. Cùng với đường, đây sẽ là động lực tăng trưởng cho công ty trong những năm tới. Bia (Dung Quất) và nước khoáng (Thạch Bích) cũng là những sản phẩm có thương hiệu nhưng đóng góp vẫn còn khiêm tốn.

#### Doanh thu theo đơn vị sx

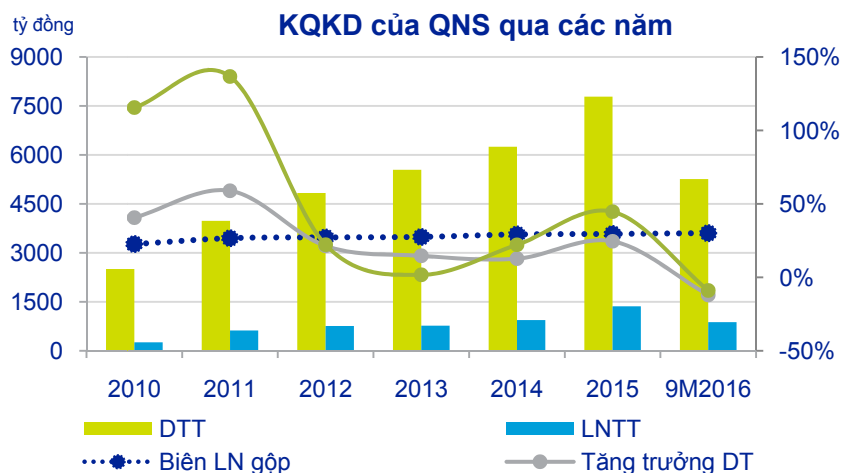


#### LN gộp theo đơn vị sx



Từ trong ra ngoài: 2012-2015. Bao gồm doanh thu nội bộ

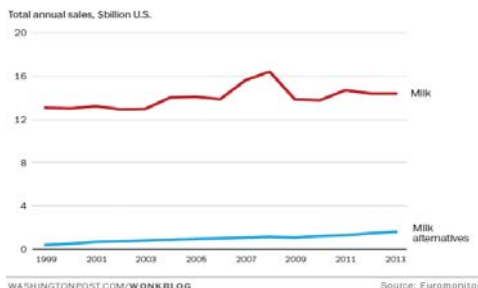
Nhờ đóng góp ngày càng lớn của sản phẩm sữa đậu nành, QNS ghi nhận tốc độ tăng trưởng CAGR cho LNTT là 39% trong giai đoạn 2010-2015 – bao gồm cả mức tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2013 – với biên LN gộp mở rộng, bất kể những biến động của ngành đường. Doanh thu thuần (sau khi đã trừ các khoản giảm trừ và doanh thu nội bộ) và lợi nhuận trước thuế năm 2015 đạt 7.785 tỷ đồng và 1.362 tỷ đồng, tương ứng tăng 24,6% và 44,7% n/n. Tuy nhiên, kết quả năm 2016 có thể chứng lại do doanh thu thuần và LNTT 9T2016 giảm tương ứng 12% và 9% n/n, chủ yếu là do mảng sữa đậu nành không tăng trưởng trong khi doanh thu đường sụt giảm (thu nhập sau thuế không được để cập ở đây để tránh những thay đổi liên quan đến ưu đãi thuế của công ty).



### Sữa đậu nành – thống trị thị trường ngách

Tiếp sau các sản phẩm sữa động vật, các dạng sữa thay thế (ví dụ: sữa đậu nành, sữa hạnh nhân, v.v...) có lợi cho sức khỏe và dễ uống như một loại nước giải khát đang ngày

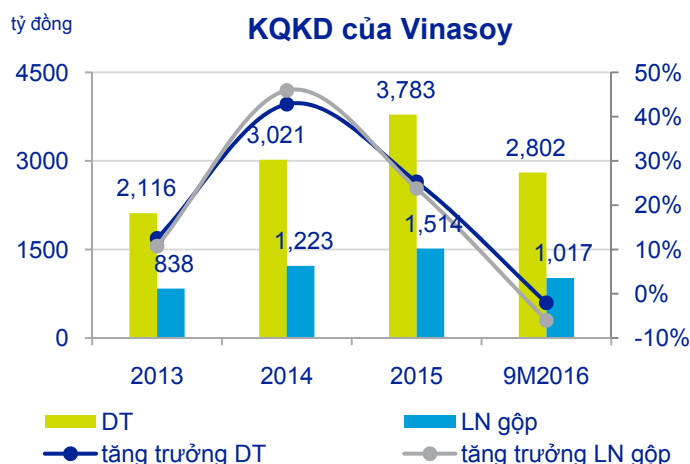
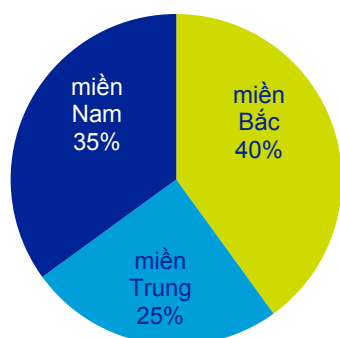
### Milk alternatives rise, but market share still small



càng trở nên thông dụng với người tiêu dùng thế giới, đặc biệt là người châu Á, thường khó dung nạp thành phần lactose hơn. Đây hoàn toàn có thể là những điều kiện thuận lợi cho việc phát triển các sản phẩm sữa thay thế tại Việt Nam, bởi tỷ lệ tiêu thụ sữa thấp, dân số đông và trẻ, nhận thức, nhu cầu và khả năng chi trả cho các sản phẩm dinh dưỡng và chăm sóc sức khỏe ngày càng tăng. Trong tương lai, chúng tôi cho rằng việc phát triển thêm các loại sữa thay thế khác từ hạt hạnh nhân, gạo, v.v... để nắm bắt xu hướng này cũng là một ý tưởng hấp dẫn.

Mặc dù đã có mặt trong danh mục sản phẩm của QNS từ khá lâu nhưng mười năm qua mới là giai đoạn tăng trưởng mạnh của sản phẩm này, trở thành trụ cột chính trong cơ cấu doanh thu, được biết đến rộng rãi và nhanh chóng chiếm lĩnh 84% thị trường sữa đậu nành đóng gói của Việt Nam trong năm 2015 (năm 2014: 82%), trong khi đây chỉ mới là 1/2 tổng thị trường sữa đậu nành. Sản phẩm sữa đậu nành của QNS hiện được phân phối thông qua các đại lý và siêu thị (nhưng tỷ lệ đóng góp của các siêu thị vẫn còn nhỏ và nên mở rộng hơn). Thị trường chính bao gồm miền Bắc (40% sản lượng), tiếp theo là miền Nam (35%) và miền Trung (25%). QNS cũng có định hướng xuất khẩu sang các nước gần.

### Sản lượng tiêu thụ SDN của QNS theo vùng



Với 2 nhà máy đang hoạt động tại Quảng Ngãi (Vinasoy Quảng Ngãi - Công suất thiết kế: 120tr lít/năm) và Bắc Ninh (Vinasoy Bắc Ninh - Công suất thiết kế: 180tr lít /năm), trong năm 2015, các nhà máy Vinasoy đạt 3.783 tỷ đồng doanh thu và 1.514 tỷ đồng lợi nhuận gộp, với 241,7tr lít sữa đậu nành, đóng góp tương ứng 43% và 66% vào kết quả chung của công ty. Công ty vừa hoàn tất xây dựng nhà máy mới tại Bình Dương (giai đoạn 1, công suất thiết kế: 90tr lít/năm) và dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong tháng 12/2016, nâng tổng công suất thiết kế cho sữa đậu nành lên 390 triệu lít/năm. Với hệ thống nhà máy có tại cả 3 miền có thể giúp công ty tiết giảm chi phí vận chuyển.

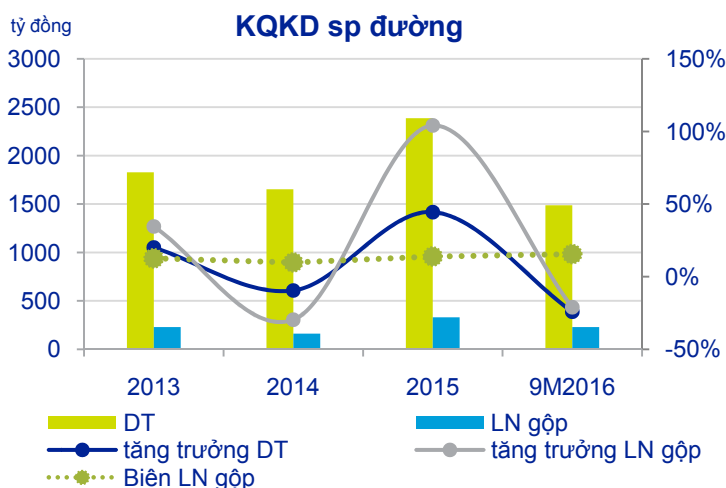
Các NM Vinasoy	Công suất thiết kế (triệu lít/năm)
Vinasoy Quảng Ngãi	120
Vinasoy Bắc Ninh	180
Vinasoy Bình Dương (GĐ 1)	90

Đậu nành nguyên liệu chiếm dưới 30% giá vốn hàng bán của công ty, phần lớn được mua từ nông dân tại các tỉnh Tây Nguyên (Đắk Lắk, Đắk Nông) và một phần nhỏ được nhập khẩu. Bao bì, chiếm khoảng 50% giá vốn, được nhập khẩu từ Tetra Pak. Sữa đậu nành là dòng sản phẩm sinh lợi nhất của QNS với biên lợi nhuận gộp khá ổn định 39-40% trong những năm qua.

Chúng tôi tin rằng QNS có thể mở rộng thị phần bằng cách tấn công vào thị trường sản phẩm đậu nành chưa có thương hiệu và phát triển sản phẩm cho nhiều đối tượng người tiêu dùng khác nhau. Tuy nhiên, với mức thị phần trên thị trường sản phẩm đóng hộp đã khá cao trong khi phần còn lại của thị trường hiện tại đang rất phổ biến những sản phẩm sữa đậu nành không thương hiệu hoặc tự làm bởi các hộ kinh doanh nhỏ lẻ, khả năng gia tăng thị phần khó có thể nhanh chóng như trước đây. Công ty cũng cần củng cố năng lực cạnh tranh của mình nhằm đảm bảo vị thế trước những đối thủ mới một khi thị trường mở rộng. Chúng tôi dự phóng các nhà máy Vinasoy có thể đạt 4.351 tỷ đồng doanh thu trong năm 2017, tăng 15% so với mức 3.783 tỷ đồng trong năm 2016.

### Đường – vẫn bắp bênh

Sản xuất đường - đường RS - là hoạt động lớn thứ hai của QNS, sau sữa đậu nành. Với 27% đóng góp vào tổng doanh thu, nhà máy đường An Khê và Phổ Phong, nằm ở tỉnh Gia Lai và Quảng Ngãi, đã sản xuất tổng cộng 157k tấn đường - tương đương với 11% khối lượng sản xuất cả nước - và tạo doanh thu 2.387 tỷ đồng (+44,4% n/n) trong năm 2015. Trong hai nhà máy, NM đường An Khê lớn hơn với công suất thiết kế vừa mới nâng cấp lên 18.000 TMN, gần gấp tám lần NM Phổ Phong. Lượng đường sản xuất tại NM Phổ Phong chủ yếu phục vụ sản xuất nội bộ (kẹo, sữa...) trong khi lượng đường sản xuất tại NM An Khê được bán sỉ, bán buôn thẳng cho khách hàng. Từ đây, các khách hàng của QNS sẽ riêng biệt đóng gói và bán lẻ ra thị trường.



Mía đầu vào được nhà máy mua bao tiêu từ các hộ nông dân trồng vùng Tây Nguyên và Trung bộ, với vùng diện tích trồng được Ban giám đốc (BGĐ) ước tính vào khoảng 20.000 đến 30.000 ha. Để trợ giúp nông nhân trồng mía, QNS có chính sách mua máy cày và phân bón để hỗ trợ, đổi lại chi phí mua mía của QNS sẽ được chiết khấu tương ứng. Biên LN gộp dao động trong khoảng 10-14%.

Trong 9T2016, dù giá đường có phục hồi sau nhiều năm giảm, doanh thu đường của QNS vẫn giảm 24% so với năm ngoái do thời tiết khô hạn gây thiếu nguồn mía nguyên liệu. Điều này cũng không quá ngạc nhiên bởi biến động của ngành đường đã diễn ra trong nhiều năm gần đây. Tuy nhiên, ban lãnh đạo công ty cho biết năng lực sản xuất mía năm 2017 được ước tính vào khoảng 1,7 triệu tấn (có khả năng tăng lên thành 3 triệu tấn vào mùa vụ 2018 bằng cơ giới hóa và cải tạo giống mía), tương đương 170 ngàn tấn đường thô sẽ được sản xuất, tăng ~29% n/n theo ước tính của chúng tôi. Nhờ có công nghệ sản xuất, độ cơ giới cao nên QNS duy trì được mức chữ đường tốt ở 10%.



Chúng tôi dự phóng mảng sản phẩm này có thể ghi nhận 2.238 tỷ đồng doanh thu trong năm 2017, tăng 22,6% so với 1.826 tỷ đồng trong năm 2016.

## NM nhiệt điện sinh khối An Khê

Nhà máy điện sinh khối (vốn đầu tư 2.000 tỷ đồng) đã hoàn thiện và sẽ đưa vào khai thác trong đầu 2017, với công suất thiết kế đạt 110 MW. Trong đó phần bã mía thu được sau quá trình ép sẽ được dùng làm nguyên liệu đốt của nhà máy, nên hoạt động sản xuất điện sẽ phụ thuộc khá nhiều vào hoạt động ép mía của nhà máy An Khê. Theo BGĐ, dưới 50% lượng điện sản xuất sẽ phục vụ cho hoạt động sản xuất nội bộ của QNS, phần còn lại sẽ được công ty bán cho nhà nước trong 1 năm tới, với mức giá 5,8 cent (và sẽ được ký mới hằng năm).

## Các sản phẩm khác

Được lấy từ mỏ nước khoáng ở huyện Trà Bồng, Quảng Ngãi, Thạch Bích là thương hiệu nước khoáng ngon và được tin cậy bên cạnh các tên tuổi như Vĩnh Hảo, Lavie, v.v. Các sản phẩm Thạch Bích chủ yếu được tiêu thụ tại miền Trung và Tây Nguyên. Mặc dù đây không phải là sản phẩm hàng đầu trong định hướng của QNS, nhưng triển vọng mở rộng sự hiện diện của nó trên thị trường nước khoáng phân mảnh hiện tại không phải là không thể, miễn là công ty có thể đầu tư thêm cho hoạt động thị trường và xây dựng thương hiệu. Nhà máy Thạch Bích đang hoạt động ở QN ở 80% công suất thiết kế và công ty đang nâng công suất thiết kế của nhà máy lên 150tr lít/năm từ mức hiện tại 100tr lít/năm, dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2017.

Dung Quất là một thương hiệu bia nổi tiếng ở Quảng Ngãi, bên cạnh các thương hiệu mạnh như Sabeco. Thị trường chính là Quảng Ngãi và chúng tôi cho rằng khả năng mở rộng đáng kể sang các khu vực khác có thể khó do cạnh tranh gay gắt trên thị trường bia hiện tại. Nhà máy bia Dung Quất đang chạy khoảng 70% trong công suất thiết kế 100tr lít/năm (so với 1,8 tỷ lít/năm của Sabeco).

## Định giá

Đối với năm 2017, chúng tôi dự báo QNS đạt doanh thu thuần 8.224 tỷ đồng và LNTT 1.362 tỷ đồng, tương ứng tăng 16,2% và 11,3% n/n. Sử dụng phương pháp định giá PE với PE mục tiêu 17x cho sữa đậu nành và PE mục tiêu 8x cho các hoạt động còn lại, chúng tôi định giá cổ phiếu tại 108k đ/cổ phiếu.

EPS 2017 của QNS (đồng)	7.714
EPS ước tính cho phân khúc sữa đậu nành (=2/3 tổng EPS) (1)	5.143
PE mục tiêu sữa đậu nành (2)	17,0
EPS ước tính cho các hoạt động khác (=1/3 tổng EPS) (3)	2.571
PE mục tiêu cho các hoạt động khác (4)	8,0
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp) (=1x2+3x4)</b>	<b>108.002</b>

<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ QNS</b>	<b>Giá niêm yết (đồng):</b>	<b>80.000</b>	<b>Giá mục tiêu (đồng):</b>	<b>108.002</b>	<b>Vốn hóa (tỷ đồng):</b>	<b>n/a</b>
<b>(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.544</b>	<b>6.249</b>	<b>7.785</b>	<b>7.076</b>	<b>8.224</b>	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>14,7%</i>	<i>12,7%</i>	<i>24,6%</i>	<i>-9,1%</i>	<i>16,2%</i>	
GVHB trừ khấu hao	3.801	4.099	5.140	4.471	5.224	
Chi phí bán hàng	650	686	736	810	941	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	122	205	229	209	242	
Doanh thu tài chính	11	14	18	18	18	
Chi phí tài chính	9	8	15	7	8	
<b>EBITDA</b>	<b>973</b>	<b>1.266</b>	<b>1.683</b>	<b>1.598</b>	<b>1.826</b>	
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>17,6%</i>	<i>20,3%</i>	<i>21,6%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,2%</i>	
Khấu hao	218	325	347	420	512	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>755</b>	<b>941</b>	<b>1.336</b>	<b>1.177</b>	<b>1.314</b>	
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>13,6%</i>	<i>15,1%</i>	<i>17,2%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,0%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	17	24	20	20	20	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	
Chi phí lãi vay ròng	2	24	(6)	(26)	(28)	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>1,3%</i>	<i>8,1%</i>	<i>3,4%</i>	<i>18,2%</i>	<i>30,3%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>403,1</i>	<i>40,0</i>	<i>-231,7</i>	<i>-45,4</i>	<i>-47,8</i>	
Thuế	188	167	132	118	131	
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>25,0%</i>	<i>18,2%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,8%</i>	
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>583</b>	<b>774</b>	<b>1.230</b>	<b>1.105</b>	<b>1.230</b>	
Tiền mặt đạt được	800	1.099	1.577	1.525	1.742	
Tổng Số lượng cổ phiếu	97.928.000	117.513.300	141.015.200	187.549.300	187.549.300	
<b>EPS (VND) (sau cp quỹ)</b>	<b>5.949</b>	<b>6.589</b>	<b>10.317</b>	<b>6.931</b>	<b>7.714</b>	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	<b>0,53</b>	<b>0,64</b>	<b>0,77</b>	1,00	1,00	
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>3.178</b>	<b>4.224</b>	<b>7.937</b>	<b>6.931</b>	<b>7.714</b>	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>-21,6%</i>	<i>32,9%</i>	<i>87,9%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>11,3%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2013	2014	2015	2016F	2017F
Thay đổi vốn lưu động	-167	-20	210	129	80
Capex	772	300	898	1.796	599
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	0	0	0	0	0
Các khoản mục dòng tiền khác	-311	502	1.339	920	920
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-116</b>	<b>1.321</b>	<b>1.807</b>	<b>520</b>	<b>1.983</b>
Phát hành cp	-205	-834	-834	-834	-834
Cổ tức đã trả	245	201	340	375	563
Thay đổi nợ ròng	566	-286	-633	689	-586
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>432</b>	<b>146</b>	<b>-487</b>	<b>202</b>	<b>-384</b>
<b>Vốn CSH</b>	<b>1.725</b>	<b>1.735</b>	<b>2.608</b>	<b>2.503</b>	<b>2.336</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	17.620	14.765	22.063	15.854	14.798
Nợ ròng / VCSH (%)	25,0%	8,4%	-18,7%	8,1%	-16,4%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,4	0,1	-0,3	0,1	-0,2
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4.012</b>	<b>3.945</b>	<b>5.172</b>	<b>5.757</b>	<b>5.004</b>

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2013	2014	2015	2016F	2017F
ROE (%)	36,2%	44,8%	56,7%	43,2%	50,8%
ROA (%)	16,6%	19,5%	27,0%	20,2%	22,9%
ROIC (%)	33,2%	39,3%	61,3%	44,9%	51,9%
WACC (%)	12,2%	14,3%	15,0%	15,0%	15,0%
EVA (%)	21,0%	24,9%	46,3%	30,0%	36,9%
PER (x)	25,2	18,9	10,1	11,5	10,4
EV/EBITDA (x)	14,9	11,5	8,6	9,1	8,0
EV/FCF (x)	-125,1	11,0	8,0	27,9	7,3
PBR (x)	4,5	5,4	4,3	6,0	6,4
PSR (x)	2,7	2,4	1,9	2,1	1,8
EV/sales (x)	2,6	2,3	1,9	2,1	1,8
PEG	1,1	0,6	0,7	4,2	1,8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3,8%	3,8%	3,8%	2,5%	3,8%



### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM  
Tel: (+84 8) 3823 4159  
Fax: (+84 8) 3823 5060

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3942 9395  
Fax: (+84 4) 3942 9407

### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Giám đốc Phân tích

##### Lê Nguyệt Ánh

(+84 8) 3823 4159(ext: 354)

[anhln@acbs.com.vn](mailto:anhln@acbs.com.vn)

#### Trưởng bộ phận – Phân tích Ngành

##### Nguyễn Phương Uyên

(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)

[uyennp@acbs.com.vn](mailto:uyennp@acbs.com.vn)

#### CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

##### Lương Thị Kim Chi

(+84 8) 3823 4159 (ext: 327)

[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

#### CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản

##### Trần Thị Hải Yến

(+84 8) 3823 4159 (ext: 326)

[yentran@acbs.com.vn](mailto:yentran@acbs.com.vn)

#### CVPT – Bất động sản

##### Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

#### NVPT – Dầu khí

##### Phan Việt Hưng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 354)

[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

##### Trần Nhật Trung

(+84 8) 3823 4159 (ext: 351)

[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

#### NVPT – Thép, Điện

##### Nguyễn Trí Cường

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

[cuongnt@acbs.com.vn](mailto:cuongnt@acbs.com.vn)

#### NVPT – Bất động sản, Nhựa, ETF

##### Vũ Quang Hưng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 323)

[hungvq@acbs.com.vn](mailto:hungvq@acbs.com.vn)

#### NVPT – Bất động sản

##### Cao Việt Hùng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

#### NVPT – Kinh tế vĩ mô

##### Trần Vi Phúc

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

[phuctv@acbs.com.vn](mailto:phuctv@acbs.com.vn)

### KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

##### Tyler Cheung

(+84 8) 54 043 070

[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên cao cấp PTKH

##### Đặng Mạnh Hùng

(+84 8) 3823 4798

[hungdm@acbs.com.vn](mailto:hungdm@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên cao cấp PTKH

##### Phan Hồng Diệp

(+84 8) 3823 4159(ext: 307)

[diepph@acbs.com.vn](mailto:diepph@acbs.com.vn)

#### Trưởng bộ phận

##### GDKHĐC

##### Huỳnh Thị Mỹ Hạnh

(+84 8) 5404 6632

[hanhhtm@acbs.com.vn](mailto:hanhhtm@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên GDKHĐC

##### Đinh Thị Thanh Ngọc

(+84 8) 5404 6626

[ngocdtt@acbs.com.vn](mailto:ngocdtt@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

##### Lê Thị An Nghĩa

(+84 8) 3823 4160 (ext: 311)

[ngghialta@acbs.com.vn](mailto:ngghialta@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**MUA:** nếu giá mục tiêu bằng hoặc cao hơn 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2016). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.