

CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (QNS - UPCOM)

Khuyến nghị: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (đồng/cp)	95,200.0
Giá mục tiêu (đồng/cp)	123,740.0
Tiềm năng tăng trưởng	30.0
KLCP niêm yết (triệu cp)	187.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	17,854.7
P/E Trailing (x)	13.0
P/B (x)	4.5
P/E VN-Index (x)	15.4

Nguồn: FiinPro, MSI

TỔNG QUÁT VỀ DOANH NGHIỆP

CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS - UPCOM) tiền thân là Công ty Đường Quảng Ngãi trực thuộc Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, được chuyển đổi thành mô hình công ty cổ phần vào năm 2005 và chính thức niêm yết giao dịch trên sàn UPCOM vào ngày 20/12/2016. Công ty đang sở hữu 17 nhà máy, xí nghiệp, trung tâm nghiên cứu nguyên liệu và sản phẩm, chi nhánh và công ty con. Là một doanh nghiệp hoạt động đa ngành nghề trong lĩnh vực thực phẩm và đồ uống, hiện danh mục sản phẩm của QNS đang khá đa dạng với hơn 60 loại sản phẩm thuộc 6 nhóm chính:

- Nhóm sữa đậu nành với 2 nhãn hiệu Vinasoy và Fami.
- Nhóm đường mía gồm đường kính trắng An Khê và Phổ Phong.
- Nhóm bia mang thương hiệu Dung Quất.
- Nhóm bánh kẹo Biscafun.
- Nhóm nước khoáng Thạch Bích.
- Nhóm các sản phẩm dịch vụ khác: cơ khí, xử lý nước...

Công ty luôn duy trì tốc độ tăng trưởng cao và ổn định qua thời gian dài hoạt động. Sau 10 năm cổ phần hóa, QNS với 2 thương hiệu Vinasoy và Fami đã vươn lên trở thành nhà sản xuất sữa đậu nành bao bì giấy lớn nhất Việt Nam và gia nhập Top 5 Công ty sản xuất sữa đậu nành lớn nhất thế giới. Các sản phẩm sữa đậu nành Vinasoy và Fami đều trải qua quy trình sản xuất hiện đại khép kín, hoàn toàn tự động từ khâu nhập nguyên liệu đến đóng gói thành phẩm, và được kiểm định chất lượng nghiêm ngặt. Với chất lượng được đảm bảo và chủng loại phong phú, phù hợp cho từng lứa tuổi và giới tính, cùng với công suất 390 triệu lít/năm, sản phẩm sữa đậu nành của Công ty liên tục dẫn đầu ngành hàng sữa đậu nành với thị phần nội địa đạt 84,2% trong năm 2015.

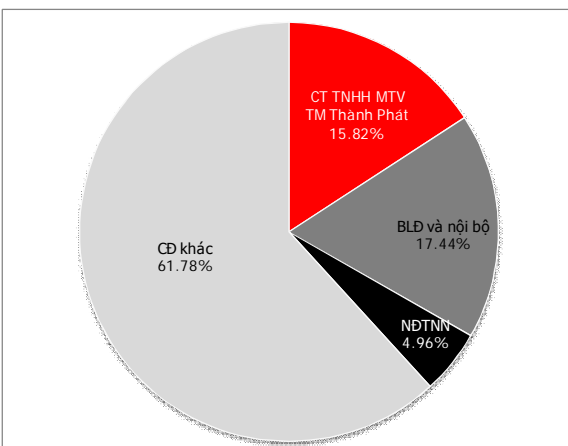
Niêm yết và giao dịch trên sàn UPCOM

Vào ngày 20/12/2016, 187.549.373 cổ phiếu QNS chính thức giao dịch trên sàn UPCOM với giá tham chiếu là 80.000 đồng/cp. Kết thúc phiên giao dịch đầu tiên, cổ phiếu QNS đã tăng mạnh 40%, chạm mức trần 112.000 đồng/cp. Tại mức giá này, giá trị vốn hóa của Công ty là 21.005,5 tỷ đồng.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Hiện Công ty con của QNS là Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát là cổ đông lớn nhất khi sở hữu 15,82% cổ phần của doanh nghiệp, tương ứng với 29.665.923 cổ phiếu, đây cũng là lượng cổ phiếu quỹ của QNS. Trong đó, số lượng cổ phiếu mà Công ty Thành Phát mua là 16.467.808 cổ phiếu, 13.198.115 cổ phiếu là số lượng cổ phiếu được chia từ cổ tức qua các năm. Ban Lãnh đạo và cổ đông nội bộ của Công ty giữ khoảng 17,44% cổ phần. NĐT nước ngoài đang nắm giữ 4,96% cổ phần doanh nghiệp. Lượng cổ phần 61,78% còn lại do các cổ đông khác sở hữu.

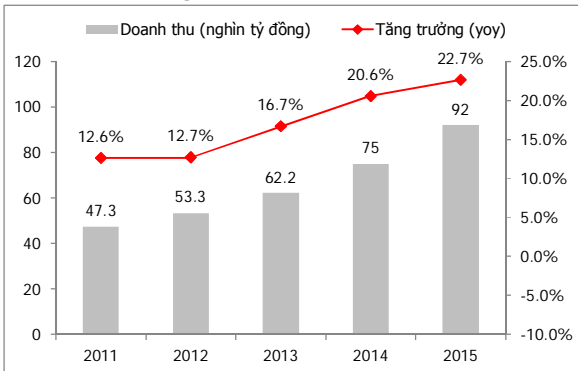
Cơ cấu cổ đông (cập nhật tháng 12/2016)



Nguồn: BCQT của QNS, MSI

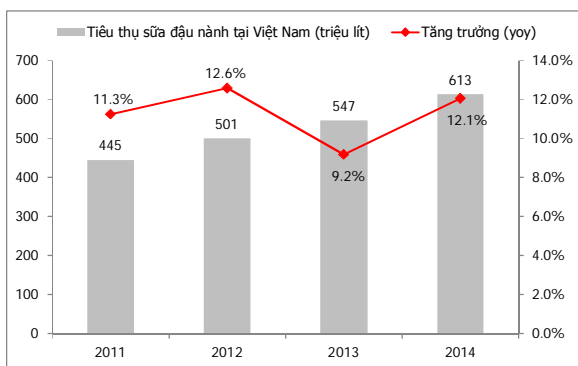
TỔNG QUAN VỀ NGÀNH THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG

Doanh thu ngành sữa 2011 - 2015



Nguồn: MSI tổng hợp

Tiêu thụ sữa đậu nành tại VN 2011 - 2014



Nguồn: MSI tổng hợp

Ngành Sữa

Ngành sữa là một trong những ngành có tính ổn định cao, ít chịu tác động bởi chu kỳ kinh tế bởi sữa là thực phẩm quan trọng và thiết yếu. Thị trường sữa Việt Nam đang phát triển nhanh chóng trong các năm gần đây với tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành là 17%/năm trong giai đoạn 2011 - 2015. Theo thống kê trong năm 2015, ngành sữa Việt Nam ghi nhận sản lượng sản xuất sữa tươi là 1.103,8 triệu lít (+16,5% yoy) và 97,3 nghìn tấn sữa bột (+19,5% yoy), đây là mức cao nhất từ trước đến nay. Theo Euromonitor International, tiềm năng phát triển tiêu thụ của thị trường sữa Việt Nam còn rất lớn và ngành sữa được dự báo là sẽ tiếp tục tăng trưởng 9%/năm và đạt mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người là 27 - 28 lít sữa/người/năm vào năm 2020, con số này vẫn thấp hơn Thái Lan (35 lít sữa/người/năm) và Singapore (45 lít sữa/người/năm). Những yếu tố làm cơ sở cho tăng trưởng của ngành sữa là: (1) Thu nhập bình quân của người dân Việt nam đang tăng liên tục trong các năm qua, nhờ thế mức sống của người dân cũng ngày càng nâng cao, mức chi tiêu bình quân mỗi người có xu thế gia tăng, đặc biệt là chi tiêu cho việc ăn uống. Trong đó chi tiêu cho sữa chiếm hơn 10% trong chi tiêu cho thực phẩm tại Việt Nam. (2) Việt Nam là nước có quy mô dân số lớn, do đó nhu cầu tiêu thụ sữa sẽ ngày càng tăng vì sữa là sản phẩm dinh dưỡng có thể dùng được cho mọi lứa tuổi. (3) Thị hiếu người tiêu dùng đang thay đổi, cùng với sự phát triển của các doanh nghiệp sản xuất sữa, số lượng và chất lượng sản phẩm, cũng như sự phát triển của hệ thống bán lẻ... cũng là những nguyên nhân thúc đẩy tăng trưởng của ngành. Trong 5 tháng đầu năm 2016, lượng sữa tươi và sữa bột được tiêu thụ là 458,1 triệu lít và 41,6 nghìn tấn.

Đậu nành là loại hạt có nguồn đạm dồi dào và chứa rất nhiều vi chất thiết yếu cho cơ thể, có tác dụng ngăn ngừa bệnh tim mạch, ung thư, béo phì... Do đó, đậu nành được nhiều quốc gia trên thế giới công nhận và xem đó là nguồn dinh dưỡng lành cho con người. Xu hướng sử dụng thực phẩm đậu nành được dự báo sẽ tăng gấp đôi trong vòng 35 năm tới. Đây là nguyên nhân khiến ngành sữa đậu nành có tốc độ tăng trưởng tốt và có tiềm năng rất lớn.

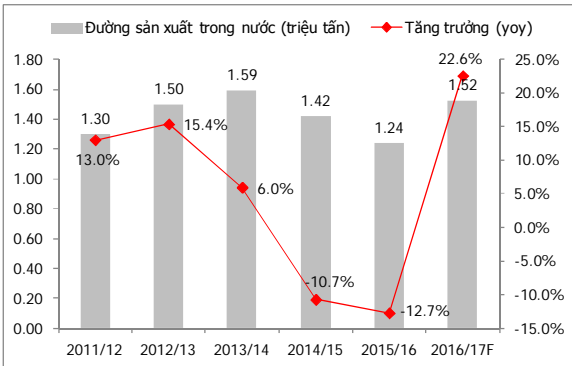
Theo số liệu nghiên cứu của Nielsen Việt Nam, nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành tại Việt Nam đang tăng rất mạnh giúp Việt Nam đứng thứ 3 trên thế giới về tiêu thụ sữa đậu nành với khoảng 613 triệu lít năm 2014 (tương đương với gần 1,7 triệu lít sữa/ngày, trong đó hơn 32% là sản phẩm sữa đậu nành đóng hộp). Trong thị trường tiêu thụ sữa đậu nành, Vinasoy (Fami) thuộc QNS chiếm đến 84,2% thị phần nội địa. 3 sản phẩm Soya Numer One của Tân Hiệp Phát, Trisoy của Tribeco và GoldSoy của Vinamilk chia nhau phần thị phần còn lại 17,6%.

Sữa đậu nành là một trong các loại thức uống truyền thống được ưa thích nhất tại Việt Nam. Hiện có gần 70% lượng sữa đậu nành tiêu thụ được nấu thủ công. Tuy nhiên vấn đề an toàn vệ sinh thực phẩm đã khiến người tiêu dùng đang dần thay đổi thị hiếu và chuyển sang sử dụng các sản phẩm sữa đậu nành đóng gói bao bì giấy. Do đó, dư địa phát triển của các Công ty sản xuất sữa đậu nành là rất lớn. Theo kế hoạch của ngành nông nghiệp, đến năm 2020, Việt Nam sẽ phát triển diện tích trồng đậu nành lên 350.000 ha với sản lượng 700.000 tấn, hỗ trợ rất nhiều cho sự phát triển bền vững của ngành sản xuất sữa đậu nành.

Ngành Đường

Việt Nam đang đứng thứ 20 các nước sản xuất đường lớn nhất thế giới và đứng thứ 18 các nước tiêu thụ đường lớn nhất thế giới. Hiện nay có 41 doanh nghiệp sản xuất mía đường các loại thuộc Hiệp hội mía đường Việt Nam (VSSA). Ngành đường Việt Nam có vùng nguyên liệu mía vào khoảng 300.000 ha, trong đó chủ yếu là mía trồng đại trà, diện tích trồng mía theo quy trình cơ giới hóa còn ít. Theo Sở Công thương TP.HCM, sản lượng mía ép của các nhà máy

SX đường trong nước 2011/12 - 2016/17F



Nguồn: VSSA, MSI tổng hợp

đường toàn quốc trong vụ sản xuất 2015/16 của Việt Nam là 12,89 triệu tấn, sản xuất được 1,24 triệu tấn đường, trong đó đường tinh luyện là 700.000 tấn, đây là năm thứ 2 liên tiếp sản lượng đường sản xuất sụt giảm. Nhu cầu tiêu thụ đường toàn quốc vào khoảng 1,65 triệu tấn.

Theo tổng hợp kế hoạch sản xuất niên vụ 2016/17 của các nhà máy sản xuất đường cả nước, sản lượng mía ép dự kiến là 13,72 triệu tấn, lượng đường sản xuất là 1,52 triệu tấn gồm 800.000 tấn đường tinh luyện. Trong Quy hoạch phát triển ngành mía đường đến năm 2020, sản lượng đường Việt Nam ước đạt 2 triệu tấn, diện tích vùng nguyên liệu mía vào khoảng 286.000 ha, sản lượng mía là gần 22 triệu tấn, mức năng suất khi áp dụng cơ giới hóa vào sản xuất tăng lên thành 70-75 tấn mía/ha. Định hướng đến năm 2030, tổng sản lượng đường ước đạt 2,72 triệu tấn, vùng nguyên liệu mía là 297.000 ha, sản lượng mía cần khoảng 25 triệu tấn với mức năng suất đạt 80-85 tấn mía/ha.

Giá thành sản xuất đường tại Việt Nam cao hơn các nước khác do diện tích trồng mía theo quy trình cơ giới hóa còn thấp, dẫn đến năng suất chưa cao khiến giá mía nguyên liệu bị đẩy lên. Điều này khiến đường Việt Nam khó cạnh tranh với các loại đường nhập khẩu từ nước lân cận. Do đó các doanh nghiệp sản xuất đường nội địa cần nghiên cứu đầu tư vùng nguyên liệu, giống mía, công nghệ hóa quá trình sản xuất, tận dụng các phụ phẩm khi sản xuất đường,... để hạ giá thành sản phẩm. Một thách thức khác là 2 biện pháp thuế quan và hạn ngạch được dùng để bảo hộ ngành đường sẽ dần bị gỡ bỏ khi Việt Nam tham gia các Hiệp định tự do thương mại và gia nhập khối AEC. Mức thuế quan 5% không đủ để hỗ trợ đường Việt Nam cạnh tranh lại với đường sản xuất tại các nước trong khu vực, đặc biệt là Thái Lan, Lào.

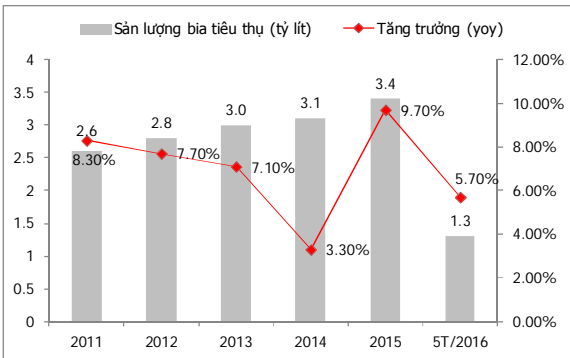
Hiện nay nhu cầu tiêu dùng đường trong nước còn thấp, mức tiêu thụ đường bình quân là khoảng 16 kg đường/người/năm, thấp hơn mức trung bình 20 kg đường/người/năm của thế giới. Vì vậy ngành đường vẫn còn dư địa để phát triển do tiêu thụ nội địa chưa đạt ngưỡng trung bình của thế giới. Bên cạnh đó, giá đường trong niên vụ 2015/16 tăng chủ yếu do: (1) tình trạng thiếu hụt sản lượng đường trên thế giới, (2) ảnh hưởng của hiện tượng thời tiết El Nino trong nước làm thiếu hụt mía nguyên liệu khiến sản lượng đường suy giảm trong khi nhu cầu tiêu thụ vẫn tăng ổn định; cùng với (3) việc kiểm soát tốt hàng nhập lậu và tăng tiêu thụ trong nước, cũng sẽ tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của các Công ty sản xuất đường.

Cũng trong năm 2016, Việt Nam đã cho thí điểm đấu giá hạn ngạch thuế quan nhập khẩu đường để thay thế cho cơ chế xin-cho bằng hình thức phân bổ hạn ngạch cho các doanh nghiệp như trước đây. Số lượng đường đấu giá trong năm là 85.000 tấn gồm 40.000 tấn đường thô cho các doanh nghiệp dùng đường thô để sản xuất đường tinh luyện, và 45.000 tấn đường tinh luyện cho các công ty trực tiếp sử dụng đường tinh luyện làm nguyên liệu để sản xuất sản phẩm. Mỗi đơn vị được đăng ký tối đa là 20.000 tấn đường. Kết thúc phiên đấu giá, 40.000 tấn đường thô được mua bởi 3 doanh nghiệp là Đường Biên Hòa (BHS), Mía đường Thành Thành Công (SBT) và Đường Khánh Hòa. 45.000 tấn đường tinh luyện được 11 công ty lớn như Vinamilk, Nestle Việt Nam, Coca Cola, Trung Nguyên... mua. Cơ chế mới giúp đảm bảo quyền lợi người trồng mía và doanh nghiệp chế biến đường trong nước, giảm tồn kho trong khi vẫn tuân thủ và thực hiện cam kết của Việt Nam khi tham gia các Hiệp định tự do thương mại và WTO.

Ngành Bia

Theo nghiên cứu của BMI, ngành công nghiệp bia Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu khá cao, trung bình 16,29%/năm trong giai đoạn 2010 - 2014. Điều kiện khí hậu nhiệt đới nóng ẩm, dân số đông và trẻ, tập quán ăn uống sử dụng bia rượu thường xuyên trong cuộc sống hàng ngày là những lý do chủ yếu khiến Việt Nam luôn ở trong nhóm những nước tiêu thụ bia mạnh nhất thế giới. Với lượng bia tiêu thụ đạt 3,4 tỷ lít trong năm 2015, Việt Nam là quốc gia tiêu thụ bia cao nhất Đông Nam Á, đứng thứ 3 Châu Á sau Nhật Bản, Trung Quốc, và nằm trong top 25 của thế giới. Cũng theo dự báo của BMI, tốc độ tăng bình quân (CAGR) của ngành bia Việt Nam từ năm 2015 đến năm 2019 ước đạt khoảng 10%/năm, thấp hơn một ít so với giai đoạn trước đó. Theo thống kê của Bộ Công thương, trong 5 tháng đầu năm 2016, sản lượng tiêu thụ bia đã đạt hơn 1,3 tỷ lít bia (+ 5,7% yoy) và bằng khoảng 38,2% mức tiêu thụ của cả năm 2015. Dự báo đến năm 2020, sản lượng bia được tiêu thụ sẽ đạt 4 - 4,25 tỷ lít, năm 2025 sẽ đạt khoảng 4,6 tỷ lít và năm 2035 sẽ là gần 5,5 tỷ lít.

Sản lượng bia tiêu thụ tại VN 2011-5T/2016



Nguồn: VBA, Bộ Công thương, MSI tổng hợp

Theo báo cáo của Hiệp hội Bia - Rượu - Nước giải khát Việt Nam (VBA), hiện nay cả nước có 129 cơ sở sản xuất bia nằm trên 43 tỉnh, thành phố, tập trung ở những thành phố lớn như TP.HCM: 34,69%, Hà Nội: 12,64%, Thừa Thiên-Huế: 6,8% ... Hiện năng lực sản xuất của toàn ngành bia đã đạt 4,8 tỷ lít/năm. Nếu như các doanh nghiệp bia nội địa tập trung vào các sản phẩm bia trung cấp, thứ cấp thì các nhà sản xuất bia nước ngoài chủ yếu hướng đến phân khúc cao cấp. Ngoài những đối thủ ngoại đã có mặt ở Việt Nam lâu năm và am hiểu thị trường như Heineken và Carlsberg, thị trường bia Việt Nam cũng đang chứng kiến sự nổi lên mạnh mẽ của Sapporo (Nhật Bản), Anheuser-Busch Inbev (Mỹ) và Singha (Thái Lan).

Về thị phần tiêu thụ bia, năm 2015, Tổng công ty Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (SABECO) tiếp tục là đơn vị dẫn đầu toàn ngành về sản lượng bia là 1,52 tỷ lít, chiếm 44,7% thị phần trong nước. Ở vị trí tiếp theo là thương hiệu Heineken với 729 triệu lít,

chiếm 21,5% thị phần nội địa. Tổng công ty Bia - Rượu - Nước giải khát Hà Nội (HABECO) chiếm 20% thị phần, đứng thứ 3 với 680 triệu lít và hãng bia Calsberg ở vị trí thứ 4 với 229 triệu lít, nắm 6,8% thị phần. Năm 2015, SABECO vẫn giữ thị phần lớn nhất, tuy nhiên gần như không tăng nhiều so với năm 2014. Trong khi đó ở tốp sau đã có sự đổi ngôi khi Heineken đã lần đầu tiên vượt qua HABECO để vươn lên vị trí thứ 2 về sản lượng trong ngành bia. Điều này cũng cho thấy xu hướng chuyển dịch của người tiêu dùng sang các dòng bia cao cấp.

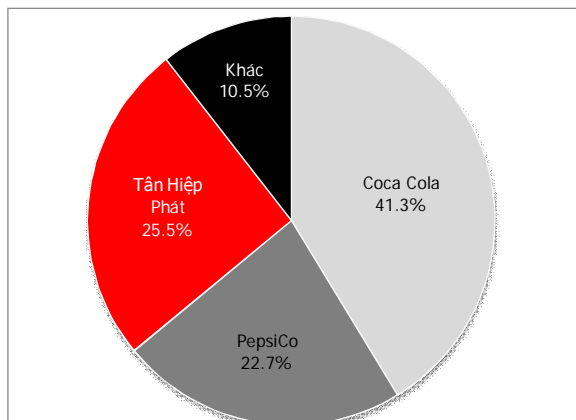
Ngành Bánh Kẹo

Đối với ngành bánh kẹo Việt Nam, nguyên liệu đầu vào nhập khẩu chiếm tỷ trọng rất lớn. Tại Việt nam, diện tích trồng lúa mì rất khiêm tốn và năng suất gần như không đáng kể trong khi nguồn cầu lại rất lớn, do đó nguyên liệu bột mì dùng để sản xuất bánh hầu như phải nhập khẩu toàn bộ. Bên cạnh đó, nguyên liệu đường cũng phải nhập khẩu một phần. Vì thế biến động giá bột mì và đường trên thế giới thường tác động khá mạnh đến chi phí sản xuất và giá thành sản phẩm bánh kẹo. Từ đầu năm 2016 đến nay, đối với nguyên liệu bột mì, do sản lượng lúa mì tại các nước như Mỹ, Australia... tăng nhờ thời tiết thuận lợi, nguồn cung dồi dào làm giảm giá bột mì. Tuy nhiên, giá đường trong các tháng cuối năm 2016 lại đang có xu hướng tăng. Điều này ít nhiều cũng sẽ gây ảnh hưởng đến giá thành bánh kẹo, nhất là khi mùa Tết đang đến gần, nhu cầu tiêu thụ bánh kẹo sẽ tăng cao.

Các thương hiệu nước ngoài đang thống trị thị trường bánh kẹo Việt Nam với những cái tên nổi bật như Orion Food, Perferii Van Melle, Liwayway/Oishi, Mars, M&M... Bên cạnh đó là sự xuất hiện của hàng loạt chuỗi tiệm bánh chuyên sản xuất bánh kẹo tươi như Tous le Jour, Paris Baguette, Bread Talk... Trong năm 2015, Tập đoàn Kinh Đô đã bán mảng bánh kẹo cho Mondelez International, cùng với việc Lotte đang nắm giữ 44% cổ phần của Bibica, có thể thấy các doanh nghiệp ngoại đã thâm nhập gần hết thị trường tiêu thụ bánh kẹo tại Việt Nam. Lượng sản phẩm bánh kẹo nhập khẩu (đặc biệt là phân khúc cao cấp) chiếm đến 30% thị trường thông qua các kênh phân phối hiện đại, sự phát triển mạnh mẽ của chuỗi hệ thống cửa hàng tiện lợi (Circle K, Vinmart, Shop & Go...) và tại các siêu thị lớn như Lotte, Big C, Aeon, Citi-mart... Chỉ có khoảng 12% thị phần nội địa là do các doanh nghiệp trong nước như Bibica (BBC), Bánh kẹo Hải Hà (HHC), Thực phẩm Hữu Nghị (HNF) nắm giữ. Hiện các doanh nghiệp nội địa vẫn có chỗ đứng nhất định trên thị trường nhờ vào nhãn hiệu lâu năm, các sản phẩm truyền thống mang hương vị cổ truyền, mạng lưới phân phối rộng khắp, nhất là ở khu vực nông thôn, và ở những phân khúc mà các đơn vị này đang có lợi thế.

Theo nghiên cứu của BMI, mức tiêu thụ bánh kẹo bình quân của người Việt Nam là 2 kg/người/năm, thấp hơn mức trung bình của thế giới là 2,8 kg/người/năm. Trong khi đó tốc độ tăng trưởng doanh thu của ngành trong giai đoạn 2010 - 2014 là 10%, cao hơn mức trung bình của các nước trong khu vực (3%) và trên thế giới (1 - 1,5%). Dự báo mức tăng trưởng của ngành trong giai đoạn 2015 - 2019 là 8 - 9%/năm. Điều này cho thấy ngành bánh kẹo Việt Nam vẫn đang trong chu kỳ phát triển kinh doanh, chưa thực sự đạt đến đỉnh, qua đó có thể thấy dư địa phát triển của ngành vẫn còn lớn. Theo Quy hoạch phát triển ngành kỹ nghệ thực phẩm Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030, cơ cấu các nhóm sản phẩm kỹ nghệ thực phẩm theo hướng tăng tỷ trọng các nhóm sản phẩm bánh kẹo, ngành sản xuất bánh kẹo phấn đấu đạt sản lượng 2,2 triệu tấn vào năm 2020.

Thị phần ngành NGK trong 6T.2016



Nguồn: VBA, MSI

Ngành Nước Giải Khát

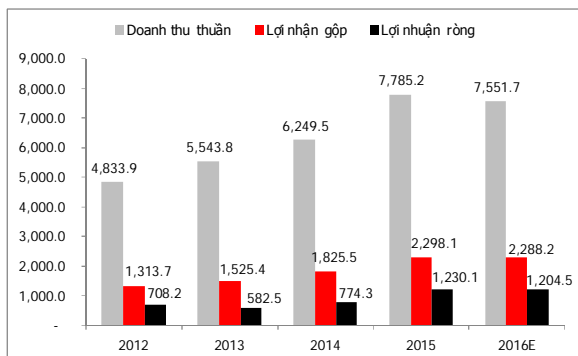
Thị trường nước giải khát tại Việt Nam được đánh giá là có nhiều tiềm năng hơn thị trường tại các nước khác. Mức tăng trưởng trung bình của sản lượng tiêu thụ nước giải khát trong giai đoạn 2010 - 2014 là 9,2%/năm. Tăng trưởng doanh thu trung bình của ngành trong giai đoạn 2011 - 2014 là 13,48%/năm. Bình quân người dân Việt Nam tiêu thụ hơn 23 lít nước giải khát/người/năm. Theo BMI, tốc độ tăng trưởng doanh thu của ngành sẽ đạt trung bình 8,44%/năm trong giai đoạn 2015 - 2019. Việt Nam là nước có dân số đông và cơ cấu dân số trẻ với 62% độ tuổi từ 15 - 45 tuổi, đây là nhóm độ tuổi có nhu cầu lớn nhất về nước giải khát. Văn hóa ăn uống đa dạng với sự phát triển nhanh chóng của dịch vụ ăn uống, bên cạnh đó việc nằm trong khu vực khí hậu nhiệt đới nóng ẩm cũng là một yếu tố tích cực thúc đẩy tăng trưởng của ngành nước giải khát. Thống kê của VBA cho thấy đến cuối năm 2015, cả nước có gần 1.833 cơ sở sản xuất nước giải khát các loại với sản lượng sản xuất nguyên năm đạt 4,8 tỷ lít. Kế hoạch của VBA là đến năm 2020, sản lượng nước giải khát của Việt Nam đạt từ 8,3 - 9,2 tỷ lít/năm.

Ngành công nghiệp nước giải khát được chia làm 3 nhóm chính gồm: (1) nhóm nước ngọt có gas với các sản phẩm như Coca Cola, Pepsi, 7Up, Sting...; (2) nhóm nước ngọt không gas như nước ép trái cây, sữa đậu nành, trà xanh, nước yến, cà phê, nước tăng lực...; và (3) nhóm nước khoáng, nước tinh khiết đóng chai, đóng bình như La Vie, Aquafina, Vĩnh Hào, Dasani, Vital, Thạch Bích... Trong cơ cấu sản lượng sản xuất và tiêu thụ nước giải khát hàng năm, tổng tỷ trọng của nhóm (1) và nhóm (2) là 85%, nhóm (3) chỉ có tỷ trọng khoảng 15%. Thời gian gần đây, người tiêu dùng ngày càng chú trọng đến vấn đề sức khỏe nên lượng lớn người tiêu dùng chuyển sang dùng các mặt hàng nước giải khát dinh dưỡng và nước giải khát không gas, khiến tỷ trọng tiêu thụ nước giải khát có gas suy giảm.

Theo VBA, trong 6 tháng đầu năm 2016, thị trường nước giải khát không còn do 3 tên tuổi lớn chi phối. Trong đó Coca Cola chiếm thị phần lớn nhất 41,3%, đứng thứ 2 là doanh nghiệp nội địa duy nhất trong Top 3 - Tân Hiệp Phát - với thị phần là 25,5%, đứng thứ 3 là PepsiCo với thị phần 22,7%. Phần còn lại 10,5% thuộc về các doanh nghiệp khác với thị trường riêng, chủ yếu là khu vực nông thôn. Tuy nhiên thị phần của các công ty lớn đang có xu hướng co dần lại vì ngày càng có nhiều công ty mới trong và ngoài nước tham gia thị trường rộng lớn này với các loại sản phẩm đa dạng, tăng tính cạnh tranh trong ngành.

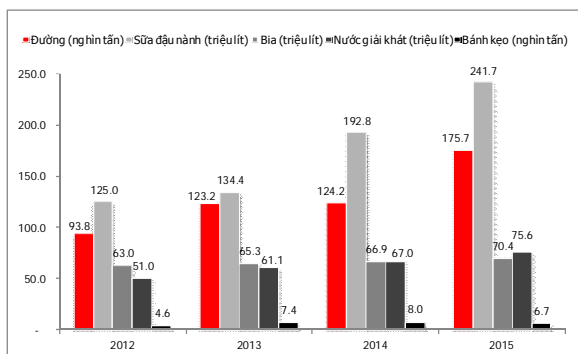
Đối với lĩnh vực nước khoáng, nước tinh khiết đóng chai, nước khoáng Lavie (Nestle), nước khoáng Vĩnh hào (Masan) và nước tinh khiết Aquafina (PepsiCo) là 3 cái tên nổi bật nhất với độ bao phủ trải rộng khắp cả nước, mỗi doanh nghiệp đều có những thế mạnh riêng của mình. Với bề dày lịch sử hơn 80 năm hoạt động, nước khoáng Vĩnh Hào có một danh tiếng và vị thế riêng, kết hợp cùng hệ thống phân phối rộng khắp của Masan, hiện tại Vĩnh Hào đã hiện diện trong các siêu thị ở Hà Nội và TP.HCM thay vì chỉ ở khu vực miền Trung và miền Nam như trước đây. Trong khi đó, Aquafina là nhãn hiệu đứng đầu mảng nước tinh khiết đóng chai với các sản phẩm chai nhỏ (350 - 500 ml) tiện lợi, phù hợp với nhu cầu của khách hàng. Đối với La Vie, quy mô lớn cùng hệ thống phân phối trải dài từ Bắc vào Nam giúp La Vie dẫn đầu thị phần bán lẻ nước khoáng đóng chai và đóng bình.

Kết quả kinh doanh 2012 - 2016E (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của QNS, MSI ước tính

Sản lượng tiêu thụ 2012 - 2015



Nguồn: BCTC của QNS

65,3 triệu lít (+3,6% yoy) và 61,1 triệu lít (+19,9% yoy). Lượng đường và bánh kẹo được tiêu thụ là 123,2 nghìn tấn (+31,4% yoy) và 7,4 nghìn tấn (+59,7% yoy).

Năm 2014: KQKD năm 2014 của doanh nghiệp tiếp tục phát triển khá tốt với 6.249,5 tỷ đồng doanh thu thuần (+12,7% yoy) và 774,3 tỷ đồng lợi nhuận ròng (32,9% yoy). Giá vốn hàng bán sụt giảm giúp biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng được cải thiện đáng kể, đạt lần lượt là 29,2% và 12,4%.

Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành tăng mạnh 43,5% yoy, đạt 192,8 triệu lít, đóng góp 47,6% vào tổng doanh thu của Công ty. Sản lượng đường chỉ tăng nhẹ 0,8% so với cùng kỳ (124,2 nghìn tấn), chiếm tỷ trọng 22,2% trong cơ cấu doanh thu Công ty. Lượng tiêu thụ bia và nước giải khát tăng 2,5% và 9,6% so với năm 2013, đạt 66,9 triệu lít và 67 triệu lít, tỷ trọng của 2 mảng này trong cơ cấu doanh thu lần lượt là 13,6% và 6%. Sản lượng bánh kẹo được tiêu thụ là 8 nghìn tấn, tăng 7,9% yoy và đóng góp 7,1% vào tổng doanh thu của QNS.

Năm 2015: Doanh thu thuần và lợi nhuận ròng của Công ty đều tăng khá mạnh, ghi nhận 7.804 tỷ đồng (+24,6% yoy) và 1.230,1 tỷ đồng (+58,9% yoy). Các chi phí như giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí lãi vay đều giảm đã giúp lợi nhuận ròng của Công ty tăng mạnh, cải thiện cả biên lợi nhuận gộp (29,5%) lẫn biên lợi nhuận ròng (15,8%).

Diễn biến thị trường đường trong nước và trên thế giới phát triển theo chiều hướng tích cực. Do nguồn cung đường trên thế giới suy giảm khiến thị trường đường điều chỉnh mạnh. Đối với thị trường đường nội địa, do vấn đề đường nhập lậu đã được kiểm soát, lượng đường tồn kho thấp nên tình hình tiêu thụ khá khả quan. Do đó trong năm 2015, sản lượng tiêu thụ đường của QNS đạt 175,7 nghìn tấn, tăng mạnh 41,5% so với năm trước. Tình hình tiêu thụ sữa đậu nành cũng khá tốt với tỷ lệ tăng trưởng đạt 25,4% yoy (241,7 triệu lít). Sản lượng bia và nước giải khát tiếp tục tăng 5,2% yoy và 12,8% yoy, đạt 70,4 triệu lít và 75,6 triệu lít. Trong nhóm các sản phẩm chính của doanh nghiệp, chỉ có sản lượng tiêu thụ bánh kẹo giảm 16,8% yoy, chỉ còn 6,7 nghìn tấn.

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA QNS GIAI ĐOẠN 2012-2016E

Năm 2012: Trong năm 2012, QNS ghi nhận KQKD khá tích cực với 4.833,9 tỷ đồng doanh thu thuần (+21,4% yoy) và 708,2 tỷ đồng lợi nhuận ròng (+22,4% yoy). Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng đều tăng so với năm 2011, đạt 27,2% và 14,7%.

Sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận đóng góp của hầu hết các sản phẩm đều cao hơn năm trước. Trong đó, sữa đậu nành Vinasoy tăng mạnh nhất, đạt 125 triệu lít/năm (+40% yoy), đóng góp 357 tỷ đồng, tương ứng với 51% tổng lợi nhuận của Công ty. Lợi nhuận từ bán bia là 70,9 tỷ đồng (+76% yoy), chiếm tỷ trọng 13% trong cơ cấu lợi nhuận của doanh nghiệp; sản lượng đạt 63 triệu lít/năm, tăng 24% so với cùng kỳ. Sản phẩm bánh kẹo được tiêu thụ là 4.644 tấn, cao hơn năm 2011 là 11%. Sản lượng tiêu thụ đường RS tăng 5% yoy, đạt 93.757 tấn, tuy nhiên do đường nhập lậu từ các nước lân cận tràn lan làm giá đường giảm liên tục khiến lợi nhuận của mảng đường chỉ còn 109,45 tỷ đồng, giảm mạnh 48,2% yoy.

Năm 2013: Doanh thu thuần tăng 14,7% so với năm 2012, đạt 5.543,8 tỷ đồng. Do (1) phát sinh khoản điều chỉnh chi phí thuế TNDN hiện hành năm 2012 vào chi phí thuế TNDN hiện hành năm 2013 là 56,9 tỷ đồng, cùng với (2) phần thuế TNDN được miễn - giảm sứt mạnh khiến chi phí thuế năm 2013 tăng đột biến làm lợi nhuận ròng của Công ty giảm 17,7% yoy còn 582,5 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng là 27,5% và 10,5%.

Doanh thu của nhóm các sản phẩm chính của QNS như sữa đậu nành, đường mía, bia, bánh kẹo và nước khoáng đều tăng trưởng, dao động trong khoảng 10% - 29%. Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành, bia và nước giải khát lần lượt là 134,4 triệu lít (+7,5% yoy),

Cập nhật KQKD 9T.2016, kế hoạch và ước tính KQKD 2016

Trong Q3.2016, QNS ghi nhận 1.931,5 tỷ đồng doanh thu thuần (-7,3% yoy) và 315,3 tỷ đồng lợi nhuận ròng (- 6,4%). Như vậy tính lũy kế 9 tháng đầu năm 2016, doanh thu thuần của Công ty đạt 5.261,3 tỷ đồng, giảm 12% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận ròng là 806,7 tỷ đồng, thấp hơn 9T.2015 là 8,7%, nhưng với mức lợi nhuận ròng này, QNS đã hoàn thành vượt kế hoạch lợi nhuận 301,4%. Tuy doanh thu và lợi nhuận có giảm nhưng biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng lại cải thiện so với cùng kỳ năm 2015, lần lượt là 30,1% và 15,3%. Với tổng doanh thu 9T.2016 là 5.370,8 tỷ đồng, QNS đã hoàn thành 72,2% kế hoạch tổng doanh thu doanh nghiệp đã đề ra.

Theo bản giải trình của Công ty, KQKD 9T.2016 thấp hơn 9T.2015 chủ yếu là do:

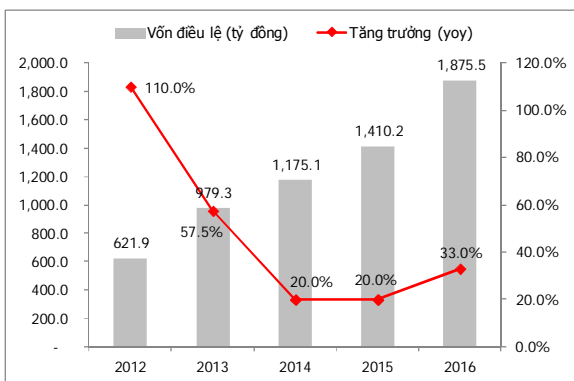
- Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm như đường RS, nước khoáng và bia giảm dẫn đến doanh thu sụt giảm.
- Theo Nghị định 108/2015/NĐ-CP, thuế TTĐB tăng từ 50% lên thành 55% ảnh hưởng đến tình hình tiêu thụ bia làm giảm lợi nhuận từ mảng kinh doanh này.
- Nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường và tăng cường hệ thống nhận diện sản phẩm nên Công ty phải tăng chi phí marketing dẫn đến chi phí bán hàng tăng.

Trong 9T.2016, chi phí xây dựng cơ bản dở dang của QNS tăng đột biến lên thành 1.696,2 tỷ đồng, cao gấp 21,2 lần so với mức đầu năm là 79,7 tỷ đồng. Nguyên nhân là do Công ty đẩy mạnh đầu tư vào các dự án trọng điểm gồm: (1) 827 tỷ đồng cho dự án mở rộng nâng công suất của Nhà máy Đường An Khê lên 18.000 tấn mía/ngày, (2) 774,6 tỷ đồng của dự án Nhà máy Nhiệt điện sinh khối An Khê, và (3) 62,9 tỷ đồng cho dự án Nhà máy Sữa đậu nành tại Bình Dương.

HDQT Công ty đã thông qua kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2016 với 7.434,3 tỷ đồng tổng doanh thu (giảm 5,9% so với thực hiện năm 2015), LNTT và LNST là 231 tỷ đồng và 201 tỷ đồng, thấp hơn kết quả năm 2015 là 83% và 83,7%. Với tình hình KQKD trong 9T.2016, cùng với việc giá nguyên liệu đậu nành trong Q4.2016 đang có xu hướng giảm nhẹ nên chúng tôi ước tính KQKD cả năm 2016 của QNS sẽ là 7.551,7 tỷ đồng doanh thu thuần (-3% yoy) và 1.204,5 tỷ đồng lợi nhuận ròng (-2,1% yoy). Tuy KQKD có giảm nhẹ nhưng biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của Công ty vẫn cải thiện, đạt 30,3% và 15,8%.

Vốn điều lệ giai đoạn 2012 - 2016E (tỷ đồng)

TĂNG TRƯỞNG VỐN ĐIỀU LỆ VÀ CỔ TỨC CỦA QNS



Nguồn: BCTC của QNS, MSI

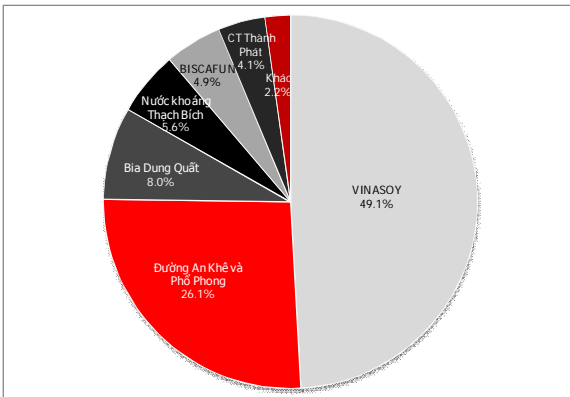
Từ năm 2012 đến nay, ngoài cổ tức bằng tiền mặt, QNS còn đều đặn phát hành thêm cổ phiếu để trả cổ tức qua các năm. Vì vậy, vốn điều lệ của Công ty tăng liên tục hằng năm, từ mức 621,9 tỷ đồng năm 2012 lên gấp 3 lần thành 1.875,5 tỷ đồng tính đến thời điểm cuối Q3.2016.

Từ đầu năm 2016 đến nay, QNS đã thực hiện 2 đợt phát hành cổ phiếu. Trong đợt 1, Công ty đã phát hành thành công 42.303.666 cp (số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành là 42.304.575 cp, tương ứng với 30% vốn điều lệ) cho cổ đông hiện hữu để trả cổ tức năm 2015 theo tỷ lệ 10:3. Nguồn vốn phát hành là từ lợi nhuận sau thuế năm 2015, giá trị của lượng cổ phiếu này theo mệnh giá 10.000 đồng/cp là hơn 423 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, theo Nghị quyết ĐHĐCĐ thường niên năm 2016, Công ty phát hành đợt 2 là 4.230.457 cp ESOP (tương ứng với 3% vốn điều lệ) theo chương trình lựa chọn cho người lao động dựa vào kết quả SXKD năm 2015. Theo giá trên sổ sách kế toán tại thời điểm 31/12/2015, giá bán cổ phiếu ESOP là 24.410 đồng/cp. Tổng giá trị của lượng cổ phiếu ESOP là 103,3 tỷ đồng. Như vậy, tổng số lượng cổ phiếu QNS đã phát hành từ đầu năm 2016 đến thời điểm hiện tại là 46.534.123 cp, tăng khối lượng cổ phiếu niêm yết của Công ty lên thành 187.549.373 cp.

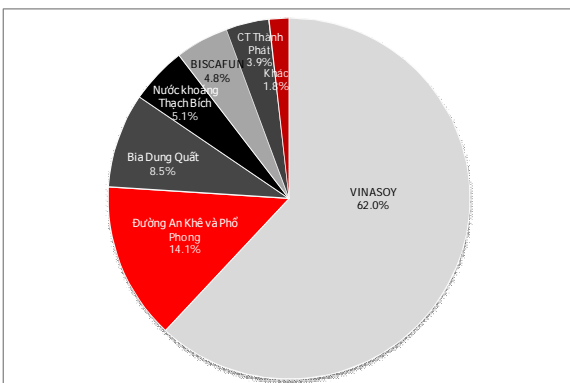
Trong năm 2016, QNS còn thực hiện 2 đợt trả cổ tức bằng tiền mặt. Theo đó, ngày 29/5/2016 là ngày thực hiện chi trả phần cổ tức bằng tiền mặt còn lại của năm 2015 với mức cổ tức là 10% vốn điều lệ. Số tiền trả cổ tức là hơn 141 tỷ đồng. Ngoài ra, vào ngày 16/09/2016, doanh nghiệp đã tạm ứng cổ tức tiền mặt năm 2016 đợt 1 theo mức cổ tức 5% vốn điều lệ với số tiền là gần 93,8 tỷ đồng. Trong tháng 12/2016, QNS thông báo sẽ thực hiện tạm ứng cổ tức đợt 2 năm 2016 bằng tiền theo tỷ lệ 5% vốn điều lệ vào ngày 06/01/2017, số tiền chi trả là khoảng 93,8 tỷ đồng.

Cơ cấu doanh thu thuần 9T.2016



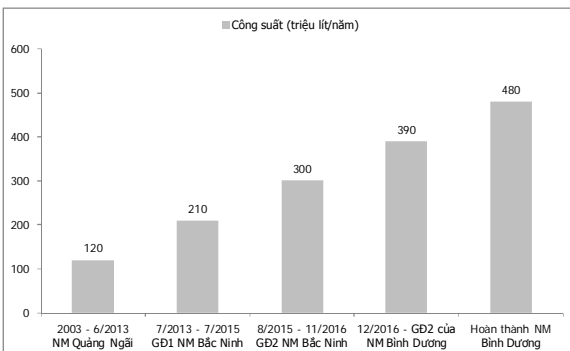
Nguồn: BCTC của QNS, MSI

Cơ cấu lợi nhuận gộp 9T.2016



Nguồn: BCTC của QNS, MSI

Tăng trưởng công suất SX của Vinasoy



Nguồn: QNS, MSI

CÁC LĨNH VỰC KINH DOANH CỦA QNS

Sữa đậu nành

Vào năm 2000, QNS lấn sân sang ngành sữa bằng cách thành lập Nhà máy Sữa Trường Xuân. Tuy nhiên, trước các đối thủ mạnh mẽ như Vinamilk và Dutch Lady, nhà máy Trường Xuân đã lỗ 90 tỷ đồng trong 3 năm. Đến năm 2003, nhận thấy tiềm năng phát triển của mảng sữa đậu nành mà các đối thủ khác bỏ lỡ, QNS đã đổi tên Nhà máy Sữa Trường Xuân thành Nhà máy Sữa đậu nành Việt Nam và từ đó chuyển hướng sản xuất, chỉ tập trung vào sữa đậu nành. Dần dần, thương hiệu sữa đậu nành Fami (Fami Kid, Fami Canxi,...) và Vinasoy (dòng sản phẩm cao cấp Vinasoy nguyên chất, Soymen, Vinasoy mè đen,...) đã từng bước xây dựng và khẳng định vị thế trên thị trường, trở thành nguồn thu chính của QNS, vượt qua sản phẩm đường mía truyền thống và các sản phẩm khác.

Thương hiệu sữa đậu nành Vinasoy (Fami) của QNS luôn đứng đầu thị trường sữa đậu nành tại Việt nam trong những năm qua. Theo thống kê nghiên cứu thị trường của Nielsen Việt Nam, tính đến thời điểm cuối năm 2015, Vinasoy chiếm tới 84,2% thị phần cả nước với sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành cả năm là 241,7 triệu lít, tăng 25,4% so với năm 2014. Sản phẩm sữa đậu nành của Công ty được tiêu thụ chủ yếu thông qua kênh đại lý và các cửa hàng tiện lợi với hơn 156 nhà phân phối. Doanh thu của Vinasoy được phân chia theo tỷ lệ 40% cho thị trường phía Bắc, 35% cho miền Nam và 20% cho khu vực miền Trung.

Công ty đang sở hữu 3 nhà máy chế biến sữa đậu nành tại Quảng Ngãi, Bắc Ninh và Bình Dương. Hai nhà máy tại Quảng Ngãi và Bắc Ninh đã đi vào hoạt động ổn định với công suất tối đa là 120 triệu lít/năm và 180 triệu lít/năm. Dự kiến sau khi nhà máy tại Bình Dương hoàn thành giai đoạn 1 với công suất là 90 triệu lít/năm và đi vào hoạt động cuối năm 2016, tổng công suất của Vinasoy sẽ đạt mức 390 triệu lít/năm, nâng khả năng cung ứng cho thị trường lên gần 2 tỷ sản phẩm mỗi năm. Với công suất thiết kế mỗi nhà máy là 180 triệu lít/năm, được đầu tư quy mô lớn và công nghệ sản xuất hiện đại bậc nhất, 2 nhà máy tại Bắc Ninh và Bình Dương đã giúp Vinasoy lọt Top 5 Công ty sản xuất sữa đậu nành lớn nhất thế giới. Theo BCTC của QNS, trong 9 tháng đầu năm 2016, doanh thu thuần của Vinasoy là 2.802 tỷ đồng, đóng góp 49,1% vào cơ cấu doanh thu thuần của toàn Công ty. Lợi nhuận gộp của Vinasoy đạt 1.017 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 62% trong cơ cấu lợi nhuận gộp của doanh nghiệp, biên lợi nhuận gộp đạt 36,3% trong 9T.2016.

Phần lớn nguyên liệu dùng trong quá trình sản xuất sữa đậu nành của Vinasoy là hạt đậu nành được trồng tại khu vực Tây Nguyên với những ưu điểm như: (1) sản phẩm làm ra có mùi thơm, vị tự nhiên, (2) nguyên liệu đậu nành được thu mua và chế biến trong thời gian ngắn sau khi thu hoạch nên hạt đậu còn tươi, dưỡng chất được giữ nguyên nên sản phẩm sữa sẽ có giá trị dinh dưỡng cao. Một phần nhỏ nguyên liệu đậu nành còn lại được nhập khẩu từ Canada để bổ sung những yếu điểm về hàm lượng dinh dưỡng của hạt đậu nành trong nước. Doanh nghiệp luôn sử dụng 100% nguyên liệu đậu nành không biến đổi gen để sản xuất các sản phẩm cung cấp ra thị trường.

Bên cạnh quy trình tuyển chọn nguyên liệu khắt khe, Vinasoy còn mạnh tay đầu tư vào công nghệ sản xuất hàng đầu thế giới là Tetra Alwin Soy. Đây là công nghệ trích ly hiện đại có khả năng tách chiết liên tục dịch cốt đậu nành, giúp chiết xuất được đến 80% lượng đạm. Từ năm 2013, Vinasoy đã liên kết với TTNC công nghệ sinh học đậu nành quốc gia Hòa Kỳ - Đại học Missouri và TTNC đậu nành quốc gia Hoa Kỳ - Đại học Illinois để tiến hành nghiên cứu về giống đậu nành, kỹ thuật canh tác và điều kiện cơ giới hóa nhằm phát triển vùng nguyên liệu một cách bền vững lâu dài. Dự kiến đến cuối năm 2017, Vinasoy sẽ cho ra đời giống đậu nành thuần chủng mới với phẩm chất tốt, năng suất thu hoạch và giá trị dinh dưỡng cao, phù hợp với điều kiện khí hậu, thổ nhưỡng tại Việt Nam. Từ đó, Công ty có thể phát triển và đa dạng hóa sản phẩm đậu nành của mình. Hiện diện tích vùng nguyên liệu đậu nành Vinasoy hợp tác cùng nông dân vào khoảng 8.000 ha đều trồng đậu nành không biến đổi gen. Nên Công ty hi vọng khi áp dụng trồng giống đậu nành mới cùng hệ thống canh tác đồng bộ và những ứng dụng phân sinh học, phân hữu cơ, năng suất của giống đậu nành mới sẽ đạt khoảng 3 tấn/ha, gần gấp đôi năng suất hiện tại và tương đương với năng suất bình quân trên thế giới.

Đường mía

Sản phẩm đường mía (đường kính trắng An Khê và đường kính trắng Phổ Phong) và mật rỉ là mảng kinh doanh truyền thống của QNS, chiếm tỷ trọng lớn thứ 2 sau sản phẩm sữa đậu nành trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của QNS. Với 2 nhà máy là Nhà máy Đường An Khê và Nhà máy Đường Phổ Phong, QNS hiện là một trong những nhà sản xuất đường lớn nhất trong nước.

Vừa qua, nhà máy An Khê đã hoàn thành quá trình mở rộng nâng công suất lên 18.000 tấn mía/ngày. Tổng diện tích toàn vùng nguyên liệu mía của nhà máy tại các huyện phía đông tỉnh Gia Lai vào khoảng 25.000 ha với năng suất bình quân toàn vùng đạt 70 tấn/ha. Trong đó, 12.000 ha là diện tích trồng mía áp dụng cơ giới hóa, 2.000 ha là vùng trồng mía theo mô hình cánh đồng lớn có năng suất thu hoạch bình quân là hơn 110 tấn/ha, cao hơn 35 - 40% so với diện tích trồng mía sản xuất đại trà, và tiết kiệm được 30 - 50% chi phí sản xuất. Hiện nay, sản lượng mía dự kiến trên toàn vùng nguyên liệu Đông Gia Lai và ép của nhà máy đã đạt trên 1,6 triệu tấn (trừ mía giống) với gần 120.000 tấn đường thành phẩm. Giá mua mía đầu vụ ép 2016/17 của nhà máy là 950.000 đồng/tấn, cao hơn 50.000 đồng so với niên vụ trước.

Đối với nhà máy Phổ Phong, (1) việc ứng dụng quy trình cơ giới hóa vào sản xuất mía không chỉ rút ngắn thời gian trồng mía từ 15 - 20 ngày xuống còn 1 - 2 ngày mà năng suất còn tăng vượt bậc và chi phí giảm đáng kể, (2) cùng với cam kết bảo hiểm năng suất từ phía nhà máy và (3) tình hình giá thu mua mía tăng (1 triệu đồng/tấn, tăng 100.000 đồng so với vụ trước) tạo sự yên tâm cho người nông dân. Dự kiến đến vụ mía tới, diện tích mía nguyên liệu của nhà máy được trồng theo quy trình cơ giới sẽ tăng từ 560 ha (niên vụ 2016/17) lên 1.000 ha. Trong thời gian tới, nhà máy sẽ tập trung mở rộng diện tích trồng mía cơ giới hóa nhằm đạt diện tích 1.200 - 1.500 ha và chú trọng cải thiện năng suất của mía trồng đại trà. Khi đó, sản lượng mía nguyên liệu sẽ đạt khoảng 220.000 - 250.000 tấn, đáp ứng nhu cầu hoạt động của nhà máy.

Trong 9T.2016, tổng doanh thu thuần của nhà máy An Khê và Phổ Phong là 1.487,9 tỷ đồng (trong đó nhà máy An Khê là 1.152,1 tỷ đồng, nhà máy Phổ Phong là 235,9 tỷ đồng), chiếm tỷ trọng 26,1% trong cơ cấu doanh thu toàn Công ty. Lợi nhuận gộp của nhà máy Phổ Phong là 44,6 tỷ đồng, nhà máy An Khê là 186,1 tỷ đồng. Như vậy tổng lợi nhuận gộp của 2 nhà máy là 230,6 tỷ đồng, đóng góp 14,1% vào tổng lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Biên lợi nhuận gộp bình quân của nhà máy An Khê và Phổ Phong là 15,5%.

Trong năm 2016, QNS đã triển khai xây dựng Nhà máy nhiệt điện sinh khối An Khê. Việc sử dụng phụ phẩm của quá trình sản xuất đường là bã mía để làm nhiên liệu phục vụ cho hoạt động sản xuất điện năng sạch, giúp giải quyết vấn đề rác thải và bảo vệ môi trường, tro bã từ quá trình sản xuất nhiệt điện sẽ được dùng làm phân bón cho cây. Nhà máy có tổng công suất thiết kế là 95MW gồm 3 tổ máy có công suất 15MW, 40MW và 55MW. Điện năng tạo ra sẽ được dùng để phục vụ nhu cầu sản xuất của nhà máy An Khê và cung cấp lượng điện khoảng 300 triệu KWh/năm cho lưới điện quốc gia.

Bia

Nhà máy Bia Dung Quất của QNS được thành lập từ năm 1993 và là nhà máy liên doanh góp vốn đầu tiên của khu vực miền Trung. Trải qua chặng đường 23 năm hình thành và phát triển, hiện nay công suất của nhà máy là 100 triệu lít bia/năm, gấp hơn 30 lần công suất 3 triệu lít bia/năm lúc mới thành lập. Các sản phẩm bia lon và bia chai mang thương hiệu bia Dung Quất rất được ưa chuộng tại thị trường khu vực miền Trung. Sản phẩm bia Dung Quất không ngừng được cải thiện về mẫu mã và chất lượng để đáp ứng tốt hơn nhu cầu của khách hàng.

Doanh thu thuần của Nhà máy Bia Dung Quất trong 9T.2016 là 458,2 tỷ đồng, đóng góp 8% vào tổng doanh thu của doanh nghiệp. Lợi nhuận gộp là 138,9 tỷ đồng, giữ tỷ trọng 8,5% trong cơ cấu lợi nhuận gộp của Công ty, biên lợi nhuận gộp là 30,3%, cao thứ 2 sau biên lợi nhuận gộp 36,3% của sữa đậu nành Vinasoy.

Nước giải khát

Nhà máy Nước khoáng Thạch Bích đã cung cấp nhiều dòng sản phẩm không những được tiêu thụ trong nước mà còn được xuất khẩu sang những thị trường khác như Campuchia, Malaysia, Indonesia, Thái Lan... Sản lượng tiêu thụ của Thạch Bích tăng trưởng liên tục qua các năm. Hiện Công ty có trên 20 sản phẩm nước giải khát có gas và không gas được sản xuất từ nguồn khoáng nóng Thạch Bích như: nước khoáng thiên nhiên, nước tăng lực RedYak, trà bí đao, nước yến ngân nhĩ, nước giải khát vị me và vị cam... Trong tháng 10/2016, đoàn chuyên gia Công ty Krones (CHLB Đức) đã đến thăm và làm việc tại nhà máy Thạch Bích nhằm chuẩn bị cho công tác lắp đặt dây chuyền sản xuất nước khoáng có gaz chai PET dung tích 480 ml với công suất 16.000 chai/giờ. Đây là 1 trong những dự án được QNS phê duyệt trong năm 2015 với vốn đầu tư là 74,9 tỷ đồng. Việc đổi mới công nghệ sẽ giúp Thạch Bích tăng hiệu quả sản xuất nhằm phục vụ nhu cầu của người tiêu dùng trong nước và đáp ứng các tiêu chí kỹ thuật để tăng cường công tác xuất khẩu.

Nhờ ưu thế về thị phần (Thạch Bích chiếm 95% thị phần từ Thanh Hóa trở vào Phú yên, Khánh Hòa, lên Tây Nguyên) và khách hàng ở khắp các tỉnh Bắc Trung Bộ, Nam Trung Bộ và Tây Nguyên, qua 9T.2016, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của Nước khoáng Thạch Bích là 317,1 tỷ đồng (tỷ trọng 5,6% trong cơ cấu doanh thu Công ty) và 83,7 tỷ đồng (tỷ trọng 5,1% trong cơ cấu lợi nhuận gộp của doanh nghiệp). Biên lợi nhuận gộp trong 9T.2016 là 26,4%.

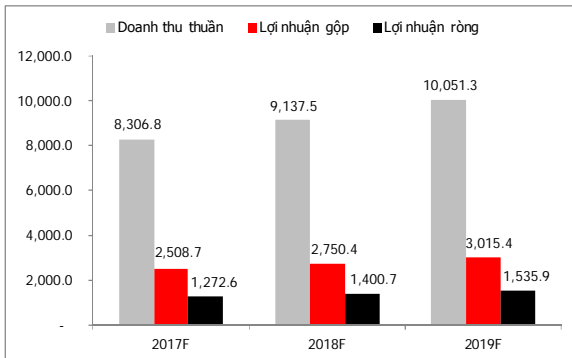
Bánh kẹo

Nhãn hiệu bánh kẹo Biscasfun hiện là một trong những thương hiệu sản xuất bánh kẹo uy tín hàng đầu Việt Nam và có tiềm lực xuất khẩu đáp ứng mọi nhu cầu của khách hàng quốc tế. Sản phẩm bánh kẹo Bicasfun có rất nhiều chủng loại khác nhau như bánh quy, bánh xốp, bánh mềm phủ chocolate, các loại kẹo... Trong đó, sản phẩm bánh Chocovina đã được xuất khẩu sang thị trường Châu Âu.

Trong năm 2015, xu hướng thị trường đối với nhóm hàng bánh kẹo khiến đây là nhóm sản phẩm duy nhất trong các nhóm sản phẩm chính của QNS không tăng trưởng. Tuy nhiên trong 9T.2016, tình trạng này đã được cải thiện khi doanh thu thuần của Bánh kẹo Bicasfun đạt 280,2 tỷ đồng, cao hơn 16,7% so với cùng kỳ 2015. Với lợi nhuận gộp gần 78 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp của Bicasfun tăng mạnh từ mức 22,5% trong 9T.2015 lên thành 27,8% trong 9T.2016.

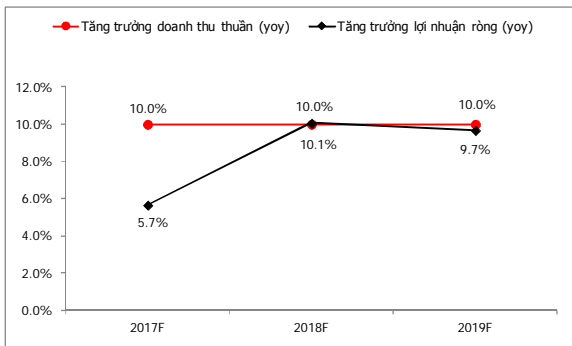
Các sản phẩm dịch vụ khác: (1) *Mạch nha*: Đây là sản phẩm được làm chủ yếu từ bột sắn. Sản phẩm mạch nha của QNS là nguyên liệu được dùng để sản xuất bánh kẹo cho các công ty sản xuất bánh kẹo trên cả nước. (2) *Cơ khí*: Công ty cũng cung cấp các dịch vụ liên quan đến cơ giới nông nghiệp (cày bừa, dịch vụ sau thu hoạch, dịch vụ trồng trọt), cơ khí (chế tạo, lắp ráp, sản xuất các loại máy nông lâm nghiệp, máy chuyên dụng, sửa chữa các loại máy móc thiết bị...),... (3) *Khai thác, xử lý và cung cấp nước*: Một đơn vị trực thuộc QNS là Trung tâm Môi trường và nước sạch thực hiện dịch vụ xử lý nước thải, dịch vụ cảnh quan môi trường, khai thác, xử lý và cung cấp nước.

Triển vọng kinh doanh 2017F - 2019F
(tỷ đồng)



Nguồn: MSI dự phóng

Tăng trưởng DTT và LNR giai đoạn 2017F - 2019F



Nguồn: MSI dự phóng

TRIỂN VỌNG KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2017F - 2019F

Vào cuối năm 2016, Nhà máy Sửa đậu nành Việt Nam Vinasoy Bình Dương sẽ hoàn thành giai đoạn 1 và chính thức đi vào hoạt động với công suất 90 triệu lít/năm, nâng tổng công suất của Công ty lên 390 triệu lít/năm. Nếu tình hình thị trường thuận lợi, Vinasoy sẽ tiến hành tiếp giai đoạn 2 của nhà máy để đạt công suất thiết kế tối đa là 180 triệu lít/năm. Như vậy khi nhà máy Bình Dương hoàn thiện, công suất của 3 nhà máy chế biến sửa đậu nành sẽ là 480 triệu lít/năm. Nhu cầu sử dụng thực phẩm dinh dưỡng lành được đảm bảo an toàn vệ sinh thực phẩm của người tiêu dùng đang ngày càng cao, cùng với dự địa phát triển của ngành sửa đậu nành còn rất lớn là những yếu tố cơ sở đảm bảo cho sự phát triển trong tương lai của hoạt động sản xuất kinh doanh sửa đậu nành của doanh nghiệp.

Công suất ép của Nhà máy Đường An Khê cũng đã được nâng lên thành 18.000 tấn mía/ngày. Ngoài ra QNS còn đầu tư mua sắm máy thu hoạch mía phục vụ cơ giới hóa vùng nguyên liệu mía của Công ty, và đầu tư cho Trung tâm nghiên cứu ứng dụng giống mía Gia Lai với mục đích không những tăng diện tích trồng mía theo quy trình cơ giới hóa mà chất lượng giống mía và năng suất thu hoạch cũng được nâng cao. Do đó lượng sản phẩm Công ty có thể cung ứng ra thị trường sẽ nhiều hơn, đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ. Dự báo tình trạng thiếu hụt sản lượng đường trên thế giới sẽ không tiếp diễn trong niên vụ 2016/17, tuy nhiên lượng hàng tồn kho trong nước đang sụt giảm và nhu cầu tiêu thụ đường vẫn tăng ổn định sẽ ít nhiều ảnh hưởng đến giá đường.

Các nhóm sản phẩm khác của QNS như bia, nước giải khát và bánh kẹo được dự báo là sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sẽ không cao, do đó kết quả kinh doanh của 3 nhóm này sẽ duy trì khả quan, ít biến động.

Vì những nguyên nhân trên nên chúng tôi dự phóng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu thuần trung bình trong 3 năm 2017F - 2019F của QNS là 10%/năm. Theo đó, doanh thu dự phóng của Công ty là 8.306,8 tỷ đồng năm 2017, 9.137,5 tỷ đồng năm 2018 và 10.051,3 tỷ đồng năm 2019. Do nhà máy sửa tại Bình Dương mới đi vào hoạt động và nhà máy đường An Khê vừa hoàn thiện việc mở rộng nâng công suất, nên sản lượng sản xuất có thể chưa thật ổn định. Đây là lý do khiến chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2017 sẽ có tỷ lệ tăng trưởng không quá mạnh là 5,7%, đạt mức 1.272,6 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng năm 2018F và 2019F được dự đoán là sẽ tăng trưởng tốt, lần lượt là 1.400,7 tỷ đồng (+10,1% yoy) và 1.535,9 tỷ đồng (+9,7% yoy). Đi cùng với lượng sản phẩm tiêu thụ tăng lên, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp năm cũng được dự đoán là sẽ tăng khiến biên lợi nhuận của Công ty có thể sẽ suy giảm nhẹ, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao hơn so với các công ty sản xuất chế biến thực phẩm đồ uống khác. Biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2017F - 2019F dao động từ 30% đến 30,2%. Biên lợi nhuận ròng trong 3 năm này sẽ quanh mức 15,3%.

ĐÁNH GIÁ VỀ CỔ PHIẾU QNS**Định giá**

Chúng tôi sử dụng phương pháp Tổng các giá trị thành phần (Sum-of-the-Parts) để định giá cổ phiếu QNS. Theo đó giá trị doanh nghiệp được xác định dựa trên giá trị của 6 lĩnh vực kinh doanh của Công ty gồm: (1) Sữa đậu nành, (2) Đường, (3) Bia, (4) Nước khoáng, (5) Bánh kẹo và (6) các hoạt động kinh doanh khác. Trong đó 5 nhóm sản phẩm chính sẽ được định giá theo chỉ số Giá/Doanh thu (Price to Sales - P/S) trung bình của các công ty cùng ngành, nhóm các sản phẩm dịch vụ khác được định giá theo phương pháp so sánh theo P/E thị trường.

- Sữa đậu nành: Doanh thu thuần của mảng sữa đậu nành ước tính chiếm 52% trong cơ cấu doanh thu của Công ty. P/S định giá hoạt động chế biến sữa đậu nành của QNS là 3,5x, chiết khấu 10,7% so với P/S trung bình 3,92x của VNM, giá trị hợp lý là 80.611 đồng/cp.
- Đường: Ước tính mặt hàng đường sẽ đóng góp 27% vào tổng doanh thu thuần của doanh nghiệp. P/S định giá hoạt động sản xuất kinh doanh đường của Công ty là 1,93x, không chiết khấu so với P/S trung bình 1,93x của BHS và SBT, giá trị hợp lý là 23.080 đồng/cp.
- Bia: Các sản phẩm bia được tính chiếm tỷ trọng 7% trong cơ cấu doanh thu thuần của QNS. P/S định giá mảng bia của Công ty là 3,5x, chiết khấu 16,1% so với P/S trung bình 4,2x của SAB và BHN, giá trị hợp lý là 10.851 đồng/cp.
- Nước giải khát: Nhóm các sản phẩm nước giải khát ước tính chiếm 5% trong cơ cấu doanh thu Công ty. P/S định giá lĩnh vực nước giải khát doanh nghiệp là 1,05x, không chiết khấu so với P/S trung bình 1,05x của SCD và VKD, giá trị hợp lý là 2.325 đồng/cp.
- Bánh kẹo: Ước tính doanh thu thuần của mảng bánh kẹo chiếm tỷ trọng 5% trong cơ cấu doanh thu của QNS. P/S định giá mảng bánh kẹo của Công ty là 1,5x, không chiết khấu so với P/S trung bình 1,5x của BBC và HHC, giá trị hợp lý là 3.322 đồng/cp.
- Các hoạt động kinh doanh khác: P/E định giá các hoạt động sản xuất kinh doanh khác của Công ty là 10,0x, chiết khấu 35,1% so với P/E thị trường là 15,4x. EPS Forward 2017F của mảng này là 355 đồng/cp, giá trị hợp lý là 3.547 đồng/cp.

Theo đó giá trị hợp lý của cổ phiếu QNS là 123.740 đồng/cp. Tiềm năng tăng trưởng là 30% so với giá thị trường là 95.200 đồng/cp.

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu QNS với giá mục tiêu là **123.740 đồng/cp** cho mục tiêu trung và dài hạn vì những lý do như sau:

- Theo Bộ Công thương, trong 6 tháng đầu năm 2016, ngành thực phẩm và đồ uống tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, chế biến thực phẩm tăng 12,9% yoy, sản xuất đồ uống tăng 10,1% yoy và chỉ số tồn kho đã giảm được 6%. Ngành thực phẩm và đồ uống được nhận định sẽ tiếp tục tăng trưởng trong các năm tới do (1) thu nhập tăng nên người tiêu dùng tăng chi tiêu, (2) quy mô dân số lớn với cơ cấu dân số trẻ, (3) hệ thống chuỗi cửa hàng tiện lợi và siêu thị ngày càng mở rộng về quy mô và chất lượng, (4) các chủng loại sản phẩm ngày càng phong phú với chất lượng và số lượng ngày càng cao...
- Là một doanh nghiệp có thâm niên hoạt động đa ngành nghề trong lĩnh vực thực phẩm và đồ uống, hiện QNS đã thành công trong việc xây dựng thương hiệu cho các nhóm sản phẩm chính của mình gồm: (1) Sữa đậu nành Fami và Vinasoy, (2) Đường An Khê và Phố Phong, (3) Nước khoáng Thạch Bích, (4) Bia Dung Quất, (5) Bánh kẹo Biscafun.

Trong đó, nhãn hiệu sữa đậu nành Fami và Vinasoy đạt thành công lớn nhất khi được biết đến như cái tên dẫn đầu trong ngành sản xuất sữa đậu nành bao bì giấy khi chiếm đến 84,2% thị phần cả nước trong năm 2015, vượt xa và áp đảo các đối thủ khác. Không những thế, các dòng sản phẩm sữa đậu nành cũng đóng góp phần lớn nhất trong cơ cấu doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của QNS.

QNS đang sở hữu 3 nhà máy sản xuất sữa đậu nành tại Quảng Ngãi (miền Trung), Bắc Ninh (miền Bắc) và Bình Dương (miền Nam). Hệ thống phân phối rộng khắp với 156 nhà phân phối và 142.000 điểm bán hàng trên hệ thống cả nước. Quy mô sản xuất lớn cùng công nghệ tiên tiến, trang thiết bị hiện đại giúp Vinasoy gia nhập Top 5 công ty chế biến sữa đậu nành lớn nhất thế giới. Việc đầu tư xây dựng nhà máy tại Bình Dương (tổng vốn đầu tư là 898,4 tỷ đồng) mang đến nhiều lợi ích cho Công ty trong thời gian tới: (1) Nâng tổng công suất sản xuất sữa đậu nành của doanh nghiệp lên 390 triệu lít/năm (tương đương với 2 tỷ sản phẩm/năm) và sau đó là 480 triệu lít/năm khi nhà máy hoàn thiện giai đoạn 2, qua đó Công ty có thể tăng lượng sản phẩm cung ứng ra thị trường và đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của khách hàng. (2) Nhà máy được xây dựng tại Bình Dương sẽ giúp doanh nghiệp rút ngắn thời gian và khoảng cách vận chuyển sản phẩm đến người tiêu dùng tại khu vực miền Nam. Nhờ đó, QNS có thể cắt giảm chi phí, cải thiện hiệu quả kinh doanh và tăng thị phần. Do mảng sữa đậu nành đóng gói bao bì giấy chỉ chiếm khoảng 32% thị trường tiêu thụ sữa đậu nành cả nước, và sự thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng chuyển sang sử dụng thực phẩm lành và an toàn vệ sinh thực phẩm nên dư địa phát triển và khai thác thị trường của ngành sữa đậu nành đóng gói nói chung và của Vinasoy nói riêng là còn rất lớn.

Tình hình tiêu thụ và doanh thu từ các nhóm sản phẩm khác như đường, bia, nước giải khát và bánh kẹo đều tăng trưởng khá tốt. Riêng tại thị trường khu vực miền Trung, các thương hiệu bia Dung Quất, nước khoáng Thạch Bích và bánh kẹo Biscafun đã xây dựng và giữ vững được vị thế riêng của mình.

- Trong năm 2016, QNS đã hoàn thành dự án mở rộng nâng công suất ép của nhà máy đường An Khê là 18.000 tấn mía/ngày với tổng vốn đầu tư là 1.653,2 tỷ đồng, diện tích đất là 301.557,1 m². Bên cạnh đó Công ty cũng đã triển khai xây dựng Nhà máy Nhiệt điện sinh khối An Khê công suất 95MW với vốn đầu tư là 1.900 tỷ đồng sử dụng bã mía thừa làm nguyên liệu đốt tạo năng lượng sạch, an toàn và thân thiện môi trường, phục vụ cho nhu cầu sản xuất của nhà máy An Khê và hòa vào lưới điện Quốc gia. Đây là kế hoạch khai thác chuỗi giá trị ngành đường của doanh nghiệp, giúp ổn định giá trị cây mía trong vùng nguyên liệu, hỗ trợ người nông dân và giải quyết được nhiều vấn đề khác.
- Công ty luôn duy trì tốc độ tăng trưởng cao, ổn định qua thời gian dài hoạt động với tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng trung bình giai đoạn 2012 - 2015 là 24,1%. Biên lợi nhuận gộp qua các năm dao động trong mức 27 - 30%, cao hơn tỷ suất lợi nhuận gộp của các Công ty khác cùng ngành. Biên lợi nhuận ròng luôn được duy trì quanh mức 14%. Bên cạnh đó, QNS còn có tiềm lực tài chính vững chắc. Tính đến cuối tháng 9/2016, lượng tiền và tương đương tiền của Công ty là 294 tỷ đồng và 1.594,7 tỷ đồng lợi nhuận chưa phân phối, nợ vay ngắn hạn và dài hạn chỉ bằng 23,9% tổng tài sản và đang có xu hướng giảm dần.
- Cổ phiếu QNS đang được giao dịch thấp hơn giá trị thực tế với P/B là 4,5x và P/E Trailing là 13,0x, thấp hơn 15,4% so với P/E thị trường 15,4X. Theo phương pháp định giá Tổng các giá trị thành phần (Sum-of-the-Parts), giá trị hợp lý của cổ phiếu QNS là 123.740 đồng/cp, 30% cao hơn thị giá hiện tại.

Những vấn đề cần lưu ý

- Đặc thù của ngành thực phẩm và đồ uống là yếu tố thời tiết biến động thất thường có thể tác động mạnh đến sản lượng đậu nành và mía, hai nguyên liệu chính để QNS sản xuất sữa đậu nành và đường. Sản lượng thiếu hụt sẽ đẩy giá nguyên liệu đậu nành và mía lên cao, tác động đến kết quả kinh doanh của Công ty. Bên cạnh đó, nguyên liệu bột mì để sản xuất bánh kẹo hầu hết phải nhập khẩu nên giá nguyên liệu này phụ thuộc hoàn toàn vào diễn biến thị trường thế giới.
- Ngành thực phẩm và đồ uống có tốc độ tăng trưởng tốt nên áp lực cạnh tranh trong ngành sẽ ngày càng tăng do có nhiều công ty mới gia nhập thị trường. Đặc biệt khi các Hiệp định tự do thương mại và các Khối cộng đồng kinh tế mà Việt Nam tham gia có hiệu lực, áp lực cạnh tranh từ các doanh nghiệp nước ngoài sẽ lớn hơn rất nhiều.

Tóm tắt tài chính doanh nghiệp giai đoạn 2012A - 2019F

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	Kế hoạch 2016	2016E	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	4,833.9	5,543.8	6,249.5	7,785.2	7,434.3	7,551.7	8,306.8	9,137.5	10,051.3
Tăng trưởng (% yoy)	21.4	14.7	12.7	24.6	n/a	(3.0)	10.0	10.0	10.0
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	708.2	582.5	774.3	1,230.1	201.0	1,204.5	1,272.6	1,400.7	1,535.9
Tăng trưởng (% yoy)	22.4	(17.7)	32.9	58.9	n/a	(2.1)	5.7	10.1	9.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	14.7	10.5	12.4	15.8	2.7	15.9	15.3	15.3	15.3
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,496.6	1,725.5	1,735.1	2,607.7	n/a	3,672.7	3,799.9	3,940.0	4,093.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,012.5	4,011.7	3,945.0	5,172.3	n/a	6,169.9	6,340.0	6,565.7	6,810.0
ROE (%)	47.3	33.8	44.6	47.2	n/a	32.8	33.5	35.6	37.5
ROA (%)	23.5	14.5	19.6	23.8	n/a	19.5	20.1	21.3	22.6
EPS (đồng)	11,387.6	5,948.5	6,589.1	8,722.9	n/a	6,422.1	6,785.6	7,468.4	8,189.5
BVPS (đồng)	24,063.6	17,619.8	14,764.8	18,492.4	n/a	19,582.4	20,260.9	21,007.7	21,826.7
Cổ tức (đồng)	3,000.0	3,000.0	3,000.0	3,000.0	1,500.0	3,000.0	3,000.0	3,000.0	3,000.0
P/E	-	-	-	-	-	15.0	14.2	12.9	11.7
P/B	-	-	-	-	-	4.9	4.7	4.6	4.4

Nguồn: BCTC của QNS, MSI dự phóng

Danh sách các đơn vị trực thuộc QNS

STT	Tên đơn vị trực thuộc/ Công ty con	Địa chỉ
1	Chi nhánh TP.HCM	397 KP3 QL1A, Q. Bình Tân, TP.HCM
2	Nhà máy đường Phố Phong	Km6 - QL 24, xã Phố Phong, huyện Đức Phổ, tỉnh Quảng Ngãi
3	Nhà máy bánh kẹo BISCAFUN	2 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi
4	Nhà máy bia Dung Quất	2 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi
5	Nhà máy nước khoáng Thạch Bích	2 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi
6	Nhà máy sữa đậu nành Việt Nam VINASOY	2 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi
7	Nhà máy sữa đậu nành Việt Nam VINASOY Bắc Ninh	TS 5, KCN Tiên Sơn, thị xã Từ Sơn, tỉnh Bắc Ninh
8	Nhà máy nha Quảng Ngãi	2 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi
9	Nhà máy cơ khí	2 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi
10	Xí nghiệp Cơ giới Nông nghiệp An Khê	Thị xã An Khê, tỉnh Gia Lai
11	Trung tâm môi trường và nước sạch	2 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi
12	Trung tâm giống mía Quảng Ngãi	Thôn Phú Lâm Tây, huyện Nghĩa Hành, tỉnh Quảng Ngãi
13	Nhà máy đường An Khê	Xã Thành An, thị xã An Khê, tỉnh Gia Lai
14	Trung tâm nghiên cứu ứng dụng đậu nành VINASOY	2 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi
15	CT TNHH MTV thương mại Thành Phát	2 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi
16	NM Nhiệt điện sinh khối An Khê	Thôn 2 xã Thành An, thị xã An Khê, tỉnh Gia Lai
17	Nhà máy sữa đậu nành Việt Nam VINASOY Bình Dương	15 VSIP II, A, đường số 31, KCN Việt Nam Singapore, thị xã Tân Uyên, tỉnh Bình Dương

Nguồn: QNS

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Tiến sỹ Lê Đức Khánh - Giám đốc Chiến lược Đầu tư

Email: khanhld@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoanbd1@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Cao cấp

Email: hongtt@msi.com.vn

Nguyễn Anh Tùng - Chuyên viên

Email: tungna@msi.com.vn

Đặng Thị Mỹ Linh - Chuyên viên

Email: linhdtm@msi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU – CN. HỒ CHÍ MINH

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên Cao cấp

Email: ductm1@msi.com.vn

Bùi Ngọc Lan Phương - Chuyên viên

Email: phuongbnl@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phan Nguyễn Hoàn Quân - Giám đốc ICC

Email: quanpnh@msi.com.vn

Phùng Thanh Huyền - Chuyên viên ICC

Email: huyenpt@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. 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 MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI 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 độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI 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.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, 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 lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.