

# TỔNG CTCP BIA RƯỢU NGK SÀI GÒN (SAB)

Ngày 04 tháng 01 năm 2017

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ



Giá hiện tại	(04/01/17)	Đồng	197.000
Giá trị dài hạn	<b>CP phản ánh đúng giá trị</b>		
Giá mục tiêu:	210.200	Đồng	
Mã Bloomberg: <b>SAB VN</b>	Sàn: HSX		
Ngành:	Hàng tiêu dùng		
Cao/thấp nhất 52 tuần	226.300 đ / 132.000 đ		
Số lượng cổ phiếu (triệu)	641,28		
Vốn hóa (Tỷ đồng)	130.501		
SLCP tự do chuyển nhượng	64.128.118		
Sở hữu nước ngoài	9%		
<b>EPS (Đồng)</b>			
2016 VPBS dự báo	6.767		
2015	5.318		
2014	4.097		
2013	3.352		

	2012-15	2016F	2017F
	CAGR	Tỷ đồng	Tỷ đồng
Doanh thu	7,6%	29.927	32.854
Lợi nhuận ròng	8,5%	4.392	4.787

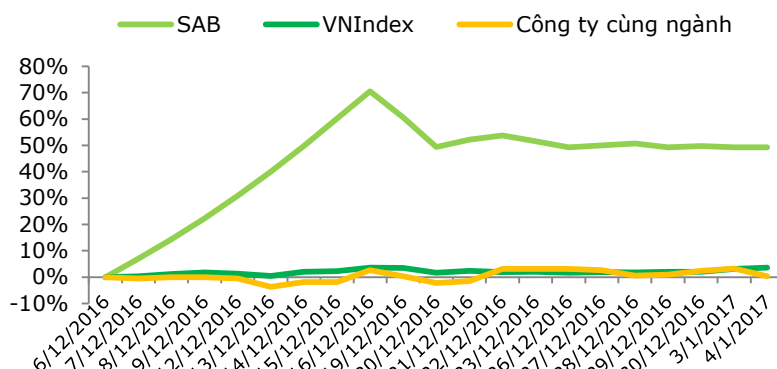
Chỉ số	SAB	Cùng ngành	VNI
P/E	29,7	19,5	16,01
P/B	8,7	8	1,92
EV/EBITDA	23,2	12,8	10,39
Nợ vay/ VCSH	0,53	0,93	0,99
Biên LN ròng	14,7%	10,59%	8,47%
ROA	19,7%	17,43%	2,03%
ROE	30,2%	29,12%	11,85%

### Giới thiệu công ty:

SAB là doanh nghiệp Nhà nước, trực thuộc Bộ Công thương, và có quy mô lớn nhất trong ngành bia hiện nay. Công ty hiện có trụ sở chính tại 06 Hai Bà Trưng, Thành phố Hồ Chí Minh.

Lĩnh vực hoạt động: Sản xuất, kinh doanh Bia, Rượu, Nước giải khát, xuất nhập khẩu nguyên liệu, vật tư, phụ liệu, hóa chất.

Kết quả 9 tháng đầu năm 2016: Tổng tài sản: 22.703 tỷ đồng; Vốn chủ sở hữu: 14.403 tỷ đồng; Doanh thu thuần: 21.809 tỷ đồng (tăng 8,9% theo năm); Lợi nhuận ròng: 3.547,7 tỷ đồng (tăng 23% theo năm).



Trong báo cáo lần đầu về Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB), chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ**.

- ❖ **Kết quả hợp nhất 9 tháng đầu năm SAB tăng trưởng tốt**, trong đó doanh thu thuần tăng 8,9% và lợi nhuận thuần thuộc về cổ đông công ty mẹ tăng 23% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự đoán lợi nhuận ròng của Công ty sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong 2017 và biên lợi nhuận ròng cải thiện (theo số liệu chúng tôi thu thập, tình trạng lũ lụt tại Châu Âu không quá nghiêm trọng và dự đoán giá malt sản xuất bia sang năm giảm khoảng 2-3%).
- ❖ **Triển vọng chung của ngành Bia tiếp tục khả quan tuy nhiên sẽ có sự phân hóa**: thu nhập của người dân được cải thiện cùng với tỷ lệ dân số trẻ, thói quen sử dụng nhiều sản phẩm bia sẽ là những nhân tố chính giúp cho ngành bia tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới. Trong ngành sẽ có sự chuyển dịch cơ cấu tiêu dùng theo hướng các sản phẩm bia cao cấp có thể có tốc độ tăng trưởng tốt hơn so với dòng bia phổ thông vốn đã bắt đầu có dấu hiệu bão hòa (dòng bia phổ thông vẫn chiếm khoảng 60% sản lượng toàn ngành).
- ❖ **Tuy nhiên việc phân hóa cũng mang lại rủi ro**, do phân khúc bia cao cấp vốn không phải thế mạnh của Sabeco nên tốc độ tăng trưởng của Sabeco sẽ thấp hơn một số hãng bia cao cấp (như Sapporo, Budweiser, ...). VPBS dự đoán tăng trưởng của Sabeco sẽ sát với tốc độ tăng trưởng của ngành (khoảng trên 6%/năm) trên cơ sở SAB tiếp tục cải thiện mạng lưới phân phối và hiệu quả marketing sản phẩm.
- ❖ **Những cú hích phát triển có thể đến từ các đợt thoái vốn của Nhà nước**: Nhà nước sẽ bán phần vốn của mình nhưng trước mắt sẽ tạm duy trì tỷ lệ sở hữu khoảng 35%. Đối tác tiềm năng nhất làm cổ đông chiến lược của Sabeco là được cho là hãng bia Asahi của Nhật. Dự kiến việc thoái bớt vốn và có thêm cổ đông chiến lược sẽ giúp Sabeco tăng hiệu quả hoạt động, hiệu quả quản trị, các giải pháp công nghệ, phát triển sản phẩm mới.
- ❖ **Giá cổ phiếu ở các mức định giá gần với giá trị nội tại doanh nghiệp**. Theo giá đóng cửa ngày 04/01/2017, giá cổ phiếu SAB đã giao dịch ở mức P/E là 29,7 lần, tức là không còn rẻ khi so với P/E của các công ty cùng ngành là 19,5 và của VNIndex là 16,0. Mức EV/EBITDA đạt 23,2 và P/B đạt 8,7, đều cao hơn so với các chỉ số tương ứng của ngành thực phẩm & đồ uống.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

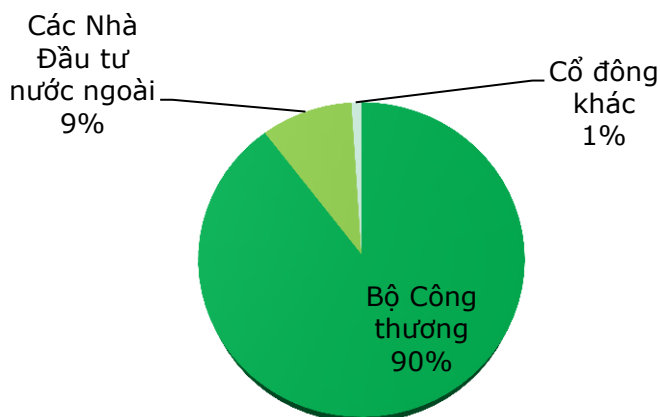
Sabeco là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh bia rượu lớn nhất Việt Nam hiện nay với thị phần đã đạt đến mức có thể chi phối ngành bia. Tiền thân của Sabeco là Nhà máy bia Chợ Lớn thuộc hãng B.G.I của Pháp, sau đó được Nhà nước Việt Nam tiếp quản. Ngày 17/05/1977 Nhà máy Bia Sài Gòn được thành lập và đến năm 2003, Bộ Công nghiệp (nay là Bộ Công Thương) có Quyết định số 74/2003/QĐ-BCN thành lập Sabeco trên cơ sở tổ chức lại Công ty Bia Sài Gòn và các Công ty rượu Bình Tây, Công ty Nước giải khát Chương Dương và Nhà máy Thủy tinh Phú Thọ.

Sabeco được cổ phần hóa năm 2007 theo Quyết định 1862/QĐ-TTg và chính thức niêm yết cổ phiếu tại Sở Giao dịch chứng khoán TP.Hồ Chí Minh ngày 6/12/2016 với mã chứng khoán SAB.

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tổng Công ty có 1.227 cổ đông, trong đó Bộ Công thương là cổ đông lớn nhất, đồng thời nắm quyền chi phối với 89,59 % cổ phần. Các nhà đầu tư nước ngoài đang sở hữu 9,39% cổ phần, trong đó khoảng 5% được sở hữu bởi hãng bia Heineken. Các cổ đông nhỏ lẻ còn lại nắm giữ 1% cổ phần tại SAB, và đây cũng là lượng cổ phiếu trôi nổi và được giao dịch thường xuyên trên TTCK.

#### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG CỦA SABECO



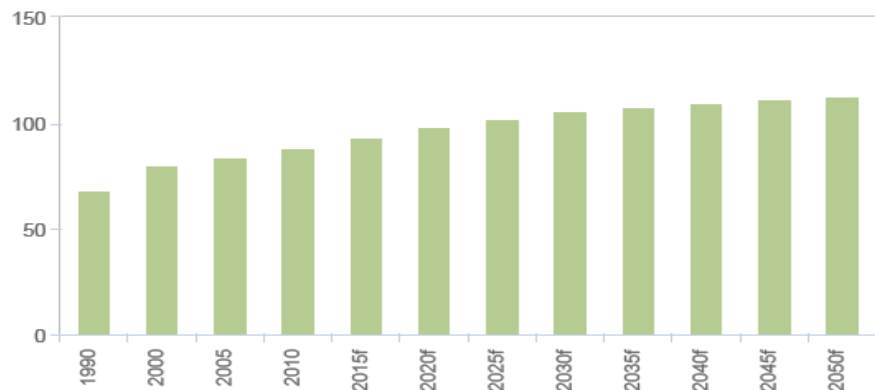
Dữ liệu ngày 06/10/2016. Nguồn: Bản cáo bạch

### TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG BIA VIỆT NAM

Theo hiệp hội Bia rượu nước giải khát Việt Nam (VBA), Đến nay cả nước có khoảng 129 cơ sở sản xuất bia; trong tổng số 63 tỉnh thành phố trên cả nước hiện nay 43 tỉnh là có cơ sở sản xuất bia. Sản lượng sản xuất của các cơ sở sản xuất tập trung ở các tỉnh thành và thành phố lớn như TP.HCM 34,69%; Hà Nội 12,64%; Thừa Thiên - Huế 6,8%... Trong nước cũng đã xuất hiện những cơ sở sản xuất có quy mô lớn từ 200 đến 400 triệu lít/năm như nhà máy bia Củ Chi (Sabeco), Nhà máy bia Mê Linh (Habeco). Nhà máy bia Việt Nam (Heineken) ở TPHCM, ...

**Nhờ Tình hình kinh tế ổn định, thu nhập người dân tăng lên không ngừng sẽ tiếp tục thúc đẩy thị trường bia Việt Nam.** Theo trung tâm nghiên cứu Người tiêu dùng và Khách hàng của Boston Consulting Group (Hoa Kỳ), tầng lớp trung lưu và giàu có (bao gồm những người có thu nhập một tháng là 714 đô la hoặc cao hơn) dự kiến sẽ tăng gấp đôi lên tới 33 triệu người, một phần ba dân số đất nước, trong khoảng thời gian từ năm 2014 đến năm 2020. Việt Nam vẫn đang ở trong thời kỳ dân số trẻ, được dự báo sẽ vượt ngưỡng 100 triệu dân vào năm 2025, trong đó 68% là dân số trong độ tuổi lao động, đây là yếu tố hỗ trợ lớn giúp sản lượng bia tiêu thụ sẽ vẫn tiếp tục được gia tăng và duy trì ở mức cao trong nhiều năm tới.

#### **Dự báo dân số Việt Nam đến 2050 (đơn vị: triệu người)**



#### **Tốc độ tăng trưởng sản xuất bia ở mức tốt:**

Nhờ tỷ lệ dân số trẻ, sự gia tăng và phát triển của ngành du lịch, trong những năm qua, tốc độ tiêu thụ bia tại Việt Nam luôn ở mức rất cao. Theo VBA, mức tiêu thụ bia tại Việt Nam đã tăng gấp đôi trong 5 năm qua. Riêng trong năm 2015, Việt Nam tiêu thụ 3,4 tỷ lít bia và là quốc gia tiêu thụ bia cao nhất Đông Nam Á, đứng thứ 3 Châu Á và nằm trong top 15 thế giới.

Theo BMI, trong giai đoạn 2016-2019, tốc độ tăng trưởng thị trường bia Việt Nam được dự báo sẽ vẫn giữ ở mức 5,5-5,7% đối với sản lượng, trong khi giá trị sẽ đạt tăng trưởng cao hơn từ 9,6-10,9% do nhu cầu của khách hàng đang dần hướng đến các loại bia trung cấp và cao cấp như bia chai, bia lon, bia tươi thay vì bia hơi giá rẻ.

Về mặt thị phần, Tổng công ty Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco) tiếp tục là đơn vị dẫn đầu về sản lượng bia với 1,38 tỷ lít. Heineken Việt Nam đã vượt qua Tổng công ty Bia - Rượu - Nước giải khát Hà Nội (Habeco) để vươn lên vị trí thứ 2 về sản lượng trong ngành bia với 729 triệu lít (mức của Habeco chỉ là 667,8 triệu lít). Công ty Carlsberg - Việt Nam đạt 229 triệu lít. Như vậy, chỉ riêng 4 doanh nghiệp sản xuất bia lớn là Sabeco, Công ty TNHH nhà máy bia Việt Nam, Habeco và Carlsberg - Việt Nam đã chiếm 88,4% thị phần trong ngành bia.

#### **Nhưng ngành bia hiện cũng xuất hiện một số nhân tố bất lợi:**

(1) Việc tăng cạnh tranh do sự gia nhập của những dòng bia mới như: nhãn hiệu Sapporo cho ra các sản phẩm, phương thức đóng gói mới được người tiêu dùng đón nhận rộng rãi; bia Budweiser của tập đoàn khổng lồ Anheuser-Busch

---

với chiến dịch thuê đội PG Bia trên phạm vi rộng khắp, bia Sư tử trắng của công ty Masan Brewery HG với sự hỗ trợ rất mạnh từ hệ thống phân phối của tập đoàn Masan, hay việc âm thầm mở rộng thị phần của Carlsberg với nhãn bia mới Tuborg bán rất chạy... và nhiều hãng bia nước ngoài khác cũng đang chủ động thâm nhập và mở rộng thị phần.

(2) Áp lực có thể đến từ việc giảm thuế nhập khẩu bia về 0% khi Việt Nam gia nhập TPP, mặc dù xác suất TPP được hoàn tất đã giảm đáng kể sau khi Donald Trump thắng cử Tổng thống Hoa Kỳ. Tuy nhiên, do có sự can thiệp lớn của các chính sách Nhà nước, hiện các thương hiệu bia nước ngoài mới chưa ào ạt thâm nhập và chiếm thị phần ngay tại Việt Nam.

Cụ thể, rủi ro đến từ việc các doanh nghiệp FDI đang tăng đầu tư nhằm chiếm lĩnh phân khúc bia cao cấp:

Nhiều doanh nghiệp bia lớn của thế giới đang xây nhà máy mới, nâng công suất nhà máy hoặc M&A với các doanh nghiệp nội để tham gia thị trường nhằm phát triển dòng bia cao cấp tại Việt Nam. Ví dụ như Tập đoàn BTG Holding (Slovakia) đã đầu tư với số vốn 86 triệu EUR để xây dựng tại Hòa Bình Nhà máy bia công suất 190 triệu lít/năm từ quý IV/2015. Heineken (chiếm 8,8% thị phần thế giới năm 2011) đã nâng tổng công suất tại các nhà máy Việt Nam lên hơn 610 triệu lít/năm. Hãng bia Anheuser - Busch InBev (AB Inbev), chiếm 18,3% thị phần thế giới với thương hiệu bia Budweiser cũng mới vận hành nhà máy có công suất 100 triệu lít/năm tại tỉnh Bình Dương từ tháng 5/2015.

Các hãng bia lớn của thế giới chỉ chọn dòng sản phẩm cao cấp để phát triển tại Việt Nam, chứ không phải là phân khúc bia phổ thông này do: thị phần dòng sản phẩm phổ thông đang tập trung chủ yếu vào 2 doanh nghiệp nội là Sabeco và Habeco. Ngoài ra, các dòng sản phẩm bia cao cấp có tỷ suất lợi nhuận cao hơn và trong 10 năm tới, tầng lớp trung lưu của Việt Nam sẽ tăng gấp 2-3 lần (đã trình bày ở trên), sẽ là yếu tố cốt lõi giúp phân khúc bia cao cấp ngày càng phát triển.

Sự gia nhập của các doanh nghiệp bia nước ngoài sẽ giúp thị trường bia trở nên sôi động hơn. Trong khi đó, Habeco và Sabeco, 2 doanh nghiệp chủ đạo dòng bia phổ thông, sẽ phải giảm dần thị phần, tạo sân chơi lành mạnh cho các doanh nghiệp bia và nước giải khát trong và ngoài nước khác

Tóm lại, theo đánh giá của chúng tôi, mặc dù có thể gặp một vài khó khăn trước mắt, Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm sáng về tiêu thụ bia của Thế giới, nhờ (1) Tăng trưởng ngành bia được dự đoán sẽ còn ở mức hấp dẫn; (2) Sự tăng trưởng của ngành du lịch và Việt Nam vẫn đang trong thời kỳ dân số trẻ, với tỷ lệ ở độ tuổi 15 – 54 chiếm nhiều nhất trong dân số (61.91%), đây là độ tuổi các đối tượng sử dụng bia nhiều nhất và (3) Tầng lớp trung lưu và giàu có tiếp tục tăng nhanh, dự báo sẽ tăng gấp đôi lên tới 33 triệu người, tương đương khoảng 1/3 dân số Việt Nam đến năm 2020.

## PHÂN TÍCH SWOT NGÀNH

### Điểm mạnh

- Tăng trưởng doanh thu cao, đạt mức 13,3%/năm giai đoạn 2011-2015
- Tiêu thụ bia/đầu người tại Việt Nam tăng nhanh, đạt 31,5 lít/người năm 2015 từ mức 6,6 lít/người năm 2010. Tiêu thụ bia của Việt Nam đứng đầu Đông Nam Á, đứng thứ 5 châu Á.

### Cơ hội

- Xu hướng tiêu dùng theo hướng tăng tiêu thụ bia cao cấp giúp tăng giá trị thị trường và mở ra cơ hội cho doanh nghiệp sản xuất phát triển tiếp phân khúc này;
- Ngành du lịch phát triển tốt và cơ hội xuất khẩu ngày càng tăng;
- Gia tăng xuất khẩu khi tham gia hiệp định TPP, cơ hội đầu tư từ các doanh nghiệp FDI và khả năng tiếp cận chuỗi giá trị bia toàn cầu của doanh nghiệp bia Việt Nam.

### Điểm yếu

- Doanh nghiệp nội vẫn yếu ở phân khúc bia phổ thông.
- 60-70% nguồn nguyên liệu sản xuất bia vẫn phải phụ thuộc nguồn nhập khẩu do nước ta không có khí hậu thuận lợi trồng đại mạch;

### Thách thức

- Gia tăng cạnh tranh với sản phẩm bia nhập khẩu từ các nước tham gia Hiệp định TPP, FTA Việt Nam – EU khi thuế nhập khẩu giảm về 0% trong 10 năm.
- Chuyển dịch sang dòng bia cao cấp thay vì dòng bia phổ thông của doanh nghiệp nội do phải cạnh tranh gay gắt với thương hiệu bia nhập khẩu và bia cao cấp sản xuất trong nước.
- Tăng trưởng tiêu thụ bia có dấu hiệu giảm tốc do chính sách thuế tiêu thụ đặc biệt áp dụng từ 01/7/2015. Theo đó, rượu từ 20 độ trở lên sẽ tăng thuế từ 50% hiện nay lên 65%; Rượu dưới 20 độ sẽ tăng thuế từ 25% hiện nay lên 35%; Bia cũng tăng thuế từ 50% lên 65%.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### THƯƠNG HIỆU NỔI TIẾNG TRONG NGÀNH



Tổng Công ty có các lĩnh vực hoạt động chính: bia, rượu, nước giải khát, cồn, bao bì và vật tư. Trong đó bia là lĩnh vực kinh doanh chủ đạo, chiếm trên 87% doanh thu của Tổng Công ty trong năm 2014 và 2015. Mảng rượu và nước giải khát chiếm tỉ trọng không đáng kể.

Các sản phẩm bia chủ lực của Tổng Công ty gồm có Bia Lon Sài Gòn 333, Bia Chai Sài Gòn 355, Bia Chai Sài Gòn 450, Bia Chai Sài Gòn 330, Bia Lon Sài Gòn 330.



Các sản phẩm của công ty từ lâu đã chiếm được cảm tình đặc biệt của người tiêu dùng và có chỗ đứng vững chắc trên thị trường, ví dụ như bia Sài Gòn special chai nhỏ (hiện đã phổ biến trên thị trường cả nước với tên gọi quen thuộc là Sài Gòn lùn); một số sản phẩm khác đã được xuất khẩu tới 27 quốc gia như thương hiệu 333 Export, Saigon Export, ...

Hiện chiến lược của Sabeco là tập trung vào thế mạnh phân khúc bia phổ thông vốn chiếm khoảng 60% thị phần ngành (còn lại là khoảng 9% cho bia cao cấp và 31% bia giá rẻ).

Cụ thể, đối với dòng sản phẩm bia hơi giá rẻ, Bia Hơi Sài Gòn có sự hiện diện rất mạnh tại thị trường miền Nam nhờ thời tiết khí hậu ẩm áp quanh năm. Trong phân khúc bia phổ thông, các sản phẩm của công ty phổ biến với sự hiện diện của các thương hiệu như Bia Sài Gòn, bia 333 trên thị trường cả nước.

Tuy nhiên, Sabeco vẫn chưa có giải pháp để phát triển các sản phẩm bia thương hiệu cao cấp hơn (vốn có biên lợi nhuận cao hơn). Trong quá khứ (tầm khoảng giữa năm 2014), Sabeco đã thử nghiệm đẩy mạnh sản phẩm bia cao cấp Saigon Gold nhưng tiêu thụ chưa tốt. Hiện Sabeco cạnh tranh trong phân khúc này bằng thương hiệu Saigon special (đối thủ chính là Heineken chiếm khoảng 70% thị phần trong phân khúc này).

Theo SAB, trong năm 2015 sản lượng tiêu thụ Bia Sài Gòn các loại đạt 1.466 triệu lít, vượt 5,62% kế hoạch. Đối với lĩnh vực rượu và cồn, sản lượng tiêu thụ chỉ đạt 82,8% kế hoạch (3,19 triệu lít), trong đó rượu đạt 1,34 triệu lít (82,2% kế hoạch). Sản lượng tiêu thụ nước giải khát năm 2015 giảm 14,3% so với năm 2014.

#### **Cơ cấu sản lượng tiêu thụ các loại sản phẩm (đơn vị tính: 1.000 lít)**

STT	Chỉ tiêu	2014	2015	% tăng/giảm	Kế hoạch 2016	9 tháng 2016	% hoàn thành KH
1	Bia Sài Gòn các loại	1.356.111	1.466.347	8,13%	1.490.000	1.152.303	77,34%
2	Nước giải khát	35.007	30.000	-14,3%	37.752	23.327	61,79%
3	Rượu các loại	1.388	1.344	-3,16%	1.268	734	57,89%
4	Cồn các loại	2.091	1.849	-11,57%	1.620	1.192	73,58%

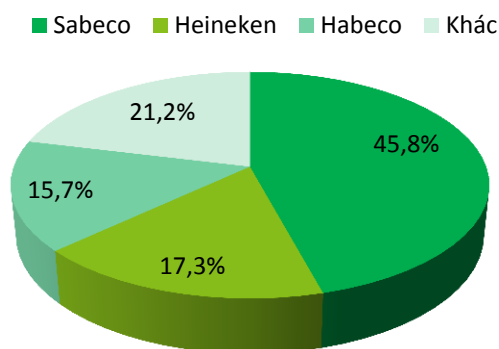
*Nguồn: SAB, VPBS*

## **THỊ TRƯỜNG**

### **SAB chi phối thị trường bia Việt Nam với thị phần lên tới 46%, công ty đang sở hữu nhiều ưu thế vượt trội trước các hãng bia khác:**

Hiện cả nước có khoảng 129 cơ sở sản xuất bia với tổng sản lượng tiêu thụ năm 2015 đạt khoảng 3,4 tỷ lít bia. Tuy nhiên miếng bánh thị phần đang được chia không đều và theo đánh giá của chúng tôi chỉ có khoảng 10 trong số 129 doanh nghiệp nói trên là hoạt động thực sự có hiệu quả. Cụ thể, chỉ riêng 4 doanh nghiệp lớn nhất trong ngành là Sabeco, Habeco, Heineken và Carlsberg đã chiếm khoảng gần 90% thị phần, trong đó Sabeco đang thống trị thị trường với thị phần lên tới gần 46%, chỉ còn 10% dành cho 125 doanh nghiệp bia nhỏ lẻ còn lại.

## THỊ PHẦN THỊ TRƯỜNG BIA VIỆT NAM



Nguồn: Euromonitor International, báo cáo tháng 6/2016

**Sabeco có năng lực sản xuất lớn nhất trong ngành:** Tổng Công ty có 24 Nhà máy sản xuất đặt tại tất cả các khu vực trọng điểm trên cả nước, tổng công suất đạt trên 1,8 tỷ lít bia/năm. Với năng lực sản xuất và hệ thống nhà máy trải rộng, Sabeco có độ bao phủ thị trường lớn và dễ dàng có nhiều phương án để tiếp cận tới mọi vùng/đối tượng khách hàng. (Sabeco đang xây dựng chiến lược theo hướng: tại từng khu vực nếu người tiêu dùng ưa sử dụng nhiều sản phẩm gì thì công ty sẽ sản xuất sản phẩm đó trong khu vực đấy, qua đây đáp ứng nhanh hơn thị hiếu và là lợi thế nhờ hệ thống nhà máy phân bố rộng khắp của Sabeco mà các đối thủ cạnh tranh không có được)

**Mạng lưới phân phối của Sabeco trải rộng trên toàn quốc:** Sabeco đang sở hữu mạng lưới phân phối rộng nhất trong số các hãng bia tại Việt Nam. Hệ thống phân phối của Tổng Công ty bao gồm 11 công ty thương mại đặt tại tất cả các khu vực trọng điểm trên cả nước với cả hai kênh bán hàng đều cho hiệu quả tốt gồm kênh bán hàng qua các nhà hàng, quán bia...(kênh tiêu thụ tại chỗ) và kênh phân phối qua các đại lý, cửa hàng, siêu thị (kênh tiêu thụ mang về nhà).

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T/2016

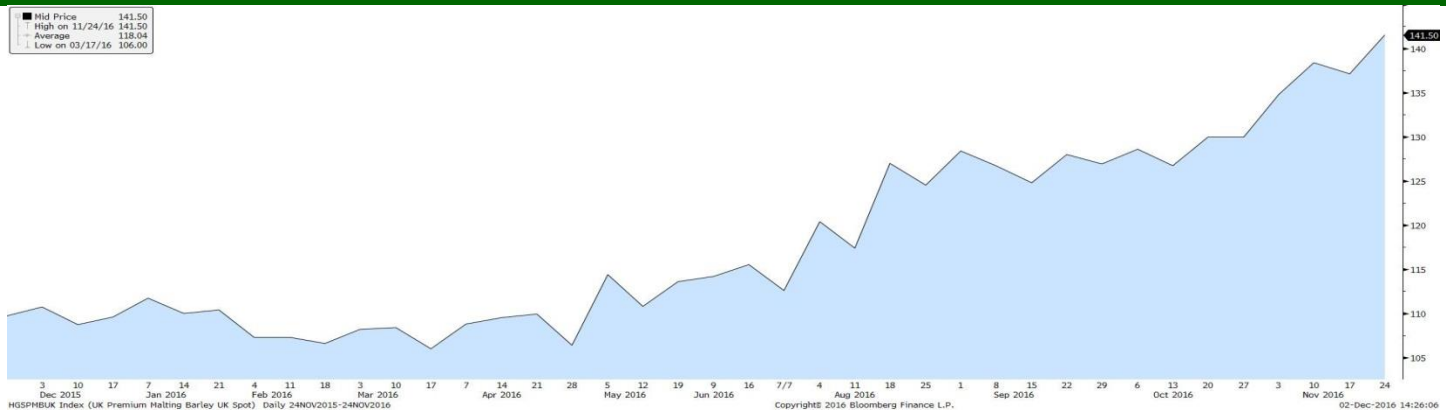
**Kết quả kinh doanh hợp nhất 9T/2016 của SAB tăng trưởng khá tốt so với cùng kỳ**

Trong 9T/2016, SAB đã ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất là 21.808,8 tỷ đồng, tăng 8,88% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó theo ước tính của chúng tôi, khối lượng bán hàng tăng khoảng 5,6% và giá bán bình quân sản phẩm trong kỳ tăng khoảng 1,3%. Như vậy sản lượng tiêu thụ 3 quý đầu năm đã tăng khá tốt và chúng tôi dự đoán trong quý cuối năm việc tiêu thụ sẽ tiếp tục thuận lợi hơn nhờ miền Bắc (chiếm khoảng 25% doanh số của Sabeco) bước vào mùa nóng ấm hơn so với đầu năm chủ yếu là các tháng mùa đông, đồng thời các sự kiện thể thao lớn như Thế Vận Hội Bra-xin 2016 và Euro 2016 cũng góp phần vào đà tăng doanh số với cùng kỳ năm ngoái. Mặt khác việc các đại lý tranh thủ nhập hàng cho các dịp lễ tết cuối năm cũng sẽ giúp cho doanh thu và lợi nhuận quý 4 tăng mạnh hơn so với đầu năm.

## Biên lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm giảm so với năm ngoái

Cụ thể 9 tháng đầu năm biên lợi nhuận gộp giảm chỉ còn 27,6% (thấp hơn 1% so với cùng kỳ). Nguyên nhân là do trong kỳ, mảng kinh doanh bia chứng kiến sự tăng giá khá mạnh của giá nguyên liệu đầu vào khiến cho giá vốn của riêng mảng sản xuất bia tăng tới 12% trong khi doanh thu mảng này chỉ tăng 6,8%. Dữ liệu giá nguyên liệu đầu vào cho thấy mạnh nha (malt, thường chiếm khoảng 30% tổng nguyên liệu đầu vào) trong những tháng cuối năm 2016 có xu hướng tăng do thời tiết bất lợi cho việc trồng lúa mạch tại Châu Âu (là thị trường chính cung cấp lúa mạch) làm cho mặt bằng giá mạch nha hiện đang cao hơn khoảng 10% so với mặt bằng chung 2015.

## Đồ thị giá nguyên liệu mạch nha 2016 (thị trường London)



Nguồn: Bloomberg

Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy trong giai đoạn gần đây, Công ty đã có sự chủ động về nguyên liệu, tích trữ hàng tồn kho ở mức hợp lý nhằm tránh những rủi ro về tăng giá nguyên vật liệu trong thời gian tới. Ngoài ra chúng tôi dự đoán tình hình lũ lụt tại Châu Âu không quá nghiêm trọng và giá mạch nha có thể giảm khoảng 2 - 3% trong năm 2017.

Cụ thể, theo báo cáo hợp nhất quý 3/2016, lượng hàng tồn kho cuối kỳ của công ty là 2.164 tỷ đồng, tăng 10,4% so với đầu năm, cho thấy SAB đã có sự tích trữ để tránh rủi ro giá chi phí nguyên liệu đầu vào tăng trong năm 2017.

Chi phí bán hàng 9 tháng đầu năm mặc dù tăng 6,6% so với cùng kỳ, đạt 1.770,08 tỷ đồng nhưng xét trên tỷ lệ so với doanh thu thuần vẫn được giữ ổn định ở mức 8,12% (giảm nhẹ so với mức 9 tháng năm ngoái là 8,3%). Chúng tôi đánh giá công ty vẫn đang thực hiện khá tốt việc bán hàng và quản lý chi phí bán hàng một cách hiệu quả, hiện Sabeco đang nghiên cứu thay đổi chiến lược bán hàng theo hướng mảng phân phối sẽ được quản lý tập trung nhiều hơn tại Tổng Công ty để từ đó giảm bớt các khâu tiêu thụ trung gian (ngoài ra để tránh phát sinh một số chi phí thuế không cần thiết), tăng cường hiệu quả trong kênh phân phối. Ngoài ra Công ty cũng sẽ đẩy mạnh bán hàng và quảng cáo tại các vùng nông thôn để đa dạng hóa thị trường tiêu thụ, tránh bớt áp lực cạnh tranh từ các thương hiệu bia cao cấp nước ngoài tại khu vực thành phố.



## Kết quả kinh doanh 9T/2016

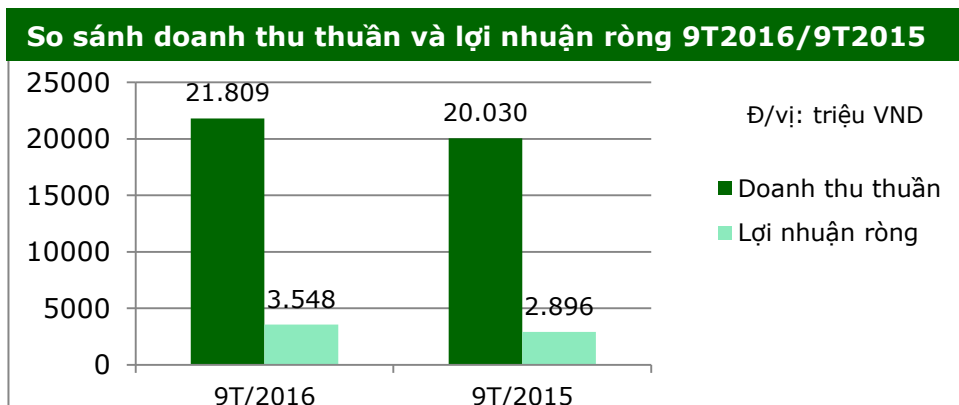
(Tỷ đồng)	9T/2016	9T/2015	% thay đổi	KH 2016	% KH
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>21.808,8</b>	<b>20.030,3</b>	<b>8,9%</b>	<b>28.558</b>	<b>76,4%</b>
GVHB	15.797,4	14.303,1	10,4%		
LN gộp	6.011,4	5.727,2	5%		
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<b>27,6</b>	<b>28,6</b>	<b>-1%</b>		
Doanh thu tài chính	658,5	302,3	117,8%		
Chi phí tài chính	53,6	60,7	-11,7%		
LN từ HĐKD	4.358,6	3.495,5	<b>24,7%</b>		
LNTT	4.375,5	3.725,6	17,4%		
<b>LNST của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>3.547,7</b>	<b>2.895,8</b>	<b>22,5%</b>	<b>3.659</b>	<b>97%</b>
<i>Biên LNST (%)</i>	16,3%	14,5%	1,8%		
EPS 9 tháng (đồng)	<b>5.532</b>	<b>4.456</b>	<b>24%</b>		

Nguồn: SAB, VPBS

Chi phí quản lý doanh nghiệp xét theo số tuyệt đối giảm khá mạnh, chỉ còn 487,62 tỷ đồng (trong khi mức của 9 tháng năm ngoái là 811,49 tỷ đồng) tuy nhiên nếu loại trừ khoản dự phòng thuế tiêu thụ đặc biệt trong năm 2015 khoảng 344 tỷ đồng (vấn đề dự phòng thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ được xử lý dứt điểm trong 2016), thì chi phí quản lý doanh nghiệp 9 tháng 2016 thực sự tăng khoảng 20 tỷ đồng so với năm 2015 (tức tăng khoảng 4,3%). Tuy nhiên nếu xét trên tỷ lệ so với doanh thu, mức chi phí quản lý doanh nghiệp 9T2016 cũng ở mức khá thấp là 2,23%, so với mức 2,33% cùng kỳ năm ngoái.

Hiện hệ thống công nghệ thông tin của Sabeco ứng dụng trong quản lý doanh nghiệp, quản lý bán hàng chưa tốt, có thể dẫn đến khó khăn trong cạnh tranh về mặt phân phối với các đối thủ nước ngoài chuyên nghiệp hơn. Ngoài ra, những phương thức bán hàng mới như tiếp thị qua đội ngũ PG, đẩy mạnh chiết khấu cho các nhà, quán rượu có tiếng tại các thị trường đô thị của SAB cũng chưa mạnh và chuyên nghiệp bằng các đối thủ như Sapporo, VBL, Carlsberg ...

Lợi nhuận sau thuế hợp nhất thuộc về cổ đông công ty mẹ trong 9 tháng đầu năm đạt 3.547,7 tỷ đồng, tăng 22,5% so với cùng kỳ năm ngoái.



Tại thời điểm 30/09/2016, khoản tiền và tương đương tiền của công ty đạt 6.814 tỷ đồng, giảm 14,1% so với đầu năm (giảm khoảng 1.122 tỷ đồng), nguyên nhân là công ty tăng số dư đầu tư có kỳ hạn tại các ngân hàng từ 693 tỷ đầu năm lên 3.143 tỷ cuối tháng 9. Vốn chủ sở hữu cuối tháng 9 đạt 14.403 tỷ đồng, tăng so với mức 14.065 tỷ đồng tại thời điểm đầu năm nhờ lợi nhuận sau thuế chưa phân phối được tích lũy trong kỳ.

Tỷ lệ an toàn tài chính của công ty luôn được duy trì ở mức tốt, cuối tháng 9 tỷ lệ thanh toán hiện hành đạt 1,8 lần; tỷ lệ thanh toán nhanh đạt 1,52 lần, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu đạt 0,57 lần, được cải thiện mạnh so với mức đầu năm là 0,63 lần.

**Ngoài kết quả kinh doanh tiếp tục khả quan, Công ty còn một số tài sản có giá trị chưa được khai thác hết là các khu đất ở vị trí thuận lợi có thể mang lại lợi ích kinh tế trong tương lai:**

Cụ thể, theo bản cáo bạch, Công ty đang quản lý và làm thủ tục xin cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đối với một số khu đất tại vị trí đẹp như 3.360 m2 tại 46 Bến Vân Đồn, quận 4 TP.HCM, 15.570 m2 tại Nguyễn Chí Thanh, quận 5, TP.HCM, khu đất 7.729 m2 tại Nguyễn Chí Thanh, quận 10 TP.HCM, 2.193 m2 tại Quận Tân Bình, TP.HCM, ...

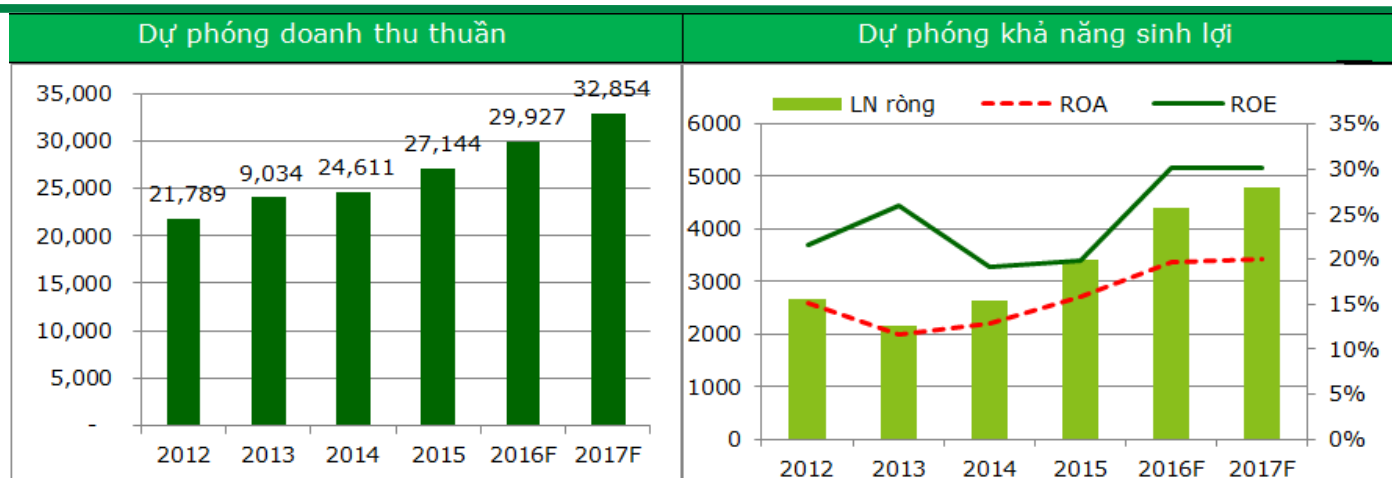
Công ty đã có phương án xây dựng tại các khu đất trên để nâng cao hiệu quả sử dụng, làm chuỗi nhà hàng Bia Sài Gòn hoặc hợp tác đầu tư với đơn vị có năng lực để khai thác khu đất. Các khu đất nói trên đều ở vị trí thuận lợi và có giá trị kinh tế không nhỏ với Sabeco nếu các dự án được triển khai thành công. Tuy nhiên để xây dựng và khai thác các khu đất nói trên, theo thông tin chúng tôi thu thập được, Sabeco sẽ cần chi trả khoản tiền thuế đất khá lớn mà sẽ khó có thể thu xếp được trong thời gian gần.

## TRIỂN VỌNG 2016 & 2017

### Sản lượng tiêu thụ và giá bán

Về sản lượng tiêu thụ: nhờ các ngày lễ hội cùng với yếu tố mùa vụ khí hậu thuận lợi hơn tại thị trường miền Bắc (chiếm khoảng 25% doanh số), chúng tôi dự đoán sản lượng tiêu thụ sẽ tăng mạnh hơn trong quý cuối năm giúp cho sản lượng tiêu thụ cả năm 2016 tăng khoảng 5,6% so với cùng kỳ. Dự đoán cho năm 2017, nhờ vị thế là công ty hàng đầu, cùng với ngành bia vẫn có tốc độ tăng trưởng tốt, chúng tôi dự đoán SAB tiếp tục có sự tăng trưởng khá sát so với thị trường chung, đạt mức tăng 6,4% về khối lượng tiêu thụ.

Về giá bán sản phẩm bình quân: chúng tôi dự đoán nhờ nhu cầu tăng đều qua các năm, cộng với việc nhiều chi phí đầu vào cũng tăng tạo áp lực sản xuất, giúp cho giá bán bình quân cả năm 2016 tăng 3% so với năm 2015. Chúng tôi cho rằng giá bán sản phẩm bình quân sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 4%. Trong năm 2017 do SAB là công ty đầu ngành, có sức mạnh thị trường và có khả năng chuyển yếu tố tăng giá chi phí vào giá bán sản phẩm.



Nguồn: SAB, VPBS dự phóng

Dự báo chung cho doanh thu thuần 2016, tổng hợp cả yếu tố sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân, chúng tôi ước mức tăng 10,3% cho doanh thu thuần cả năm 2016, đạt 29.926,8 tỷ đồng và dự báo mức tăng 9,8% cho năm 2017, đạt 32.854,2 tỷ đồng.

### Biên lợi nhuận gộp

Mặc dù trong năm 2017 có thể có thêm các đối thủ mới gia nhập thị trường nhưng với sức mạnh thị trường, sự chủ động tích trữ về nguyên vật liệu và khả năng chuyển chi phí vào giá bán, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp 2016 và 2017 tiếp tục ở mức ổn định, lần lượt cho các năm đạt 27,8% và 27,6%.

### Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Thực tế việc quản lý chi phí bán hàng 9 tháng đầu năm khá tốt, ngoài ra công ty đang có những chiến lược mới để nâng cao hiệu quả quản lý bán hàng, tiếp thị và phân phối sản phẩm tại thị trường mới. Do đó chúng tôi giả định chi phí bán hàng cho các năm 2016 và 2017 chiếm tỷ lệ 9% so với doanh thu thuần (giảm so với mức 9,88% của 2015), đạt các mức tương ứng là 2.693,41 và 2.965,87 tỷ đồng.

Chi phí quản lý doanh nghiệp thường khá ổn định qua các năm (nếu loại trừ các yếu tố đột biến liên quan đến thuế tiêu thụ đặc biệt đã được xử lý dứt điểm trong 2016). Chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu được giữ nguyên so với 9 tháng đầu năm 2016 (mức 2,24%) cho các năm 2016 và 2017, đạt lần lượt các mức tương ứng là 669,13 và 734,58 tỷ đồng.

Chi phí SG&A	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
Chi phí bán hàng/doanh thu thuần	6,02%	8,93%	9,52%	9,88%	9,0%	9,0%
Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần	1,75%	4,04%	3,71%	4,09%	2,24%	2,24%

Nguồn: SAB, VPBS dự phóng

Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao 2016 và 2017 khá ổn định so với 2015 do trong các năm tới công ty chưa có kế hoạch mở rộng hoặc xây dựng thêm nhà xưởng hay tăng công suất, mặt khác quy mô nhà xưởng hiện tại vẫn có thể đáp ứng nhu cầu tăng công suất. Mức dự đoán về chi phí khấu hao lần cho năm 2016 là 632 tỷ đồng và cho năm 2017 là 624,14 tỷ đồng (tăng so với chi phí khấu hao của năm 2015 là 606,3 tỷ đồng).

## Chi phí tài chính

Chúng tôi dự đoán trong những năm tới mặt bằng lãi suất sẽ tăng, tuy nhiên không tăng quá mạnh, ngoài ra nhờ công ty tiếp tục kinh doanh ổn định, hoạt động kinh doanh sẽ bớt phụ thuộc vào các khoản vay giúp cho chi phí tài chính duy trì ở mức ổn định, đạt mức 79,3 tỷ đồng cho năm 2016, và mức cho năm 2017 là 83,9 tỷ đồng.

## Lợi nhuận và cổ tức

Với những giả định trên thì năm 2016, LNST thuộc về cổ đông công ty đạt 4.392 tỷ đồng, tăng 28,8% theo năm và năm 2017, lợi nhuận sau thuế đạt 4.786,5 tỷ đồng, tăng 9% theo năm.

Trong năm 2016, SAB dự kiến trả cổ tức tiền mặt 30% cho các cổ đông, tương đương mức lợi suất cổ tức ~1,5%. Lịch sử trả cổ tức của công ty thường dao động trong khoảng 20-30% trên mệnh giá. Công ty chưa có kế hoạch cổ tức cho các năm từ 2017 trở đi, chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ giữ mức cổ tức bằng tiền mặt ở mức khoảng 30% cho ít nhất 3 năm tới do KQKD tăng trưởng đều.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu 210.200 đồng/cổ phiếu trên cơ sở sử dụng phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA với tỷ lệ 50%-50% để định giá cổ phiếu SAB.

Phương pháp	(Đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
EV/EBITDA	190.109	50%
P/E	230.323	50%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>210.200</b>

Các công ty tương đương cùng ngành trong nước bao gồm: Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (VNM) và Habeco (BHN). Ngoài ra chúng tôi chọn 4 công ty cùng ngành khác của nước ngoài, trong khu vực châu Á – Thái Bình Dương.

Tên Công ty	Mã Bloomberg	Quốc gia	Vốn hóa	Biên lợi nhuận ròng (%)	Vòng quay tài sản	TS/V CSH	ROA (%)	ROE (%)	EV/E BITD A	P/B		P/E	
			(Tỷ USD)	12T	12T	12T	12T	12T	12T	12T	Tương đối	12T	Tương đối
Công ty CP Sữa Việt Nam	VNM VN	Viet Nam	9,2	17,5	1,5	1,3	29,9	34,7	16,7	10	10	24	24
Thai Beverage PCL	THBEV TB	Thai Land	17	15,4	1	1,6	15,0	24,4	20,1	5,0	5,3	21	20,9
Habeco	SAB VN	Viet Nam	1,9	9,2	1	1,9	9,2	17,8	29,7	6,0	6,0	52,7	52,7
United Breweries	UBBL IN	India	1	5,8	1,3	2	7,4	14,9	32,4	10,8	8,0	77,1	63,7
Beijing Yanjing Brewery	SZSE: 729	China	3,1	35,2	0,6	1,5	3,2	4,7	15,6	1,6	0,8	61,4	22,1
Heineken Malaysia BHD	HEIM MK	Malaysia	1,1	14,4	2,7	1,9	38,9	74,5	11,3	18,5	21,2	19,7	18,4
Trung bình			2,5	16,2	1,4	1,7	17,3	28,5	21	8,7	8,6	42,6	33,6
TCT Bia Rượu NGK Sài Gòn			5,8	14,7	1,3	1,5	19,7	30,2	23,2	8,7	8,7	29,7	27,3

Dữ liệu tại ngày 31/12/2016, Nguồn: Bloomberg, VPBS

PHỤ LỤC

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2014A	2015A	2016F	2017F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>24.611</b>	<b>27.144</b>	<b>29.927</b>	<b>32.854</b>
Tăng trưởng Doanh thu	2,5%	10,3%	10,3%	9,8%
GVHB	18.427	19.587	21.598	23.791
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6.185</b>	<b>7.557</b>	<b>8.329</b>	<b>9.062</b>
Biên lợi nhuận gộp	25,1%	27,8%	27,8%	27,6%
Chi phí bán hàng & QLDN	3.255	3.793	3.363	3.692
EBIT	3.504	4.402	5.779	6.296
EBITDA	4.087	5.037	6.211	6.767
LNTT	3.595	4.470	5.944	6.478
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.808</b>	<b>3.600</b>	<b>4.636</b>	<b>5.053</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	180,9	189,8	244,4	266,4
<b>LNST của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>2.627</b>	<b>3.410</b>	<b>4.392</b>	<b>4.787</b>
<b>Tăng trưởng LNST</b>	<b>22%</b>	<b>30%</b>	<b>28,8%</b>	<b>9%</b>
% Biên LNST	10,7%	12,6%	14,7%	14,6%
EPS (Đồng)	4.097	5.037	6.211	6.767

PHÂN TÍCH CHỈ SỐ	2014A	2015A	2016F	2017F
<b>Chỉ số định giá</b>				
Chỉ số P/E	49,7	38,3	29,7	27,3
EV/EBITDA	35,1	27,1	23,2	21,3
Chỉ số P/S	5,3	4,8	4,4	4,0
Chỉ số P/B	10,5	9,3	8,7	7,8
Lợi suất cổ tức tiền mặt	1%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Chỉ số sinh lời</b>				
Biên LN gộp	25,1%	27,8%	27,8%	27,6%
Biên EBITDA	16,6%	18,6%	20,8%	20,6%
Biên LN ròng	10,7%	12,6%	14,7%	14,6%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	19,1%	19,8%	30,2%	30,2%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>				
Tỷ số thanh toán lãi vay	18,1	39,3	72,8	75,1
Tỷ số nợ vay/tổng tài sản	43,5%	38,7%	34,8%	34,0%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	79,5%	63,2%	53,4%	51,4%
Hệ số thanh toán hiện hành	1,30	1,80	1,77	1,86
Hệ số thanh toán nhanh	1,07	1,52	1,37	1,55

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)	2014A	2015A	2016F	2017F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>10.571</b>	<b>12.194</b>	<b>12.877</b>	<b>13.941</b>
Tiền & tương đương tiền	6.755	7.936	6.045	7.944
Các khoản ĐT ngắn hạn	781,7	942,8	2.424	2.050
Các khoản phải thu	545	601,5	649,8	713,3
Hàng tồn kho	1.845	1.924,9	2.899	3.194
Tài sản ngắn hạn khác	643,9	789,1	858,6	912,7
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>11.199</b>	<b>9.378</b>	<b>10.216</b>	<b>11.004</b>
Tài sản cố định	7.567	5.924,8	6.430,7	6.887
Các khoản đầu tư dài hạn	2.264	2.220,2	2.468,8	2.711
Tài sản dài hạn khác	1.368	1.232,7	1.316,5	1.406
<b>Tổng tài sản</b>	<b>21.770</b>	<b>21.572</b>	<b>23.093</b>	<b>24.945</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>8.151</b>	<b>6.760</b>	<b>7.289</b>	<b>7.509</b>
Các khoản phải trả	1.792	1.558	1.130	1.121
Vay nợ ngắn hạn	437,4	1.052	1.136	1.247
Nợ ngắn hạn khác	5.922	4.150	5.023	5.050
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>1.131</b>	<b>747,5</b>	<b>755,8</b>	<b>764,5</b>
Vay nợ dài hạn	912,2	610,5	610,5	610,5
Nợ dài hạn khác	218,4	137,1	145,3	154
<b>Tổng nợ</b>	<b>9.282</b>	<b>7.507</b>	<b>8.044</b>	<b>8.273</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>12.488</b>	<b>14.065</b>	<b>15.048</b>	<b>16.672</b>
Vốn cổ phần	6.413	6.413	6.413	6.413
Lợi nhuận chưa phân phối & vốn khác	5.159	6.656	7.628	9.252
Lợi ích cổ đông thiểu số	915,4	995,6	1.007	1.007
<b>Tổng nợ và vốn CSH</b>	<b>21.770</b>	<b>21.572</b>	<b>23.093</b>	<b>24.945</b>

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)	2014A	2015A	2016F	2017F
LCTT từ HĐ kinh doanh	2.890	2.158	4.346	4.912
LCTT từ HĐ đầu tư	(238,3)	382,7	331	49
LCTT từ HĐ tài chính	(980)	(1.360)	(1.839)	(1.813)

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Cổ phiếu bị thị trường định giá thấp (Undervalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới lớn hơn 15%.

Cổ phiếu phản ánh đúng giá trị nội tại (Fully-valued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới dao động từ -10% đến dưới 15%.

Cổ phiếu được thị trường định giá cao (Overvalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới thấp hơn -10%.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

**Lê Anh Minh, CFA**

Giám đốc – Phân tích cơ bản

[minhla@vpbs.com.vn](mailto:minhla@vpbs.com.vn)

**Chu Tuấn Linh, CFA**

Chuyên viên phân tích cao cấp

[linhct@vpbs.com.vn](mailto:linhct@vpbs.com.vn)

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

**Lý Đức Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

[dungld@vpbs.com.vn](mailto:dungld@vpbs.com.vn)

+84 1900 6457 Ext: 1700

**Trần Thanh Bạch**

Phó Giám đốc Dịch vụ Ngân hàng Cá nhân cao cấp Prestige

[bachtt@vpbs.com.vn](mailto:bachtt@vpbs.com.vn)

+84 190 056 1218 Ext: 2607

**Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

[phuongvv@vpbs.com.vn](mailto:phuongvv@vpbs.com.vn)

+848 6296 4210 Ext: 130

**Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

[domalux@vpbs.com.vn](mailto:domalux@vpbs.com.vn)

+848 6296 4210 Ext: 128

**Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Sài Gòn

[vinhtd@vpbs.com.vn](mailto:vinhtd@vpbs.com.vn)

+844 3835 6688 Ext: 369

**Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

[vinhnd@vpbs.com.vn](mailto:vinhnd@vpbs.com.vn)

+848 3823 8608 Ext: 146



## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS), Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật, Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác, Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên, Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này, Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo,

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS, Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào,

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này, Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước, VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi,

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này, Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu, Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư, VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này,

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào, Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình,

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này,

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm,

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus, Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó, Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào, Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro

### Hội sở Sài Gòn

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Sài Gòn  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418