

Vài nét về doanh nghiệp

SAB là một trong những công ty sản xuất bia lớn nhất tại Việt Nam với 26 nhà máy bia có tổng công suất sản xuất là 2,4 tỷ lít/năm. SAB đã phát triển thành một trong những thương hiệu hàng đầu trong ngành bia, với sản phẩm nổi bật là bia Sài Gòn và bia 333.

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	61.140
Tiềm năng tăng giá	6,3%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bia
Thị giá (24/09/2024)	57.50
Biến động 1 năm	50.8 – 74.2
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	897.847
Vốn hóa (Tỷ đồng)	72.465
P/E	15,0x
P/B	2,86x
%NN sở hữu	60,7%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
SAB	-3,2%	-2,9%	1,0%
VN-Index	-10,0%	-2,4%	-32,9%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	0%
Cổ đông nước ngoài	60,7%

Chuyên viên phân tích

Giang Đặng Ánh Phương

gdaphuong@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

KỶ VỌNG BỨT PHÁ TỪ 2025

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu **61.140 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 17,4x do triển vọng tiêu thụ bia tại Việt Nam không mấy sáng sủa tuy nhiên biên lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện trong năm 2025.

CẬP NHẬT KQKD: Kết thúc 6T.2024, doanh thu SAB đạt 15.270 tỷ đồng (+5,1% svck), nguyên nhân có thể đến từ việc Tết Nguyên đán 2024 đến muộn hơn so với năm 2023, doanh thu dịp Tết năm 2023 đã được ghi nhận một phần vào cuối năm 2022 và SAB đã tăng giá bán bia trong năm 2023. Lợi nhuận gộp của doanh nghiệp đạt 4.541 tỷ đồng, tăng 3,1% svck, nhưng biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do giá nguyên vật liệu đầu vào ở mức cao ảnh hưởng tới giá vốn hàng bán.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiêu thụ bia: Kỳ vọng hồi phục nhẹ nhờ sức mua của người tiêu dùng được cải thiện nhưng triển vọng dài hạn không quá khả quan với các quy định nghiêm ngặt về nồng độ cồn và lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt với sản phẩm bia. Bên cạnh đó, với xu hướng “cao cấp hoá”, việc cạnh tranh đến từ các hãng bia nhập khẩu có thể ảnh hưởng tới thị phần của SAB.

Thương vụ sáp nhập SBB sẽ giúp SAB cải thiện thị phần, gia tăng doanh thu khoảng 1%. Việc điều chỉnh tập sản phẩm theo hướng giảm nồng độ cồn và tăng hương vị, có giá bán cao hơn được cho là động lực tăng giá bán bình quân tự nhiên.

Biên lợi nhuận gộp: Kỳ vọng tăng trưởng trong năm 2025 với việc giá nguyên vật liệu đầu vào đang trong xu hướng giảm, tồn kho nguyên vật liệu giá cao sẽ được sử dụng hết trong năm 2024.

Cắt giảm những khoản chi phí không hiệu quả: Chi phí quảng cáo và khuyến mại kỳ vọng được cắt giảm giúp doanh nghiệp cải thiện lợi nhuận trong bối cảnh giá vốn hàng bán ở mức cao và chi phí quảng cáo và khuyến mại tăng mạnh trong năm 2023 không giúp SAB cải thiện được thị phần.

Dự báo năm 2024, doanh thu mảng bia sẽ tăng trưởng khoảng 4,7%, nhưng biên lợi nhuận thu hẹp nhẹ so với năm 2023 do giá nguyên vật liệu đầu vào đang ở mức cao, kỳ vọng được cải thiện trong năm 2025.

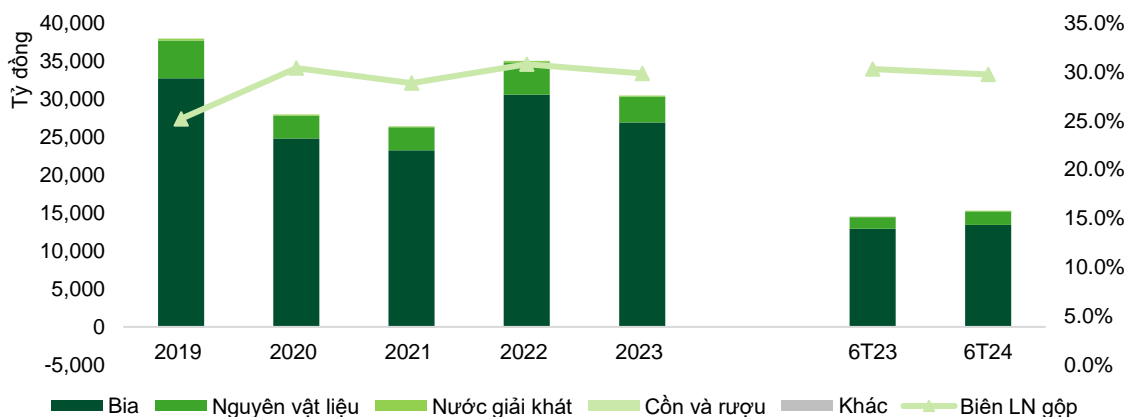
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng DT	32.6%	-12.9%	2.0%	3.1%
Tăng trưởng LNST	42.1%	-21.2%	5.9%	8.4%
Nợ/TTS (%)	13.0%	-1.2%	1.1%	2.4%
TS LN gộp (%)	30.8%	29.8%	29.9%	31.1%
ROE – TTM (%)	22.4%	16.7%	18.1%	19.3%
EPS - TTM (đồng)	3,974	3,132	3,399	3,683
P/E	7,0x	17,9x	17,4x	15,6x
P/B	1,6x	3,0x	3,1x	2,8x

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH

Tóm tắt biến động kinh doanh 6T.2024

Tiêu chí	Q2.2023	Q2.2024	% YOY	Luỹ kế 6T.2023	Luỹ kế 6T.2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	8.312	8.086	-2,7%	14.526	15.270	+5,1%	Doanh số 6T.2024 ghi nhận tăng trưởng nhẹ. Tết Nguyên đán đến muộn hơn năm 2023 có thể là lý do giúp doanh số Q1 của mảng bia tăng trưởng khá tốt svck. Tuy nhiên tính riêng Q2.2024, doanh số mảng bia bắt đầu sụt giảm. Nguyên nhân có thể đến từ việc siết chặt kiểm tra nồng độ cồn trong quý 2 vừa qua tác động tiêu cực đến tiêu thụ các sản phẩm giải khát có cồn như bia rượu.
- Bia	7.347	7.059	-3,9%	12.912	13.446	+4,1%	
- Khác	965	1.028	+6,5%	1.615	1.823	+12,9%	
Biên LNG	29,9%	30,2%		30,3%	29,7%		Biên LNG tăng nhẹ trong Q2.2024 svck, nhưng tính theo 6T.2024, biên LNG giảm nhẹ 0,6% với biên lợi nhuận mảng bia giảm 0,3%. Giá nguyên vật liệu đầu vào ở mức cao đã ảnh hưởng trực tiếp đến giá vốn hàng bán của SAB.
- Bia	34,4%	34,5%		34,1%	33,8%	-30 bps	
- Khác	-4,4%	0,6%		-0,1%	-0,2%		
LNST	1.159	1.248	+7,7%	2.127	2.246	+5,6%	Doanh thu tài chính giảm do lãi suất tiền gửi ở mức thấp hơn cùng kỳ.
Biên LN	13,9%	15,4%	+150 bps	14,6%	14,7%	+10 bps	Tuy nhiên, công ty đã tiết giảm chi phí bán hàng khá mạnh tay, thông qua cắt giảm nhân viên bán hàng, giảm tài trợ cho các lễ hội âm nhạc. Theo đó biên lợi nhuận vẫn ghi nhận hồi phục nhẹ.

Hình 1: Doanh thu theo mảng và biên lợi nhuận gộp của SAB



Nguồn: SAB, VCBS tổng hợp

Doanh số tiêu thụ bia hồi phục trong quý 1 và ghi nhận sụt giảm trong quý 2

Luỹ kế 6T.2024, doanh thu mảng bia đạt 13.446 tỷ đồng (+4,1% yoy). Doanh thu tăng nhiều khả năng đến từ (1) việc SAB đã tăng giá bán bia 5% vào nửa cuối 2023 giúp giá bán bia bình quân 6T.2024 cao hơn cùng kỳ, cùng với đó (2) Tết Nguyên đán 2024 đến muộn hơn so với năm 2023 khiến doanh thu bán bia Q1.2024 tăng trưởng tích cực (+14,8% yoy). Tuy nhiên, tính riêng Q2.2024, doanh thu bán bia giảm 3,9% yoy, nguyên nhân có thể đến từ việc tăng cường hoạt động kiểm soát nồng độ cồn khi tham gia giao thông gần đây của chính quyền các thành phố. Theo thống kê của NielsonIQ, dưới tác động của lệnh kiểm soát, chi tiêu tại nhà hàng ghi nhận mức sụt giảm 6% trên cả nước và 11% trên các thành phố lớn kể từ Q3/2023 tới nay, kéo theo chi tiêu cho đồ uống có cồn sụt giảm đáng kể.

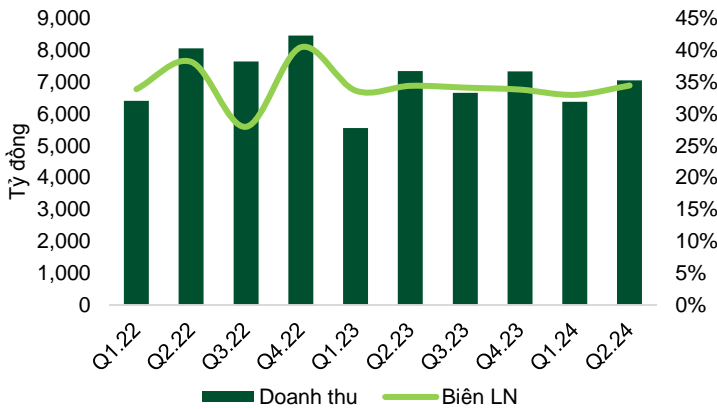
Về mặt chi phí đầu vào, đại mạch đang được giao dịch ổn định quanh vùng 7-8 USD/Bu trong giai đoạn 2022 – 6T2024. Tuy nhiên, giá đại mạch gần đây ghi nhận mức giảm khá đáng chú ý khi lần đầu tiên thủng về 6,7 USD/Bu vào đầu quý 3 nhờ tình hình thời tiết thuận

lợi giúp tăng năng suất cây trồng nhưng nhu cầu tiêu thụ bia tại các nước Châu Âu chỉ ở mức ổn định.

Vật liệu nhôm sau khi bứt phá lên vùng 3.700 USD giai đoạn 2021-2022, vẫn duy trì xu hướng đi ngang trong vùng 2.600 – 2.700 USD/MT cho tới nay, dù có những nhịp tăng mạnh lên 2.900 USD/MT trong quý 2 là mùa cao điểm thiếu điện, nhưng ngay sau đó đã điều chỉnh về lại mặt bằng giá cũ.

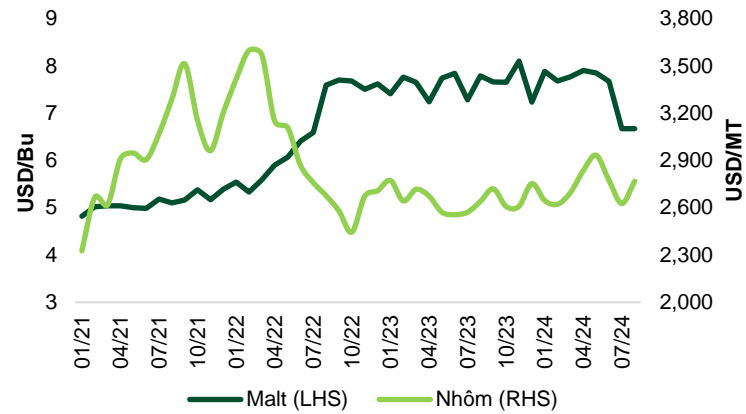
Theo đó, trong bối cảnh chi phí nguyên liệu đầu vào khá ổn định, chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận gộp mảng bia giảm nhẹ (-30 bps) trong 6T2024 chủ yếu tới từ mức sụt giảm sản lượng trong quý 2 (theo ước tính khoảng -8% yoy trong quý 2 và -1% cho 6T2024).

Hình 2: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng bia



Nguồn: SAB, VCBS tổng hợp

Hình 3: Giá đại mạch và nhôm thế giới

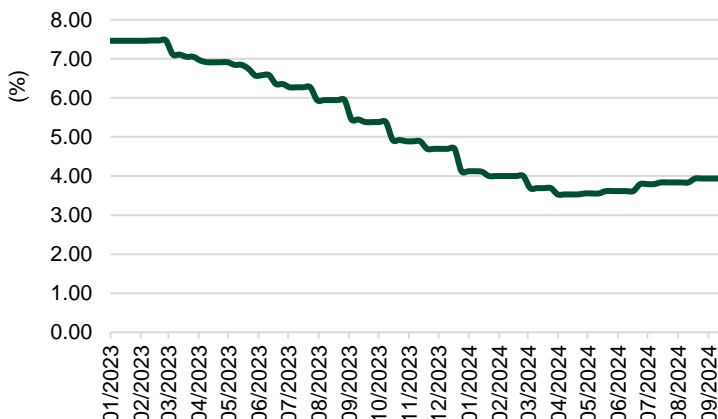


Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Doanh thu tài chính ghi nhận giảm đáng kể

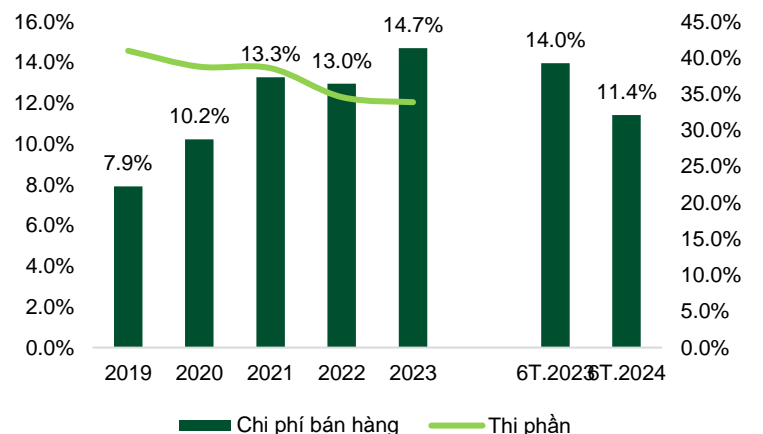
SAB có lượng tiền mặt khá lớn với 6.034 tỷ đồng tiền và các khoản tương đương tiền và 17.324 tỷ đồng tiền gửi ngắn hạn. Doanh thu tài chính từ tiền gửi ghi nhận giảm 22% yoy, ghi nhận mức 533,4 tỷ đồng trong 6T2024. Chúng tôi cho rằng lãi suất tiền gửi có xu hướng giảm dần sau khi tạo đỉnh trong quý 1/2023 tới nay đã khiến cho các doanh nghiệp có lượng tiền gửi ngân hàng lớn như SAB ghi nhận doanh thu tài chính giảm đáng kể. Theo thống kê của VCBS, lãi suất tiền gửi tại các ngân hàng TMCP nhà nước kỳ hạn 6-9 tháng đã giảm từ vùng 5,0% - 6,1% trong 6T2023 về vùng 2,9% - 3,1% trong 6T2024.

Hình 4: Xu hướng lãi suất tiền gửi kỳ hạn 6 tháng tại các NHTMCP nhà nước



Nguồn: Website ngân hàng, VCBS tổng hợp

Hình 5: Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu qua các năm



Nguồn: SAB, EUI, VCBS tổng hợp

Chi phí bán hàng giảm mạnh

Đáng chú ý, chi phí bán hàng của SAB ghi nhận mức giảm 14% yoy trong 6T2024, đưa tỷ lệ CPBH/DTT từ 13,9% về còn 11,4% (hình 5), mức thấp nhất trong vòng 4 năm trở lại đây (trung bình khoảng 13% - 14%) trong khi thị phần duy trì xu hướng giảm liên tục từ 41% (2019) về còn 34% (2023). Trong đó, những chi phí chính được cắt giảm bao gồm quảng cáo và khuyến mãi (-15,6% yoy), và chi phí nhân viên (-20,6% yoy). Chúng tôi cho rằng, Sabeco đã nhận thấy việc tài trợ cho các lễ hội âm nhạc chưa mang lại hiệu quả marketing như mong đợi. Lễ hội Chill Fest vốn được tổ chức khá nhiều trong 2022 – 2023 để quảng bá cho dòng sản phẩm Saigon Chill đã không xuất hiện trong mùa hè 2024, được cho là một trong những nguyên nhân chính cho việc tiết giảm chi phí quảng cáo.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Triển vọng ngành bia:

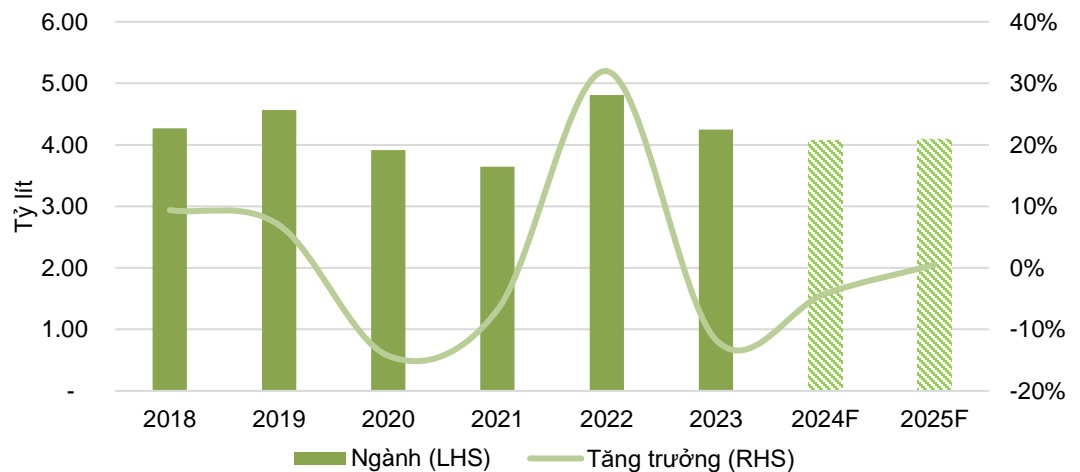
Sản lượng tiêu thụ toàn ngành ghi nhận giảm nhẹ. Bức tranh toàn ngành khá âm ảm khi xu hướng tiêu thụ đồ uống có cồn đang giảm dần trong giới trẻ.

Song vẫn tồn tại những điểm sáng tại phân khúc trung và cao cấp, ở những dòng sản phẩm hương vị mới lạ và ít cồn

Theo thống kê của chủ tịch Hiệp hội Bia – Rượu – NGK Việt Nam, sau khi ghi nhận giảm 12% trong 2023, **sản lượng ngành bia tiếp tục ghi nhận mức giảm 4% yoy** trong lũy kế 8T2024. Việc tăng cường công tác kiểm tra nồng độ cồn khi tham gia giao thông của chính quyền các thành phố lớn được cho là nguyên nhân khiến cho tiêu thụ tiếp tục sụt giảm so với 1 năm 2022 âm ảm. Chúng tôi cho rằng lũy kế cả năm 2024 mức giảm có thể còn nhiều hơn nếu tính tới thiệt hại từ cơn bão Yagi tới miền Bắc trong trung tuần tháng 9.

Bước sang 2025, chúng tôi dự báo đã giảm tiêu thụ có thể chứng lại khi (1) người tiêu dùng trở nên quen thuộc với chính sách mới, (2) thu nhập của người dân bắt đầu mạnh mẽ hồi phục trở lại sau một thời gian dài thắt chặt chính sách tiền tệ.

Hình 6: Sản lượng tiêu thụ bia tại Việt Nam được dự báo giảm hơn 4% trong 2024 và đi ngang trong 2025.



Nguồn: EUI, VCBS tổng hợp, ước tính

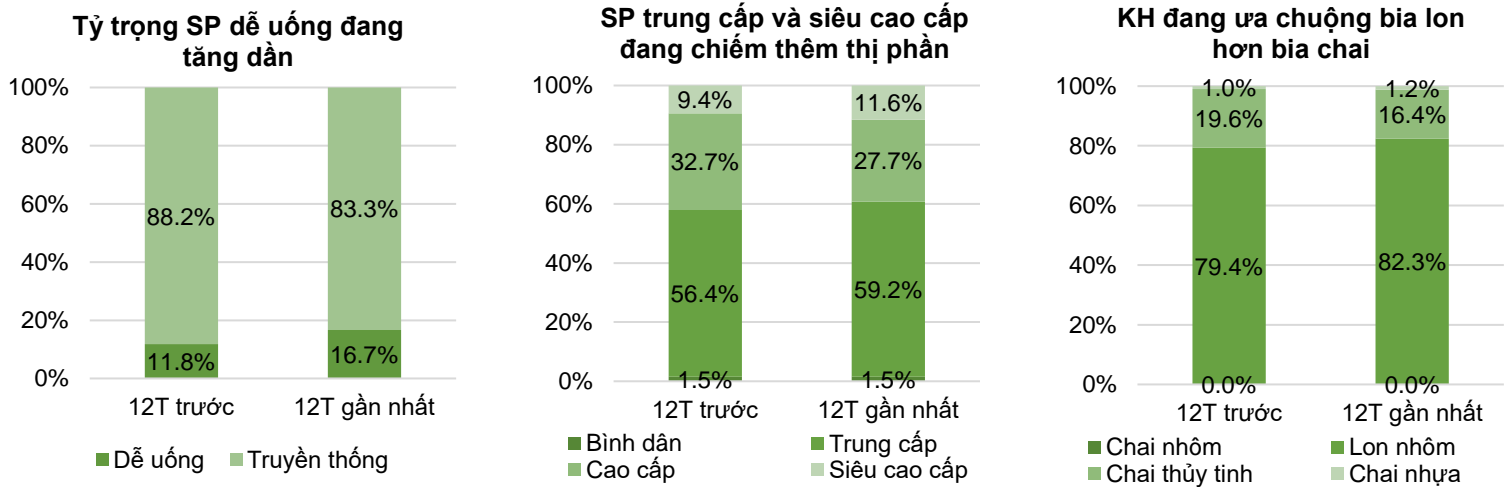
Về dài hạn, tiêu thụ cho đồ uống có cồn gặp khá nhiều yếu tố tác động tiêu cực. Các quy định nghiêm ngặt và tăng cường kiểm soát của Chính quyền về nồng độ cồn khi tham gia giao thông vẫn tiếp tục diễn ra. Bên cạnh đó, theo Forbes, thế hệ Gen Z uống rượu bia ít hơn 20% so với thế hệ Millennials và việc ngày càng nhiều người tiêu dùng chú trọng tới sức khỏe cũng khiến tiêu thụ bia truyền thống giảm.

Vẫn còn những điểm sáng, ngành bia cần phát triển những dòng sản phẩm ít cồn, hương vị mới lạ

Theo nghiên cứu của NielsonIQ, người tiêu dùng đang ưa chuộng các sản phẩm có độ cồn nhẹ và hương vị mới lạ, giá bình quân cao hơn so với sản phẩm truyền thống. Theo thống kê từ NielsonIQ (hình 7), từ hơn 2 năm trở lại đây, nhóm sản phẩm bia có nồng độ cồn thấp,

hương vị dễ uống đang được người tiêu dùng đón nhận với sản lượng tiêu thụ tăng 35% so với cùng kỳ năm trước, đặc biệt tại 6 thành phố lớn và kênh hiện đại. Nhìn trên khía cạnh giá bán, các sản phẩm trung cấp và cao cấp đang chiếm ưu thế.

Hình 7: Thống kê của NielsonIQ về thị hiếu tiêu dùng bia



Nguồn: NielsonIQ

Lộ trình tăng thuế TTĐB là một rủi ro trong dài hạn với ngành bia

Lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) giai đoạn 2026 – 2030 là một yếu tố đáng chú ý đối với ngành bia trong dài hạn. Theo lộ trình tăng thuế, giá bán lẻ bia sẽ tăng tối thiểu 2-3%/năm cho tới 2030, và đây có thể là yếu tố làm trầm trọng thêm đà giảm tiêu thụ bia tại Việt Nam. Chúng tôi cũng lưu ý, người tiêu dùng khá nhạy cảm với chi tiêu đồ uống có cồn. Nghị định 100 được ban hành vào 2019 khiến cho việc chi tiêu tại nhà hàng sẽ tăng thêm khoảng 15% - 20% (cho chi phí đi lại), kéo theo sản lượng tiêu thụ bia sụt giảm 14% / 7% cho 2 năm tiếp theo. Chúng tôi ước tính, việc tăng thuế TTĐB hàng năm đối với sản phẩm bia có thể khiến sản lượng tiêu thụ bia giảm khoảng 0,7% - 1%/năm.

Hiện nay, trong dự thảo luật thuế TTĐB sửa đổi, cơ quan soạn thảo đang đề xuất 2 phương án tăng thuế đối với mặt hàng bia cụ thể như sau:

Hình 8: Dự thảo lộ trình tăng thuế TTĐB đối với sản phẩm bia 2026-2030

Năm	Hiện hành	2026	2027	2028	2029	2030	Tác động lên giá bán lẻ sản phẩm bia
Phương án 1	65%	70%	75%	80%	85%	90%	Tăng đều 2-3%/năm cho tới 2030
Phương án 2	65%	80%	85%	90%	95%	100%	Tăng 15% trong 2026, và tăng đều 2-3%/năm tới 2030

Nguồn: Bộ Tài chính, VCBS tổng hợp

Hiện nay, cả 2 phương án tăng thuế đang được đánh giá là khá sốc đối với toàn ngành bia. Trong hội thảo lấy ý kiến về dự thảo Luật, Hiệp hội Bia – Rượu – NGK Việt Nam (VBA) và đại diện các doanh nghiệp bia lớn đang đề xuất 1 phương án với lộ trình tăng để thờ hơn (2-3 năm/1 lần tăng, mỗi lần tăng không quá 5% và mức thuế TTĐB tới 2030 là 80%).

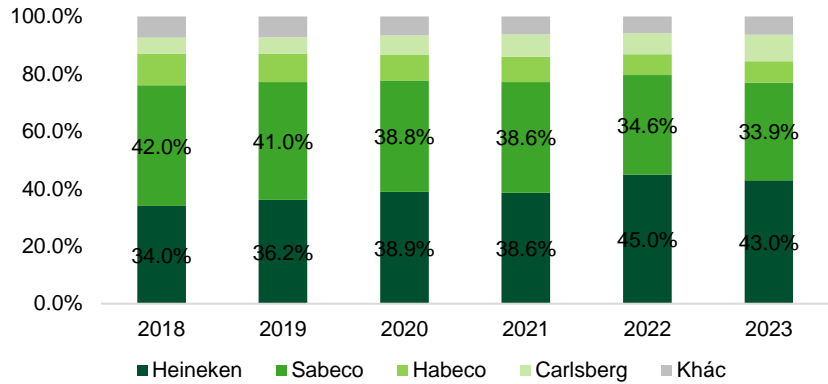
Đối với SAB:

Sau đợt tăng giá trong quý 2/2023, chúng tôi kỳ vọng SAB giữ giá bán sản phẩm hiện tại

Giá bán sản phẩm bình quân của Sabeco năm 2024 được dự báo tăng 2,5% so với năm 2023 do Công ty đã thực hiện tăng giá bán kể từ Q2.2023. Chúng tôi đánh giá cao khả năng công ty sẽ không tiếp tục tăng giá bán trong thời gian tới do (1) giá nguyên vật liệu đại mạch đầu vào bắt đầu có xu hướng giảm và (2) cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt, công

ty cần duy trì giá bán để giữ thị phần vốn đã giảm khá mạnh trong những năm gần đây, từ 42% vào năm 2018 xuống 33,9% vào năm 2023.

Hình 9: Biến động thị phần ngành bia tại Việt Nam



Nguồn: Euromonitor

Phát triển các dòng sản phẩm theo xu hướng tiêu dùng để tăng doanh số một cách tự nhiên thay vì tăng ngân sách cho quảng cáo và tiếp thị

Chúng tôi cho rằng **công ty sẽ tập trung vào phát triển các dòng sản phẩm mới**, dễ uống và mới lạ, và đơn giá sản phẩm cũng cao hơn sản phẩm truyền thống. Điển hình là SAB đã cho ra mắt dòng sản phẩm (1) Saigon Soju, cạnh tranh trực tiếp với Tiger Soju, là dòng bia có nồng độ cồn thấp (<4%), hương hoa quả, và sản phẩm bia 333 Pilsner Extra Smooth, có hương vị ngọt, ít đắng hơn và nồng độ cồn (4,8%) thấp hơn 333 truyền thống (5,3%). Chúng tôi đánh giá đây cũng là một trong những bước đi khá phù hợp với xu hướng thị trường. Đối thủ lớn nhất của SAB là Heineken cũng đang có xu hướng giảm dần nồng độ cồn và tăng hương vị mới trong sản phẩm của mình với dòng bia Larue Smooth (2022) hay dòng sản phẩm Tiger Platinum hương vỏ cam (2021) (Tham khảo hình 8).

Theo đó, chúng tôi càng củng cố luận điểm về bước đi hợp lý trong phát triển dòng sản phẩm mới dễ uống trong phân khúc trung cấp thay vì gia tăng chi tiêu quảng cáo và khuyến mại của SAB. **Chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ chi phí bán hàng/Doanh thu ở mức 11,5% - 12% cho 1-2 năm tới** cho tới khi cần phát triển nhãn hàng mới.

Hình 10: So sánh một số dòng sản phẩm mới phát triển gần đây của Heineken và SAB

Hãng	Heineken				Sabeco			
	Sản phẩm	ABV	Hương vị	Giá bán lẻ	Sản phẩm	ABV	Hương vị	Giá bán lẻ
2021	Tiger Platinum	4,5%	Vỏ cam/Táo	18.3 – 21.0	Lager Limited	4,3%	Truyền thống	11.0 – 13.3
	Edelweiss	4,9%	Thảo mộc	16.0 – 24.5				
2022	Larue Smooth	4,5%	Ngọt, ít đắng	11.6 – 14.7	Saigon Coffee	4,2%	Cà phê	11.6 – 15.0
2023	Tiger Soju	4,0%	Dừa lưới, mặn	18.0 – 22.5	Saigon Soju	3,8% - 4,0%	Dứa, chanh	17.9 – 20.1
2024	N/A				333 Pilsner	4,8%	Ngọt, ít đắng	14.4 – 16.3

Nguồn: website công ty, VCBS tổng hợp, đơn vị giá bán lẻ là ngàn đồng/lon trong thùng 24 lon tại khu vực Hà Nội

Nhìn chung, có thể thấy hàm lượng cồn trong sản phẩm mới của 2 hãng đều có xu hướng giảm về 4,0%, đồng thời tăng hương vị mới lạ (ngọt, hoa quả,...). Dòng Pilsner mới được phát triển gần đây của SAB cũng bắt đầu ghi nhận giảm độ cồn so với dòng 333 truyền thống (5,3%).

Về khía cạnh giá, với cùng phân khúc và loại hình sản phẩm, giá bán lẻ các sản phẩm của SAB đang thấp hơn so với Heineken từ 1% - 10%. Các sản phẩm có hương vị mới lạ và nồng độ cồn thấp như Soju, Coffee Infused và Pilsner có mức giá bán lẻ cao hơn sản phẩm Lager và 333 truyền thống khoảng 20% - 30%. Việc tăng tỷ trọng các sản phẩm này trong doanh số sẽ là động lực tăng trưởng tự nhiên về giá bán sản phẩm bình quân (ASP) và biên lợi nhuận cho công ty trong tương lai.

Dự báo thị phần SAB cải thiện hơn so với 2023, sản lượng tiêu thụ dự kiến giảm chậm hơn toàn ngành

Chúng tôi ước tính thị phần của SAB được cải thiện nhẹ. Dựa trên ước tính của VCBS, SAB hiện ghi nhận mức giảm sản lượng thấp hơn toàn ngành (-1% cho lũy kế 6T so với toàn ngành ở mức -4% lũy kế 8T). Theo đó, chúng tôi ước tính thị phần của SAB ở mức 35% cho 6T2024, cải thiện 1,1% so với 2023.

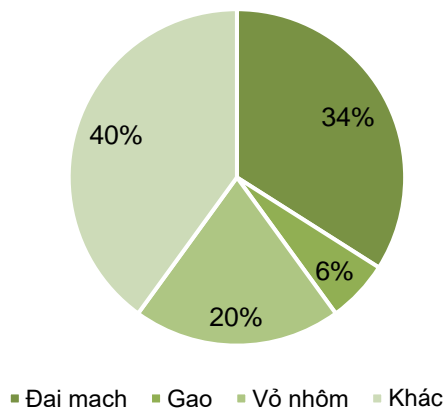
Trong bối cảnh, (1) yếu tố mùa vụ được lặp lại trong quý 4 nhờ Tết Nguyên đán 2025 đến sớm hơn, SAB có thể sẽ ghi nhận một phần doanh thu bán bia dịp Tết vào cuối năm 2024 (2) SAB bắt đầu chuyển hướng sản phẩm mới phù hợp thị hiếu hơn, (3) đối thủ Heineken đã đóng bớt một nhà máy bia tại Quảng Nam trong tháng 6/2024 trong thời gian chờ mở rộng nhà máy Vũng Tàu, chúng tôi dự báo **SAB vẫn giữ được thị phần cả năm 2024 ở mức 34,6%**, tương đương với mức sản lượng tiêu thụ năm 2024 giảm 2,1% yoy (so với toàn ngành dự kiến giảm trên 4% yoy khi tính thêm yếu tố thiên tai trong tháng 9). Nhờ sáp nhập SBB vào cuối năm nay, sản lượng toàn tập đoàn được kỳ vọng tăng thêm 1% - 2%, **thị phần có thể tiếp tục cải thiện lên 35% vào 2025** (Chi tiết dự báo được trình bày ở mục đánh giá thương vụ sáp nhập SBB).

Biên lợi nhuận gộp được dự báo cải thiện trong nửa đầu năm sau

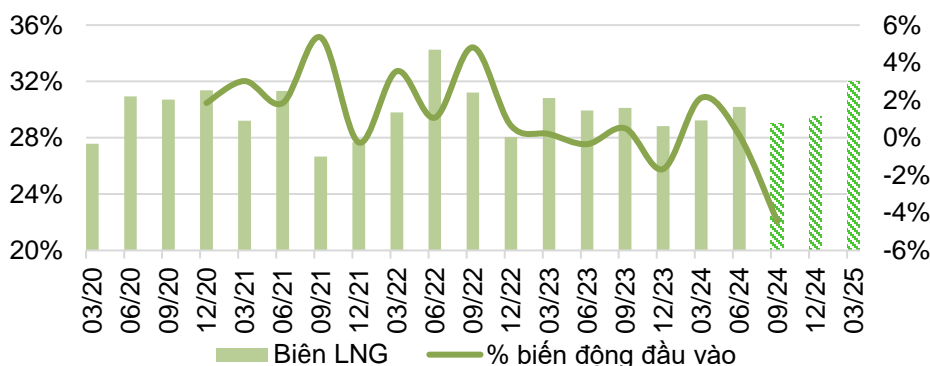
Biên lợi nhuận gộp mảng bia được dự báo ổn định vào cuối năm nay và cải thiện trong nửa đầu năm sau. Tính tới cuối quý 2, tồn kho nguyên vật liệu đạt khoảng 1.200 tỷ đồng, tăng gấp đôi so với cùng kỳ. Trong khi đó, trên thị trường thế giới giá đại mạch bắt đầu xu hướng giảm từ trung tuần tháng 7 về mức 6,67 USD/Bu, thấp hơn mức 7,23 USD/Bu vào cuối năm 2023 khoảng 8% nhờ năng suất cây trồng tốt hơn dự kiến và nhu cầu bia tại Châu Âu ở mức thấp. Giá nhôm vẫn đang trong xu hướng đi ngang tại vùng 2600 – 2700 USD/tấn trước tình hình nhu cầu ảm đạm tại Trung Quốc và chi phí năng lượng giảm.

Chúng tôi ước tính, tới trung tuần tháng 9, với giả định giá nhôm tiếp tục duy trì quanh mốc hiện tại, và giá đại mạch tiếp tục giảm về 6 USD/Bu, chi phí nguyên liệu bình quân của SAB có thể giảm 4,5% qoq. Mức giảm này nhiều khả năng sẽ phản ánh sớm nhất vào quý 1/2025, sau khi nguồn nguyên liệu đầu vào giá cao nhập từ tháng 6 đã hết, cải thiện 2% biên lợi nhuận gộp.

Hình 11: Cơ cấu đầu vào của SAB 2023



Hình 12: Giá đại mạch giảm có thể giúp chi phí sản xuất giảm 4,5%, cải thiện 2% biên LNG kể từ quý 1/2025



Nguồn: Bloomberg, SAB, VCBS tổng hợp dự báo

Tăng công suất thông qua việc gia tăng sở hữu tại SBB.

Theo chúng tôi ước tính, doanh số hợp nhất có thể tăng 1,5% - 2%, LNST dự kiến ghi nhận âm nhẹ (~38 tỷ đồng) cho năm 2025 và đạt khoảng 50-70 tỷ đồng trong dài hạn

Ngoài ra, có thể phát sinh thêm 102 tỷ chi phí tài chính từ đánh giá lại khoản đầu tư SBB ban đầu và 93 tỷ đồng Lợi thế thương mại được phân bổ trong 10 năm.

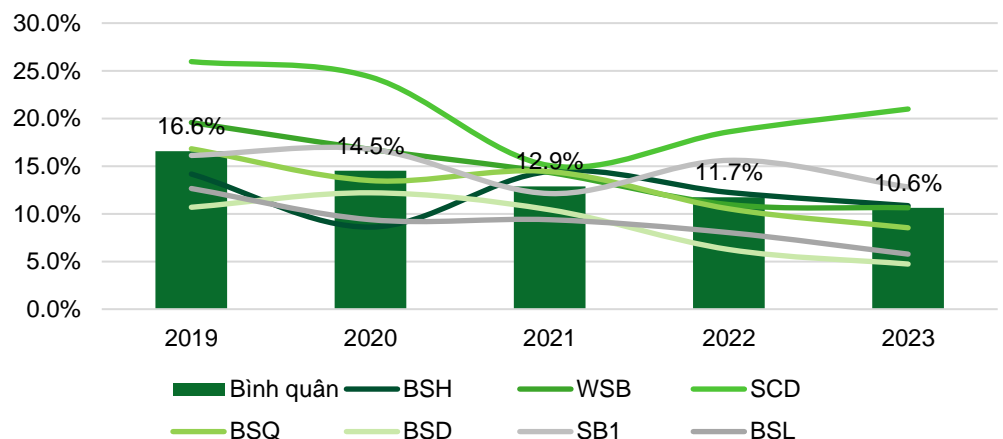
Ngày 5/9/2024, SAB đã thông qua kế hoạch chào mua 37.814.900 cổ phiếu Công ty cổ phần Tập đoàn Bia Sài Gòn Bình Tây (SBB) với giá 22.000 đồng/cổ phiếu để nâng tỷ lệ sở hữu từ 22,7% lên 65,9% (trong đó 59,6% trực tiếp sở hữu bởi SAB, 6,3% sở hữu bởi người có liên quan). Sau khi hoàn thành thương vụ M&A, SAB có thể nâng công suất thêm 510 triệu lít/năm (lên tổng cộng 3,01 tỷ lít bia/năm, tăng 25,4% so với mức hiện tại), bổ sung thêm nhãn bia Sagota vào danh mục sản phẩm phân khúc phổ thông của mình.

Về tình hình kinh doanh tại SBB, doanh thu năm 2023 đạt khoảng hơn 2.000 tỷ đồng (sản lượng khoảng 200 triệu lít), trong đó 1.645 tỷ đồng là đến từ hoạt động gia công bia cho SAB. Doanh số bán hàng của thương hiệu Sagota được SAB đánh giá là không mấy hiệu quả, và công ty gặp khó khăn trong kinh doanh bao bì. Theo đó, công ty ghi nhận mức lỗ ròng 152 tỷ đồng trong 2023 chủ yếu do mảng bia lỗ gộp 0,88% và dự phòng 43 tỷ đồng phải thu khó đòi.

Trong thương vụ M&A này, chúng tôi có một số đánh giá như sau:

- Doanh thu hợp nhất của SAB dự kiến sẽ tăng thêm khoảng hơn 500 – 700 tỷ đồng (+1,5% - 2% so với doanh thu hiện tại) do 75% doanh thu của SBB hiện đang đến từ việc gia công bia và bán hàng cho SAB sẽ được loại trừ khi hợp nhất.
- Mức lỗ hợp nhất vào SAB trong ngắn hạn chỉ tương ứng với phần lỗ của bia Sagota, được ước tính chỉ ở mức khoảng 38 tỷ đồng. Dự kiến, biên lợi nhuận của SBB sẽ dần được cải thiện bằng với các công ty con sản xuất bia của SAB, hiện bình quân đang ở mức 10,6% (chi tiết ở hình 13), tương ứng mức đóng góp vào lợi nhuận hợp nhất của SAB có thể đạt khoảng 50 – 70 tỷ đồng trong dài hạn.

Hình 13: Biên LNR của các công ty con sản xuất bia đang niêm yết của SAB



Nguồn: BCTC các công ty, VCBS tổng hợp

- Chúng tôi ước tính trên báo cáo thu nhập sẽ hạch toán thêm hơn 102 tỷ đồng chi phí tài chính khi SAB sáp nhập SBB. Cụ thể, vào ngày 30/6/2024, SAB đang nắm giữ 16,42% SBB với giá trị ghi nhận theo phương pháp vốn chủ sở hữu là 375,4 tỷ đồng. Khi SAB tiến hành sáp nhập SBB (do nâng tỷ lệ sở hữu lên trên 51%), toàn bộ khoản đầu tư này sẽ được đánh giá lại theo giá trị thị trường của cổ phiếu SBB vào ngày giao dịch diễn ra, khoản chênh lệch sẽ được hạch toán vào doanh thu/chi phí tài chính (nếu lãi/lỗ). Chi tiết tính toán cụ thể như sau:

Hình 14: Ước tính chi phí tài chính phát sinh từ đánh giá lại khoản đầu tư hiện tại tại SBB

Khoản mục	Số dư (tỷ đồng)	Ghi chú
Đầu tư vào SBB (i)	375,4	16,42% vốn cổ phần, 14,37 triệu cp
Giá trị thị trường SBB (ii)	273,03	Tương ứng với giá SBB ngày 24/9/2024 là 19k/cp, nhân với 14,37 triệu cp (*)
Chi phí tài chính phát sinh	102,4	= (i) - (ii)

(*) Chúng tôi đang tạm sử dụng giá hiện tại làm tham chiếu cho giá trị thị trường của SBB vào thời điểm sáp nhập. Hiện tại giá cổ phiếu SBB đã tăng khá tích cực trước thông tin SAB chào mua công khai, trong trường hợp ngày giao dịch SBB có thị giá cao hơn, chi phí tài chính có thể ghi nhận thấp hơn con số ước tính hiện tại của VCBS.

- Chúng tôi ước tính phát sinh 93 tỷ đồng Lợi thế thương mại từ thương vụ sáp nhập. Khoản lợi thế thương mại này sẽ được phân bổ trong 10 năm (~9,3 tỷ đồng/năm) vào chi phí quản lý doanh nghiệp.

Hình 15: Lợi thế thương mại từ sáp nhập SBB

Khoản mục	Giá trị (tỷ đồng)	Ghi chú
Đầu tư hiện hữu tại SBB (i)	273,03	Sau khi đánh giá lại tại giá 19k/cp.
Đầu tư gia tăng tại SBB (ii)	832,00	Mua thêm 37,8 triệu cp tại giá 22k/cp
Tổng giá trị đầu tư SBB (iii)	1.105	= (i) + (ii), tương ứng 52,2 triệu cp, 59,6% sở hữu trực tiếp bởi SAB
Tài sản hữu hình của SBB (iv)	2.624	= TTS – TS vô hình tại 31/12/2023
Nợ phải trả của SBB (v)	926	Tổng nợ phải trả tại 31/12/2023
Giá trị tài sản ròng SBB (vi)	1.698	= (iv) – (v)
Lợi thế thương mại	93	= (iii) – (vi) * 59,6%

Do công ty chưa công bố báo cáo hợp nhất soát xét bán niên 2024, chúng tôi tạm sử dụng số liệu chốt năm 2023 để tính toán giá trị tài sản ròng.

Theo đó, chúng tôi dự báo tác động của thương vụ sáp nhập SBB lên báo cáo lợi nhuận của SAB như sau:

Hình 16: Dự báo tác động từ thương vụ sáp nhập SBB vào các khoản mục trên báo cáo thu nhập của SAB

Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	500	550	600	650	700
LN từ HĐKD	-38	0	12	60	70
Chi phí tài chính	-102				

Phân bổ LTTM	-3	-9	-9	-9	-9
Đơn vị: tỷ đồng					

Chúng tôi tạm thời không tính mức giảm của doanh thu tài chính do SAB dư khá nhiều tiền mặt (~6.000 tỷ đồng tiền và tương đương tiền), do đó việc mua SBB được cho là không ảnh hưởng tới khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của SAB.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự báo DTT năm 2024 của SAB đạt **32.289 tỷ đồng**, LNST đạt **4.573 tỷ đồng**. Một số giả định chính được trình bày trong bảng dưới đây:

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Nguyên nhân
Bia						
Tiêu thụ bia (triệu lít)	4.115	4.287	-2,1%	4.455	1%	Thị phần được dự báo tăng nhẹ, đạt 34,6%, tăng trưởng sản lượng được báo đạt -2,1%/1% cho FY24/25 trong bối cảnh toàn ngành khá khó khăn (-4,2% yoy) trong 2024, và SAB sáp nhập SBB, giúp sản lượng tăng thêm khoảng 1%.
Tăng trưởng ASP		2,5%		1%		Giá bán tăng nhẹ trong năm 2024 do Công ty thực hiện tăng giá bán từ Q2.2023, công ty được kỳ vọng tiếp tục duy trì mặt bằng giá bán, và tái cấu trúc tập sản phẩm sang hướng cao cấp hơn, giúp tăng mặt bằng giá bán thêm ~1%
Thị phần SAB	33,9%	34,6%		34,6%		Thị phần được ước tính duy trì đạt 34,6% trong năm 2024 và tăng lên 35% vào 2025 sau khi hợp nhất SBB, giúp sản lượng tăng thêm 1%.
Biên lợi nhuận gộp	34,1%	33,8%		35,5%		Biên lợi nhuận thu hẹp nhẹ trong năm 2024 do còn tồn kho nguyên vật liệu cao, cải thiện tốt trong năm 2025 trước kỳ vọng giá đại mạch tiếp tục xu hướng giảm vào cuối năm nay.
Chi phí bán hàng/DTT	14,7%	12%		12%		Năm 2024 cắt giảm các chi phí không mang lại hiệu quả để cải thiện lợi nhuận, và tiếp tục duy trì ở mức này cho tới khi có các chiến lược marketing mới.
Dự báo KQKD						
DTT	30.706	31.078	2,0%	32.028	3,1%	Doanh thu tăng chủ yếu đến từ việc tăng giá bán bia và doanh số nước giải khát bùng nổ tích cực dù tỷ trọng còn nhỏ Doanh thu 2025 được dự báo tăng 3,1% chủ yếu nhờ sáp nhập SBB giúp tăng khoảng 500 tỷ doanh thu hợp nhất và mặt bằng giá bán +1% nhờ dịch chuyển sang dòng cao cấp hơn
LNST	4.118	4.360	5,9%	4.724	8,4%	Tăng trưởng nửa cuối năm 2024 dự kiến chậm hơn do ảnh hưởng từ bão Yagi lên doanh số miền bắc, lãi suất tiền gửi dự kiến giảm khiến doanh thu tài chính giảm, lỗ nhẹ và chi phí phát sinh từ hợp nhất SBB (-38 tỷ đồng lợi nhuận và 102 tỷ đồng chi phí tài chính đánh giá lại khoản đầu tư). Năm 2025, LNST dự kiến phục hồi tích cực hơn khi giá sp bình quân tăng thêm 1%, hiệu quả hoạt động từ SBB được cải thiện, chi phí đầu vào bắt đầu giảm ~4% kể từ quý 1/2025 nhờ giá đại mạch tiếp tục xu hướng đi xuống.

Định giá Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **61.140 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 17,4x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 8,8% theo CAPM
($R_f = 2,7\%$, Risk premium = 9%,
beta = 0,68)

Chi phí vay = 5,8%/năm (lãi vay
ngân hàng)

WACC = 8,8%

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tr đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	5.776.170	6.238.794	6.053.305	6.320.359	6.421.097
Khấu hao	(1.155.234)	(1.247.759)	(1.210.661)	(1.264.072)	(1.284.219)
Thay đổi WC	516.329	488.045	463.200	441.377	422.207
CAPEX	(283.735)	(283.735)	(283.735)	(283.735)	(283.735)
FCFF	356.520	124.203	89.971	46.111	88.084
NPV giai đoạn 2024-2028F					21.884.669
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g=2%)					56.740.142
Tổng giá trị doanh nghiệp					78.624.810
Trừ: Vay nợ ròng					700.958
Giá trị VCSH					78.820.169
Số lượng CPLH (tr.cp)					1.283
Định giá					61.455

Thông số tính toán: P/E

Lịch sử: 17,9x

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

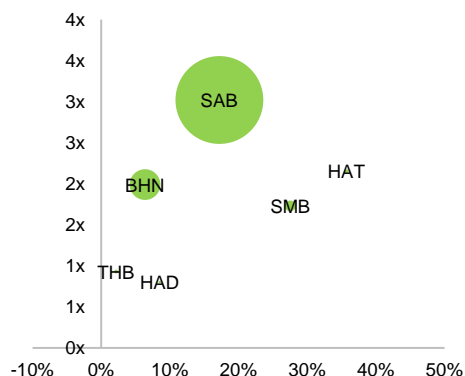
Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2024 (triệu đồng)	4.359.813
P/E áp dụng (trung vị)	17,9x
Vốn hoá ước tính (triệu đồng)	78.040.652
Số lượng CPLH (tr.cp)	1.283
Giá mục tiêu (đồng/cp)	60.286

RỦI RO ĐẦU TƯ

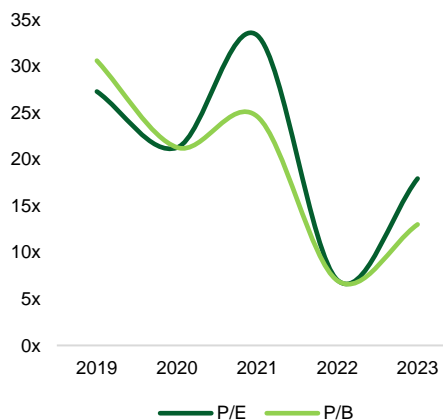
- Tiêu thụ bia trong nước hồi phục chậm hơn dự kiến.
- Thị phần của SAB tiếp tục giảm so với dự báo đi ngang của chúng tôi.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

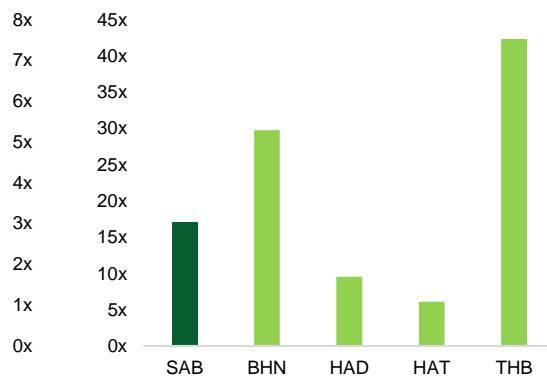
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

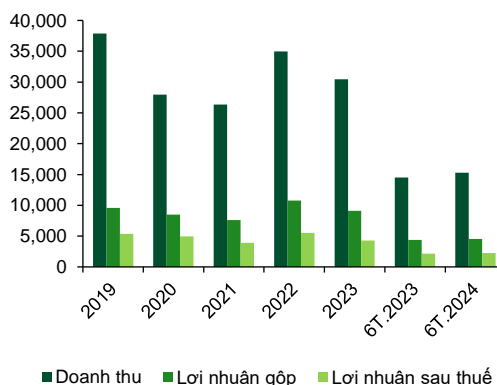


P/E ngành

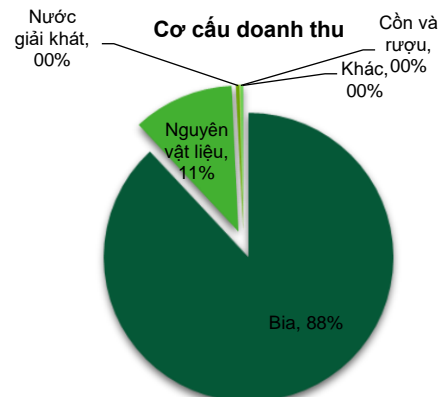
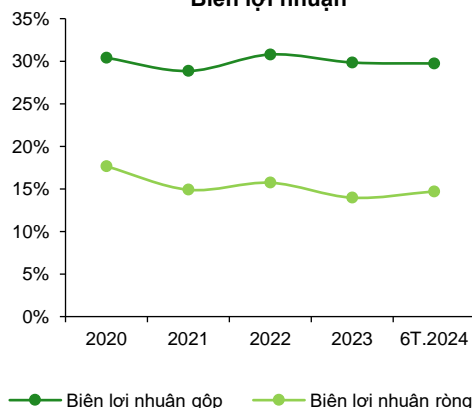


KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu và lợi nhuận

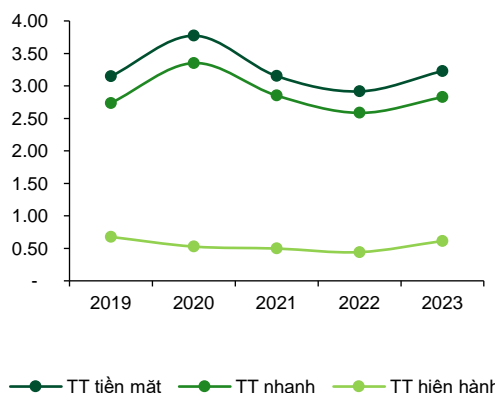


Biên lợi nhuận

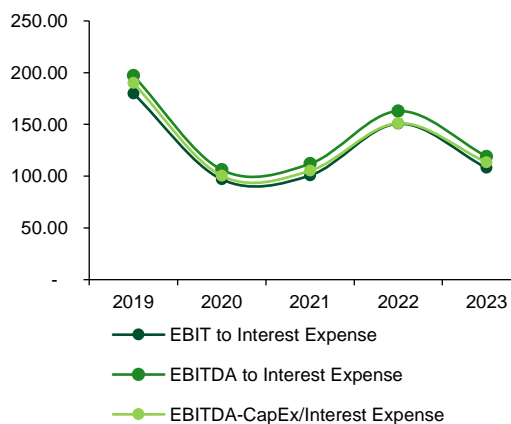


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

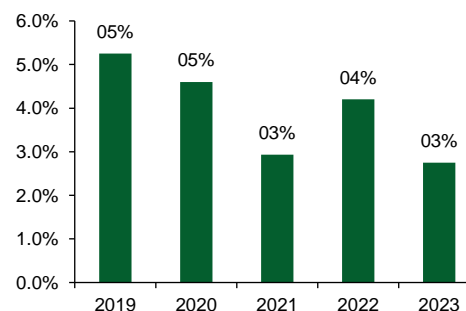
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Nợ/VCSH



BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	30,461,367	31,078,342	32,028,370	32,643,274	32,988,392
- Giá vốn hàng bán	21,370,005	21,801,314	22,082,945	22,824,909	22,985,154
Lợi nhuận gộp	9,091,363	9,277,028	9,945,425	9,818,365	10,003,238
- Chi phí bán hàng	4,479,228	3,729,401	3,843,404	3,917,193	3,958,607
- Chi phí quản lí DN	800,692	816,909	841,881	858,044	867,116
Lợi nhuận HDKD	3,811,443	4,730,718	5,260,139	5,043,128	5,177,515
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-24,321	-33,285	-28,504	-30,025	-31,677
- Lợi nhuận khác	-1,584,861	-1,012,167	-950,152	-980,152	-1,111,167
EBIT	5,420,625	5,776,170	6,238,794	6,053,305	6,320,359
- Chi phí lãi vay	50,215	46,362	63,163	82,906	100,919
LNTT	5,370,410	5,729,808	6,175,631	5,970,399	6,219,440
- Thuế TNDN	1,115,357	1,145,962	1,235,126	1,194,080	1,243,888
LNST	4,255,053	4,583,846	4,940,505	4,776,319	4,975,552
- Lợi ích CĐTS	137,448	224,033	216,313	198,950	222,758
LNST CĐ CT Mẹ	4,117,605	4,359,813	4,724,192	4,577,369	4,752,794
EPS (đ)	3,132	3,399	3,683	3,569	3,706
EBITDA	6,292,499	6,726,839	6,516,505	6,761,736	6,843,304
Tăng trưởng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	-12.9%	2.0%	3.1%	1.9%	1.1%
LN HDKD	-30.7%	24.1%	11.2%	-4.1%	2.7%
LN Hợp nhất	-22.6%	7.7%	7.8%	-3.3%	4.2%
LNST	-21.2%	5.9%	8.4%	-3.1%	3.8%
EBIT	-21.0%	6.6%	8.0%	-3.0%	4.4%
EPS	-21.2%	8.5%	8.4%	-3.1%	3.8%
Tổng tài sản	-1.2%	1.1%	2.4%	1.7%	1.9%
Nợ vay	-32.1%	28.4%	42.3%	23.5%	20.3%
VCSH	3.6%	-0.5%	0.9%	0.3%	1.0%
Khả năng sinh lời	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất LNG	29.8%	29.9%	31.1%	30.1%	30.3%
Tỷ suất LNST	14.0%	14.7%	15.4%	14.6%	15.1%
ROE DuPont	17.0%	18.0%	19.4%	18.6%	19.3%
ROA DuPont	12.4%	13.4%	14.2%	13.4%	13.8%
Tỷ suất EBIT	17.8%	18.6%	19.5%	18.5%	19.2%
LNTT / LNST	79.2%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
LNTT / EBIT	99.1%	99.2%	99.0%	98.6%	98.4%
Vòng quay TTS	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Đòn bẩy tài chính	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
ROIC	16.4%	17.5%	18.6%	17.6%	18.1%
Hiệu quả hoạt động	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Số ngày tồn kho	4.8	5.1	4.7	4.7	4.7
Số ngày phải thu	38.5	38.7	38.3	37.9	38.4
Số ngày phải trả	44.8	43.1	44.5	44.0	44.6
Luân chuyển tiền	-1.5	0.6	-1.5	-1.4	-1.5
COGS/Hàng tồn kho	9.5	9.4	9.5	9.6	9.5
An toàn tài chính	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
TT hiện hành	3.23	3.09	2.99	2.90	2.86
TT nhanh	2.83	2.72	2.63	2.55	2.52
TT tiền mặt	0.61	0.59	0.57	0.55	0.53
Nợ / Tài sản	0.02	0.03	0.04	0.04	0.05
Nợ / Vốn sử dụng	0.03	0.03	0.05	0.06	0.07
Nợ / Vốn CSH	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07
Khả năng TT lãi vay	107.95	124.59	98.77	73.01	62.63

Cân đối kế toán	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Tài sản					
+ Tiền	5,039,908	5,141,988	5,299,172	5,400,910	5,458,011
+ ĐTTC ngắn hạn	17,741,052	18,241,052	18,941,052	19,441,052	20,141,052
+ Phải thu	462,207	405,598	417,997	426,022	430,526
+ Hàng tồn kho	2,317,505	2,301,036	2,330,761	2,409,072	2,425,985
+ Khác	992,733	1,012,840	1,043,801	1,063,841	1,075,088
Tài sản ngắn hạn	26,553,406	27,102,514	28,032,783	28,740,897	29,530,662
+ Tài sản dài hạn	12,830,001	13,113,736	13,397,471	13,681,206	13,964,941
+ Khấu hao lũy kế	8,725,839	9,242,168	9,730,213	10,193,414	10,634,790
+ Tài sản dài hạn	4,104,162	3,871,568	3,667,258	3,487,792	3,330,151
+ ĐTTC dài hạn	411,981	411,981	411,981	411,981	411,981
+ Khác	2,987,077	3,047,578	3,140,739	3,201,037	3,234,880
Tài sản dài hạn	7,503,219	7,331,126	7,219,977	7,100,810	6,977,011
Tổng Tài sản	34,056,625	34,433,641	35,252,761	35,841,707	36,507,673
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	2,476,373	2,674,232	2,708,778	2,799,790	2,819,447
+ Vay ngắn hạn	530,129	763,351	1,178,635	1,513,446	1,868,982
+ Khác	5,218,106	5,323,796	5,486,538	5,591,872	5,650,992
Nợ ngắn hạn	8,224,608	8,761,379	9,373,951	9,905,109	10,339,420
+ Vay dài hạn	170,828	136,663	102,497	68,331	34,166
+ Phải trả dài hạn	176,030	179,595	185,085	188,639	190,633
Nợ dài hạn	346,858	316,258	287,583	256,970	224,799
Tổng nợ	8,571,467	9,077,638	9,661,534	10,162,079	10,564,219
+ Vốn điều lệ	12,825,624	12,825,624	12,825,624	12,825,624	12,825,624
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	0	0	0	0	0
+ LN giữ lại	11,386,688	11,257,533	11,492,757	11,581,158	11,844,984
+ Lợi ích CĐTS	1,272,846	1,272,846	1,272,846	1,272,846	1,272,846
Vốn chủ sở hữu	25,485,158	25,356,003	25,591,227	25,679,628	25,943,454
Tổng nguồn vốn	34,056,625	34,433,641	35,252,761	35,841,707	36,507,673
Lưu chuyển tiền	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	4,069,464	5,039,908	5,141,988	5,299,172	5,400,910
LNST	4,117,605	4,359,813	4,724,192	4,577,369	4,752,794
+ Khấu hao lũy kế	562,518	516,329	488,045	463,200	441,377
+ Điều chỉnh	-90,205	-56,936	-87,671	-56,745	-31,848
+ Thay đổi VLĐ	-1,286,318	356,520	124,203	89,971	46,111
Tiền từ HDKD	3,303,600	5,175,727	5,248,769	5,073,795	5,208,434
+ Thanh lý TSCĐ	2,485	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-283,735	-283,735	-283,735	-283,735	-283,735
+ Đầu tư ròng	#N/A N/A	-500,000	-700,000	-500,000	-700,000
+ Khác	1,633,297	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	1,352,047	-783,735	-983,735	-783,735	-983,735
+ Cổ tức đã trả	-3,354,093	-4,488,968	-4,488,968	-4,488,968	-4,488,968
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	4,130,545	233,222	415,284	334,811	355,536
+ Nợ dài hạn	-4,461,478	-34,166	-34,166	-34,166	-34,166
+ Khác	-179	0	0	0	0
Tiền từ HĐTC	-3,685,204	-4,289,912	-4,107,850	-4,188,323	-4,167,598
Lưu chuyển tiền	970,444	102,080	157,184	101,737	57,101
Tiền cuối năm	5,039,908	5,141,988	5,299,172	5,400,910	5,458,011

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Giang Đặng Ánh Phương

Chuyên viên Phân tích

gdaphuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>