

# **BÁO CÁO LẦN ĐẦU**

## **Hồi phục sau thời kỳ dịch bệnh**

**Hoàng Ngân Giang**

[Giang.HoangNgan@mbs.com.vn](mailto:Giang.HoangNgan@mbs.com.vn)



## Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)



### MUA - Giá mục tiêu: VND 178,500 (+16%)

#### Cơ hội đầu tư

**Chúng tôi khuyến nghị MUA với SAB với giá mục tiêu là 178,500 đồng** (tăng 16% so với mức tham chiếu ngày 29/06/2022) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), phản ánh kỳ vọng về sự phục hồi trong hoạt động sản xuất kinh doanh nhờ tâm lý tiêu dùng cải thiện cũng như hoạt động vui chơi giải trí tại các tháng cao điểm mùa hè và cuối năm thúc đẩy doanh số tiêu thụ khả quan hơn. Ngoài ra, **nhờ kiểm soát tốt chi phí nguyên liệu đầu vào và các phụ phí liên quan, biên lợi nhuận gộp của SAB đang trong xu hướng được cải thiện.**

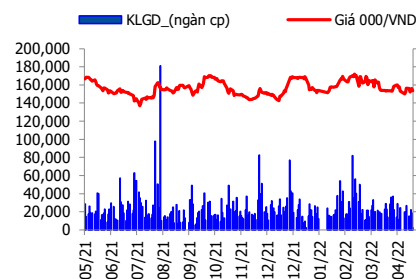
#### Cập nhật thông tin

- Kết thúc quý 1/2022, SAB, **doanh thu thuần tăng 24.7% so với cùng kỳ, đạt hơn 7,300 tỷ đồng. LNST tăng hơn 24.4%, đạt hơn 1,530 tỷ đồng.** Biên LN gộp tăng từ mức trung bình khoảng 28.7% của 4 quý liền trước lên gần 29.8% cho quý 1/2022.
- ĐHCD đã thông qua **mức cổ tức năm 2021 là 35% cổ tức tiền mặt và dự kiến tiếp tục duy trì mức cổ tức này cho năm 2022.** Công ty cũng đã mở rộng công suất cho nhà máy Quảng Ngãi lên 250 triệu lít/năm, gấp đôi công suất trước đây vào cuối tháng 4/2022.
- SAB đang sử dụng điện mặt trời cho 7 nhà máy bia của công ty và dự kiến mở rộng quy mô sang thêm các nhà máy khác.** Việc sử dụng năng lượng mặt trời đã giúp SAB giảm mức tiêu thụ điện khoảng 10% so với năm 2020.

#### Quan điểm đầu tư

- SAB là một doanh nghiệp có **cơ cấu tài chính lành mạnh với nguồn tiền lớn và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương qua các năm, tỷ lệ nợ vay thấp (tỷ lệ D/E dao động từ 3-5.5%).**
- Sau 2 năm với những khoảng thời gian giãn cách xã hội kéo dài, ngành bia đang hồi phục trở lại khi các nhà hàng, quán ăn, quán karaoke và khách sạn được mở cửa trở lại, thúc đẩy sự tăng trưởng của kênh on-trade – kênh phân phối và tiêu thụ chính của bia.
- Sau quãng thời gian thị phần bị thu hẹp do cạnh tranh gắt gao từ đối thủ Heineken, để giành lại thị phần, Sabeco đã xây dựng chiến lược chú trọng vào phân khúc cận cao cấp, vốn là phân khúc phổ biến và đang mở rộng do xu hướng lựa chọn những sản phẩm với mức giá trung bình, đảm bảo về chất lượng nhưng giá không quá cao sau thời kỳ Covid-19 kéo dài gây ảnh hưởng tới thu nhập người dân. SAB đã có sự tăng trưởng trở lại về thị phần từ quý 3/2021, theo công ty chia sẻ.
- Tuy giá nguyên vật liệu như đại mạch và nhôm tăng cao từ năm 2021, nhờ duy trì được thị phần đứng đầu trong một thời gian dài, và với lợi thế kinh nghiệm lâu năm trong ngành, **SAB đã tính toán để đặt mua trước các nguyên liệu chính sao cho đảm bảo sản xuất và giảm bớt áp lực về giá nguyên liệu; cũng như chuyển mức tăng từ chi phí nguyên liệu sang giá bán sản phẩm mà không ảnh hưởng xấu tới thị phần và sản lượng bán ra.** Biên LN gộp vẫn duy trì được xu hướng cải thiện dần trong những quý gần đây đã thể hiện khả năng kiểm soát chi phí tốt của Sabeco.

#### Diễn biến giá



	1T	3T	12T
SAB (%)	0%	3%	9%
VN-Index (%)	3%	26%	16%

#### Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại	VND 154,000
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 178,500</b>
Upside	16%
Bloomberg	SAB VN
Vốn hóa	98,373 tỷ VND 4,206 triệu USD
Biến động giá trong 52 tuần	VND 136,978 – VND 172,000
Giá trị giao dịch bình quân	36 tỷ VND 1.5 triệu USD
Sở hữu nước ngoài tối đa	100%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	63%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	26,374	33,201	36,682	39,771	42,465
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	7,609	9,676	10,927	11,913	13,182
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	%	<i>28.85%</i>	<i>29.14%</i>	<i>29.79%</i>	<i>29.95%</i>	<i>31.04%</i>
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay_EBIT	Tỷ đồng	4,780	5,144	5,838	6,266	7,063
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	4,857	6,239	7,007	7,568	8,502
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	3,929	5,108	5,738	6,197	6,962
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	5,364	7,128	8,007	8,647	9,714
<i>Tăng trưởng EPS</i>	%	<i>-24.25%</i>	<i>32.90%</i>	<i>12.32%</i>	<i>7.99%</i>	<i>12.34%</i>
<i>Lợi tức cổ phần</i>	%	<i>2.32%</i>	<i>2.33%</i>	<i>2.33%</i>	<i>2.67%</i>	<i>2.67%</i>
P/E	Lần	28.15	21.04	18.73	17.35	15.44
P/B	Lần	3.18	3.05	2.77	2.53	2.20
EV/EBITDA	Lần	17.85	16.56	14.59	13.46	11.77
ROE	%	16.27%	19.11%	19.01%	18.36%	18.27%
ROA	%	12.06%	15.31%	15.60%	15.40%	15.05%

Nguồn: SAB, MBS Research

# Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)



## I. Ngành bia ở Việt Nam

### 1. Cấu trúc thị phần tập trung, cạnh tranh gay gắt để chiếm vị trí dẫn đầu

Qua nhiều năm, **thị trường bia Việt Nam được thống trị bởi nhóm 4 hãng lớn, đó là Heineken, Sabeco, Carlsberg và Habeco**. Từng hãng này hoạt động mạnh theo các vùng miền khác nhau: Sabeco có thị trường chủ lực ở phía Nam; Habeco là phía Bắc còn Carlsberg chiếm ưu thế ở miền Trung do nhà máy sản xuất bia của công ty nằm tại Huế. Heineken, ban đầu chiếm ưu thế ở thị trường miền Nam với phân khúc cao cấp-cận cao cấp, dần dần đã mở rộng mạng lưới phân phối đến khắp tất cả tỉnh thành, tập trung ở các thành phố lớn và hướng tới người dùng trẻ, năng động. 4 hãng lớn kể trên chiếm tới 94.4% thị phần ngành bia Việt Nam năm 2021, trong đó riêng Heineken và Sabeco đã có tổng thị phần là 78.3%, áp đảo 2 hãng còn lại. Các hãng còn lại chỉ chiếm thị phần nhỏ trên thị trường, có thể kể tới những cái tên như hãng bia Nhật Sapporo, hay hãng bia Bỉ - Brazil AB InBev.

**Với lượng dân cư lớn, thu nhập cao và văn hóa “nhậu” đặc trưng, khu vực miền Nam chiếm hơn nửa tổng lượng bia tiêu thụ của Việt Nam**, theo sau là miền Bắc và cuối cùng là miền Trung. Do vậy, xét tới mức độ phổ biến tại miền Nam của Sabeco và Heineken, việc 2 hãng bia này chiếm lĩnh phần lớn thị trường là điều dễ hiểu. Cách biệt lớn về thị phần cũng như độ phổ biến với người dân, mạng lưới tiêu thụ, bề dày phát triển tại Việt Nam khiến các hãng bia khác khó có thể cạnh tranh về thị phần với Sabeco và Heineken, khi 2 hãng này đều đã duy trì được một số đối tượng khách hàng chính qua nhiều năm. **Việc Heineken có các dòng sản phẩm đa dạng trải từ phân khúc cao cấp, cận cao cấp cho tới phổ thông đã khiến hãng này trở nên phổ biến với mọi tầng lớp khách hàng và dễ dàng mở rộng thị phần hơn.**

**Thị phần của phân khúc cận cao cấp đã tăng trưởng đáng kể trong những năm vừa qua**, chủ yếu do thu nhập và mức sống của người dân ngày càng nâng cao; Việt Nam có cơ cấu dân số trẻ - bộ phận khách hàng ưa thích sử dụng những sản phẩm sáng tạo, mang tính hiện đại, chú trọng tới cả hình thức lẫn chất lượng sản phẩm, yêu thích những thương hiệu nước ngoài, và đặc biệt, chi tiêu mạnh tay cho nhu cầu thưởng thức và giải trí. Phân khúc này tuy có tổng lượng tiêu thụ và giá trị tiêu thụ thấp hơn rất nhiều so với phân khúc phổ thông, nhưng đạt mức CAGR từ năm 2016-2021 lên tới 6.3%, cao hơn mức CAGR của phân khúc phổ thông là 2.7% và phân khúc bình dân là 3.7%.

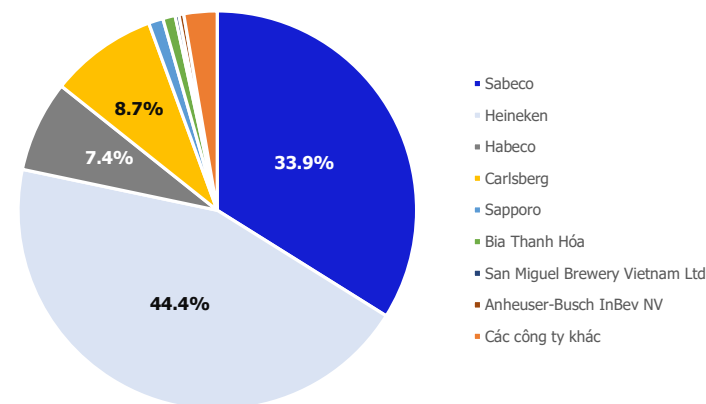
Đối với phân khúc cao cấp, trừ Heineken với mạng lưới phân phối sâu rộng, các thương hiệu nước ngoài như Sapporo và AB InBev chủ yếu chỉ phân phối sản phẩm tại các siêu thị, chuỗi cửa hàng tiện lợi hiện đại, quán bar, pub và các kênh thương mại điện tử, do đó, cả Sapporo hay AB InBev đều gặp khó khăn trong việc mở rộng thị phần do đối tượng khách hàng còn quá hạn chế.

### Hãng bia – phân khúc, thị trường và sản phẩm

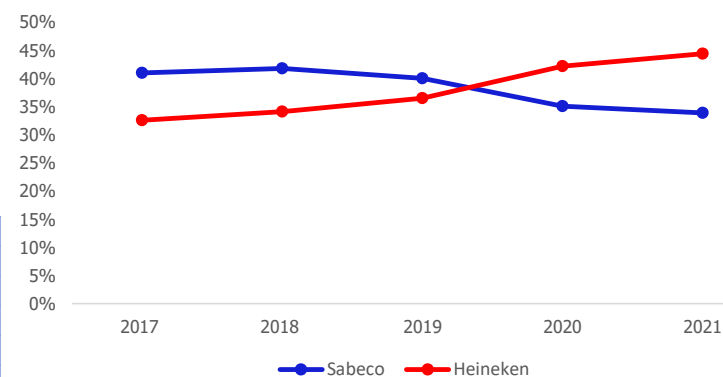
Hãng bia	Phân khúc chủ đạo	Thị trường chính	Sản phẩm nổi bật
Sabeco	Cận cao cấp & phổ thông	Miền Nam	Saigon Lager, Saigon Special, 333
Heineken	Cao cấp, cận cao cấp & phổ thông	Miền Nam	Heineken, Tiger, Tiger Crystal, Larue, Strongbow
Carlsberg	Cận cao cấp & Phổ thông	Miền Trung	Carlsberg, Huda, Huda Gold
Habeco	Phổ thông & bình dân	Miền Bắc	Bia Hà Nội, Bia Trúc Bạch
Sapporo	Cao cấp, cận cao cấp	Các thành phố lớn	Sapporo Premium
AB InBev	Cao cấp, cận cao cấp	Các thành phố lớn	Budweiser, Corona

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Thị phần ngành bia ở VN năm 2021



Thị phần Sabeco & Heineken qua các năm



# Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)

## I. Ngành bia ở Việt Nam

### Phân khúc và sản phẩm

Phân khúc	Mức giá (lon/chai 330ml)	Sản phẩm nổi bật
<b>Cao cấp</b>	<b>&gt; 18 ngàn VNĐ</b>	
<b>Cận cao cấp</b>	<b>Từ 13 đến 18 ngàn VNĐ</b>	
<b>Phổ thông</b>	<b>Từ 10 đến 13 ngàn VNĐ</b>	
<b>Bình dân</b>	<b>Dưới 10 ngàn VNĐ</b>	Chủ yếu là bia hơi

## I. Ngành bia ở Việt Nam

### 2. Xu hướng của các kênh phân phối bia sau Covid-19

Hoạt động phân phối bia và đồ uống có cồn được chia làm **2 kênh chính là on-trade và off-trade**. Trong đó, off-trade gồm các kênh hiện đại như siêu thị, cửa hàng tiện lợi, minimart, những trang thương mại điện tử và kênh truyền thống như tạp hóa còn on-trade là những kênh mà khách hàng đến mua và sử dụng ngay tại chỗ. Đối với on-trade, các kênh nhỏ thường được chia theo mục tiêu của người tiêu dùng như ăn (nhà hàng), uống (quán nhậu, cocktail bar...), hoặc "giải trí" (vũ trường, club...). Kênh off-trade thường cần chú ý vào các dịp mua sắm của người tiêu dùng như các ngày lễ tết, với các dịp khác nhau, khách hàng sẽ lựa chọn thương hiệu và sản phẩm khác nhau.

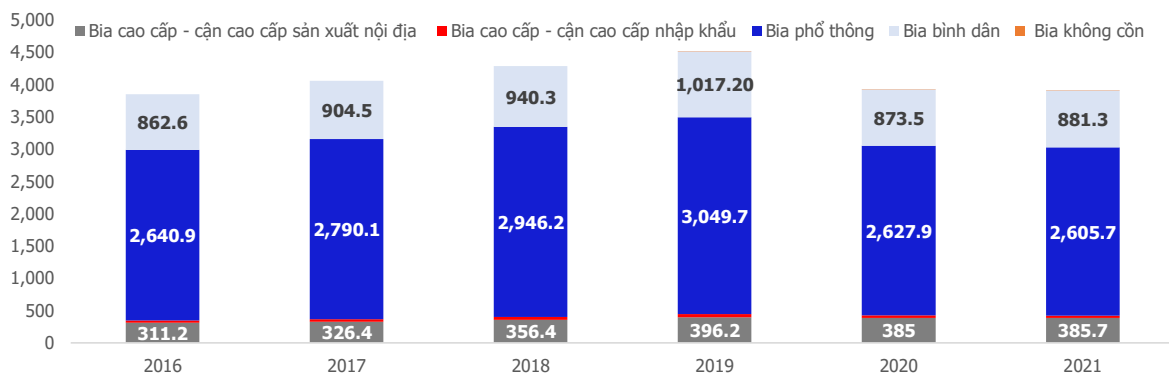
Do ảnh hưởng của dịch Covid-19, tổng sản lượng bia tiêu thụ năm 2021 giảm 0.4% so với năm 2020, đạt 3.9 tỷ lít. **Bia không cồn/ít cồn là loại bia có mức tăng trưởng ấn tượng nhất trong năm qua**, tăng 16% lên 2,4 triệu lít. **Nghị định 100/2019/NĐ-CP có hiệu lực từ 01/01/2020 phạt nặng những người có sử dụng rượu bia trước khi lái xe, điều này đã ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng tiêu thụ bia trong 2 năm 2020 & 2021**. Thêm vào đó, việc giãn cách xã hội, đóng cửa hàng quán và đóng cửa du lịch nội địa lẫn quốc tế cũng đã tạo áp lực lớn lên kênh on-trade, **xu hướng tiêu thụ bia từ năm 2020 đã cho thấy sự sụt giảm của kênh on-trade và ngược lại, kênh off-trade lại tăng mạnh**. Các hãng bia lớn như Heineken, Sabeco, Habeco, Carlsberg và các hãng bia ngoại đều đẩy mạnh bán hàng qua kênh thương mại điện tử như Tiki, Lazada, Shopee với nhiều ưu đãi hấp dẫn trong thời kỳ Covid-19 bùng phát mạnh khiến việc ăn uống bên ngoài trở nên khó khăn và không an toàn.

**Heineken đã cho ra đời 2 sản phẩm mới để bắt kịp xu hướng tiêu dùng trong chính thời điểm dịch bệnh**, đầu tiên là **Heineken 0.0 – bia không cồn**, ít calo, được quảng cáo như một sản phẩm có thể thưởng thức tại mọi thời điểm trong ngày mà không phải lo ngại về luật cấm dùng đồ có cồn khi tham gia giao thông. Tiếp đó, sản phẩm **Bia Việt thuộc phân khúc phổ thông ra đời đánh vào tinh thần dân tộc Việt Nam**, trở thành nhãn hiệu đại diện cho tài trợ cho Sea Games 31 và cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm phân khúc phổ thông quen thuộc của Sabeco.

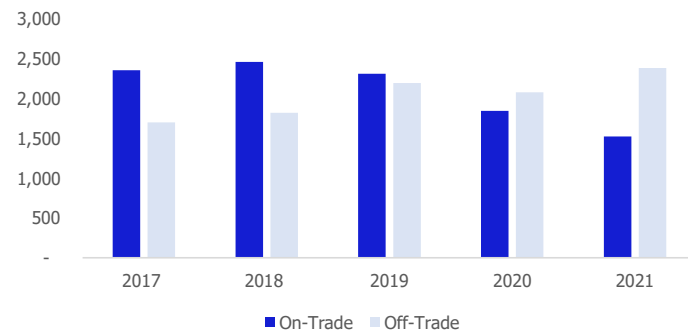
**Heineken đặt lộ trình là một thương hiệu phát triển bền vững** với những hoạt động hỗ trợ cộng đồng trong thời điểm Covid-19; hoạt động tái chế, bảo tồn nguồn nước và tiết kiệm khi sử dụng nước, sử dụng năng lượng tái tạo trong sản xuất, hướng tới không tác động tới môi trường; chú trọng bình đẳng, công bằng và xây dựng văn hóa uống có trách nhiệm với xu hướng các sản phẩm có nồng độ cồn thấp. Do Heineken có lượng khách hàng lớn là giới trẻ, những người quan tâm đặc biệt tới môi trường và xã hội, chiến lược phát triển bền vững để gây thiện cảm cho người tiêu dùng và ghi dấu Heineken như một hãng bia hiện đại và ít độc hại, quan tâm tới xã hội và môi trường tự nhiên.

Sự mở cửa cho hoạt động du lịch và giải trí sau quãng thời gian dài giãn cách xã hội dự kiến sẽ đem lại sự hồi phục và tăng trưởng tích cực cho ngành bia Việt Nam, khi khách hàng có tâm lý mua sắm và giải trí nhiều hơn để bù lại quãng thời gian dịch bệnh hạn chế tiêu dùng. Tuy vậy, **thị trường bia được dự đoán sẽ chỉ có thể quay về sản lượng tiêu thụ của thời điểm trước dịch Covid-19 (năm 2019) bắt đầu từ năm 2023, do nền kinh tế chưa hồi phục hẳn gây áp lực lên thu nhập của người dân. Về triển vọng ngành bia, Euromonitor vẫn lạc quan khi dự phóng CAGR ngành bia Việt Nam giai đoạn 2021-2026 đạt 10%**.

Sản lượng bia tiêu thụ qua các năm (triệu lít)



Tiêu thụ bia qua kênh On-trade & Off-trade (triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, MBS Research

## Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)



### II. Cơ cấu cổ đông và ban lãnh đạo của SAB

SAB có xuất phát điểm chỉ là một xưởng bia nhỏ từ năm 1875 do một người Pháp là ông Victor Larue lập ra ở Sài Gòn. Năm 1977, nhà máy bia Sài Gòn ra đời, đồng thời đánh dấu sự tiếp quản của nhà nước cho doanh nghiệp bia này. **Sabeco là thương hiệu đi cùng lịch sử của TP.HCM, vốn được nhớ tới như một hãng bia quốc dân – sản phẩm quen thuộc trên bàn nhậu khắp cả nước.** Tuy nhiên, **vị trí dẫn đầu của Sabeco đã liên tục bị cạnh tranh gay gắt ở Heineken từ những năm 2015-2016 tới nay.** Trong bối cảnh đó, **SAB được thầu tóm bởi Thai Beverage từ tháng 8/2018 và một loạt những thay đổi về bộ máy lãnh đạo đã diễn ra, kỳ vọng đem lại những chuyển đổi tích cực cho chiến lược phát triển của doanh nghiệp, để cạnh tranh với một hãng bia hiện đại như Heineken.**

Hiện tại, Thai Beverage vẫn đang nắm giữ những vị trí chủ chốt ở cả HĐQT lẫn Ban điều hành của Sabeco. Ban lãnh đạo của Sabeco được đánh giá là những con người có kinh nghiệm lâu năm trong ngành bia, am hiểu thị trường châu Á nói chung và thị trường nội địa nói riêng. SAB đi theo chiến lược quốc tế hóa hoạt động điều hành bằng việc áp dụng mô hình mô hình quản trị theo thông lệ quốc tế, trong đó HĐQT giữ vai trò định hướng chiến lược và Ban Điều hành phụ trách hoạt động sản xuất kinh doanh và điều hành.

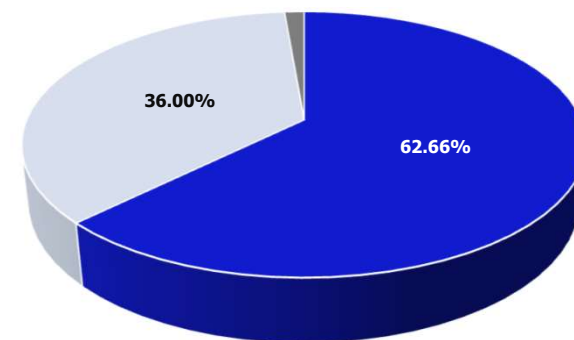
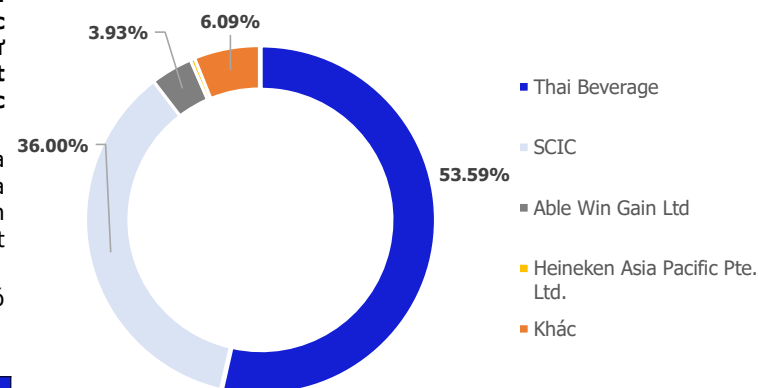
Hiện tại SCIC đang nắm giữ 36% cổ phần của SAB và có kế hoạch sẽ thoái vốn trong thời gian tới, đây cũng là một yếu tố có thể hỗ trợ cho cổ phiếu tăng giá.

#### Một số thành viên chủ chốt của ban lãnh đạo hiện tại

Tên lãnh đạo	Chức vụ	Kinh nghiệm
Koh Poh Tiong	Chủ tịch HĐQT	<ul style="list-style-type: none"> <li>CEO của Pacific Breweries từ năm 1993 - 2008</li> <li>CEO của Fraser &amp; Neave Ltd tới năm 2011</li> </ul>
Pramoad Phornprapha	Chủ tịch Ủy ban Kiểm toán	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thành viên Ủy ban Kiểm toán của Thai Summit Harness Public Co., Ltd.</li> <li>Partner tại Boston Consulting Group từ năm 2001-2014</li> </ul>
Michael Chye Hin Fah	Thành viên HĐQT	<ul style="list-style-type: none"> <li>CFO của Thai Beverage</li> <li>Thành viên HĐQT tại nhiều hãng bia lớn như International Breweries Ltd, Asia Breweries Ltd, Chang Beer UK Ltd, BeerCo Ltd</li> </ul>
Neo Gim Siong Bennett	CEO	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giữ nhiều vị trí cấp cao trong Asia Pacific Breweries Group;</li> <li>Giám đốc khu vực ở Indochina, Singapore, Heineken-Kirin Nhật Bản, Heineken Đài Loan, Tiger Global Exports và Heineken Asia Pacific Exports.</li> <li>CEO mảng thực phẩm của Fraser &amp; Neave Ltd từ năm 2005-2014</li> </ul>
Koo Liang Kwee Alan	Phó Tổng giám đốc	<ul style="list-style-type: none"> <li>CFO của Heineken Asia Pacific Pte Ltd</li> </ul>
Venus Teoh Kim Wei	Phó Tổng giám đốc	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giám đốc Marketing của Asia Pacific Breweries Pte Ltd</li> </ul>
Ng Kuan Ngee Melvyn	Phó Tổng giám đốc	<ul style="list-style-type: none"> <li>CEO, Heineken Asia Pacific Brewery khu vực Quảng Châu</li> </ul>
Lâm Du An	Phó Tổng giám đốc	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gắn bó với Sabeco hơn 30 năm</li> <li>Giám đốc của CTCP Bia Sài Gòn-Vĩnh Long</li> </ul>
Teo Hong Keng	Phó Tổng giám đốc	<ul style="list-style-type: none"> <li>CFO của Heineken Malaysia</li> <li>CFO của Asia Pacific Breweries Pte Ltd</li> </ul>

Nguồn: SAB, MBS Research

#### Cơ cấu sở hữu



■ Sở hữu nước ngoài    ● Sở hữu nhà nước    ■ Sở hữu khác

Nguồn: FiinPro, MBS Research

## Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)



### III. Cập nhật hoạt động sản xuất kinh doanh của SAB

#### 1. Giá cả và chi phí đầu vào

So với những năm từ 2015 trở về trước, tỷ lệ chi phí nguyên liệu trong cấu phần chi phí sản xuất kinh doanh đã giảm mạnh, chỉ còn khoảng 46-49.5% trong 4 năm gần đây so với mức 75-85% của giai đoạn 2011-2015 do sự gia tăng của chi phí quảng cáo và khuyến mại (hiện chiếm tới gần 20% chi phí sản xuất kinh doanh). Đầu vào chính của Sabeco là nhôm và mạch nha được chế xuất từ đại mạch chuyên dùng để chế bia (malting barley). **Tuy giá nguyên liệu đầu vào đã duy trì xu hướng tăng từ năm 2021, SAB vẫn duy trì được biên lợi nhuận gộp ổn định (28.5-31.5%) và biên lợi nhuận gộp thậm chí đã tăng từ mức 27.7% của quý 4/2021 lên 29.8% cho quý 1/2022, sau 2 đợt tăng giá vào tháng 12/2021 và tháng 3/2022. Công ty đã kiểm soát giá cả đầu vào hiệu quả nhờ thu mua nguyên liệu cùng tập đoàn mẹ Thai Beverage cũng như tích trữ nguyên liệu đủ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, hoạt động mua nguyên liệu diễn ra giữa các nhà máy của SAB và giữa SAB với Thai Beverage.** Năm 2021, nhờ chốt trước giá mạch nha cho cả năm, Sabeco đã hạn chế được tác động của giá nguyên liệu lên biên lợi nhuận gộp, và tại thời điểm cuối năm 2021, SAB cũng đã chốt trước giá nguyên liệu nhôm và mạch nha cho năm 2022. Công ty cũng dự kiến nếu việc mua nguyên liệu cùng Thai Beverage vẫn không thể kiểm soát được mức tăng của giá nguyên liệu thì sẽ chuyển bớt phần gia tăng chi phí sang giá bán sản phẩm, đặc biệt là nhóm sản phẩm cao cấp và cận cao cấp.

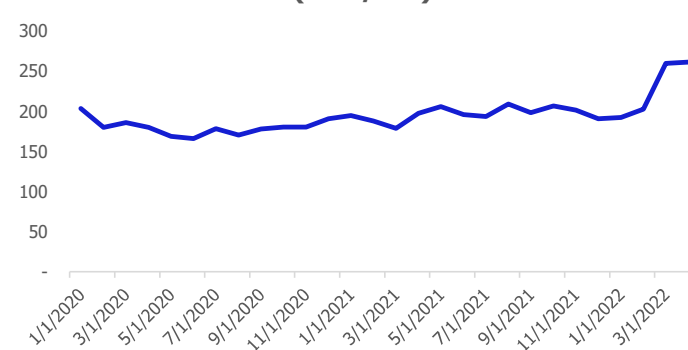
Bên cạnh đó, SAB đã đưa vào sử dụng hệ thống năng lượng mặt trời tại 8 nhà máy, hướng tới tối ưu hóa chi phí và giảm thiểu lượng phát thải khí nhà kính, bảo vệ môi trường.

#### 2. Chiến lược marketing, thêm mới và cải tiến sản phẩm để giành lại thị phần

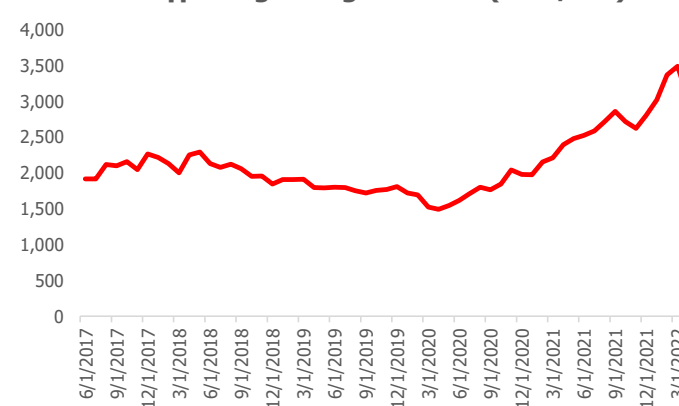
Theo thông tin từ doanh nghiệp, **Sabeco đã cải thiện được thị phần từ quý 3/2021 nhờ mạng lưới phân phối trải rộng cả ở các khu vực không bị ảnh hưởng quá nặng nề do dịch Covid-19 như khu vực nông thôn miền Bắc.** Sau đại dịch do nền kinh tế và sản xuất kinh doanh chưa hồi phục hoàn toàn, ảnh hưởng tới thu nhập của người dân, xu hướng tiêu dùng cũng thiên về tiết kiệm hơn, là **thời cơ để phân khúc phổ thông và cận cao cấp đẩy mạnh thị phần.** Ở phân khúc cao cấp, Heineken đã thống trị từ lâu với các sản phẩm như Tiger Crystal hay Heineken Silver vốn đã rất quen thuộc với người tiêu dùng và đặc biệt là các bạn trẻ, nồng độ cồn thấp, dễ uống. Thương hiệu Heineken cũng được định vị như một thương hiệu cao cấp đối với người dân. Hệ thống phân phối của Heineken cũng thâm nhập sâu rộng đến các tỉnh thành, đưa sản phẩm cao cấp tới nhiều đối tượng khách hàng hơn, so với các hãng bia ngoại chỉ tập trung tại các thành phố lớn. Việc SAB tập trung phát triển ở phân khúc chủ lực của mình thay vì cố gắng cạnh tranh với Heineken ở phân khúc cao cấp, theo chúng tôi là một chiến lược hợp lý và khôn ngoan hơn, do phân khúc phổ thông vẫn có sản lượng tiêu thụ cao nhất tại thị trường Việt Nam, và SAB vẫn có ưu thế vượt trội cả về thương hiệu, quy mô sản xuất và hệ thống phân phối so với 2 đối thủ Habeco và Carlsberg ở phân khúc này.

Trong tháng 4/2022, **SAB đã khởi động lại dòng bia Saigon Special trứ danh của hãng với thiết kế bao bì mới và hương vị đột phá theo công nghệ mới.** Kỹ thuật dry hopping của bia thủ công được sử dụng, hoa bia được thêm vào 2 lần trong quá trình lên men bia nhằm tăng thêm mùi hương cho sản phẩm. SAB lựa chọn hoa bia Yakima cho sự đổi mới của Saigon Special lần này, loại hoa bia hảo hạng được trồng ở thung lũng Yakima ở Washington – vùng trồng hoa bia lớn và lâu đời nhất nước Mỹ đem lại cảm giác sáng khoái, đậm đà nhưng vẫn rất dễ uống. **Saigon Special cùng Saigon Chill (dòng sản phẩm ra đời vào tháng 10/2020, là dòng bia được lên men lạnh cạnh tranh trực tiếp với Tiger Crystal) là những sản phẩm chủ lực ở phân khúc cận cao cấp và cao cấp của SAB, hướng tới mở rộng thị phần và độ sức cùng Heineken ở những phân khúc cao.**

Giá hợp đồng tương lai đại mạch (USD/tấn)



Giá hợp đồng tương lai nhôm (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)



### III. Cập nhật hoạt động sản xuất kinh doanh của SAB

#### 2. Chiến lược marketing, thêm mới và cải tiến sản phẩm để giành lại thị phần

Trong quý 4/2021, nhờ việc triển khai chương trình Tết sớm hơn các đối thủ, và tung ra thị trường bộ sưu tập Tết mang tên "Bản sắc Việt" cho các dòng sản phẩm chính của SAB như Saigon Lager và Saigon Export tôn vinh giá trị văn hóa dân tộc, với bao bì giới hạn in hình ảnh của 63 tỉnh thành cả nước trên lon bia và bao bì carton với 5 tông màu đỏ, cam, xanh lá, xanh dương và vàng đồng, đã giúp thúc đẩy doanh thu dịp cận tết của Sabeco, do giá cả phải chăng và mẫu mã bắt mắt, phù hợp để đem làm quà tặng dịp Tết. Ngoài ra, SAB cũng giới thiệu phiên bản giới hạn của Saigon Gold, với màu sắc và hình dạng của một thỏi vàng, tượng trưng cho sự giàu có và thịnh vượng. Sản phẩm được quảng bá bằng việc hãng tổ chức một đoàn xe sơn vàng lấp lánh, chở đầy những thùng bia sáng chói đem tới giao cho những khách hàng VIP, gây ấn tượng mạnh cho người dân.

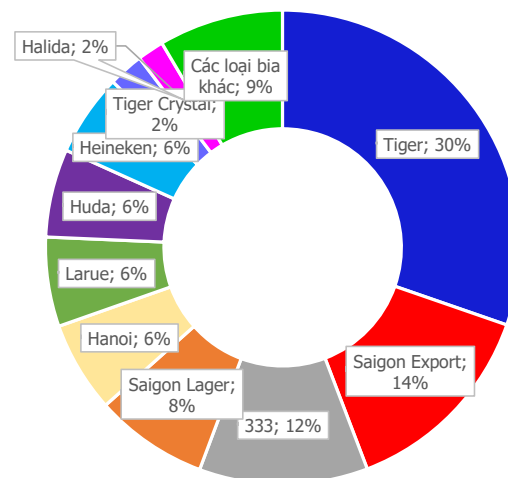
Sabeco tiếp tục tăng cường mạng lưới bán hàng tới hệ thống Circle K và các trang mạng điện tử như Tiki, Lazada, Shopee. Thông qua thương hiệu Saigon Chill, công ty trở thành nhà tài trợ vàng cho chương trình Rap Việt All-Star 2021, một chương trình ca nhạc được chú ý bởi đông đảo những người trẻ tuổi. Sabeco cũng là nhà tài trợ độc quyền của đội tuyển bóng đá Quốc gia Việt Nam trong các hoạt động thi đấu trong nước và quốc tế từ tháng 06/2021 tới tháng 06/2022. Thương hiệu bia Saigon của công ty cũng là nhà tài trợ kim cương tại Sea Games 31. Sabeco đã ký kết hợp tác chiến lược 3 năm với Tổng cục Du lịch Việt Nam để tổ chức các hoạt động quảng bá giá trị văn hóa, thể thao và du lịch của Việt Nam vào tháng 12/2021. Kể từ năm 2018, sau khi thay đổi ban lãnh đạo chủ chốt, chiến lược marketing mới của công ty hướng tới chỉ tiêu hiệu quả hơn cho hoạt động quảng cáo và khuyến mại, thay vì chỉ tiêu nhiều hơn.

Với việc quảng bá là một thương hiệu Việt, và là niềm tự hào của người Việt, SAB đã có những hoạt động giúp đỡ đồng bào trong thời điểm dịch bệnh Covid-19 hoành hành như chiến dịch đóng góp vật dụng thiết yếu cho các khu vực cách ly trên cả nước và hỗ trợ các doanh nghiệp nhỏ trong ngành thực phẩm và đồ uống và các chương trình như "Tiếp sức Việt Nam", "Góp trọn ngôi sao".

Tỷ lệ chi phí quảng cáo và khuyến mại (A&P) trong chi phí sản xuất kinh doanh đã tăng đều từ năm 2018 tới nay, cho thấy SAB đã và đang đẩy mạnh đầu tư vào hoạt động quảng cáo nhiều hơn, với những dự án quy mô lớn. Công ty cũng sử dụng chiến lược Phân biệt giá, đưa ra những mức giá khác nhau cho các kênh phân phối khác nhau, đưa ra những ưu đãi hấp dẫn cho các kênh phân phối. Hệ thống bán hàng của công ty bao gồm nhà bán buôn, bán lẻ và đại lý phủ khắp các khu vực để đảm bảo với khách hàng về sự sẵn có của sản phẩm của SAB khi khách hàng có nhu cầu thưởng thức bia. Với 26 nhà máy, 10 công ty con tại các khu vực, SAB đã xây dựng một hệ thống sản xuất với quy mô rất lớn, lợi thế về quy mô và sự hậu thuẫn của Thai Beverage đã giúp Sabeco giữ được thị phần trong những năm vừa qua dù bị cạnh tranh gay gắt, cũng như duy trì được biên lợi nhuận gộp ổn định, nguồn nguyên liệu đầu vào luôn có giá mua cạnh tranh so với giá thị trường. Công ty cũng đang có định hướng đẩy mạnh hơn việc xuất khẩu sang các thị trường nước ngoài, đặc biệt là các nước ở khu vực lân cận thuộc Đông Nam Á.

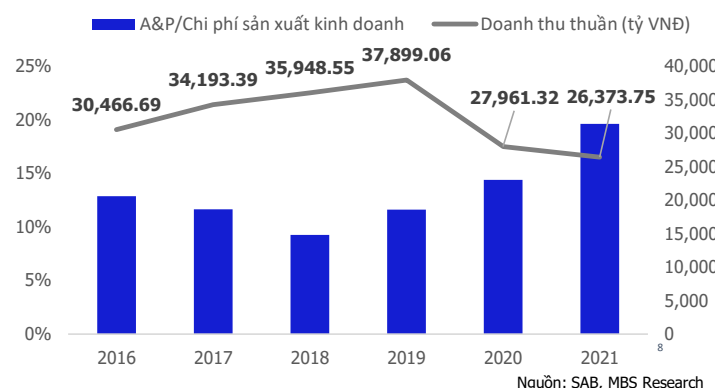
Công ty cũng đầu tư cho việc dựng những biển quảng cáo tại khu vực cao tốc và chính tại các quán nhậu, nhà hàng, quán bar và gửi PG đi tiếp thị trực tiếp. SAB cũng đẩy mạnh hơn việc quảng cáo tại các trang thương mại điện tử để tăng cường nhận thức thương hiệu đối với các khách hàng trẻ tuổi. Chi phí khuyến mại cho các đại lý và kênh phân phối sẽ tùy theo sản lượng tiêu thụ, đây cũng là một cách để khuyến khích việc đẩy mạnh bán hàng cho sản phẩm của Sabeco. Bên cạnh đó, Sabeco vẫn duy trì việc quảng cáo thông qua các sự kiện thể thao, đặc biệt là tài trợ cho các giải bóng đá và đội tuyển quốc gia Việt Nam, đánh mạnh vào hình ảnh niềm tự hào và sức mạnh dân tộc.

Thị phần ngành bia VN theo sản phẩm



Nguồn: Euromonitor, MBS Research

A&P và Doanh thu



Nguồn: SAB, MBS Research



## Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)



### IV. Tình hình tài chính của SAB

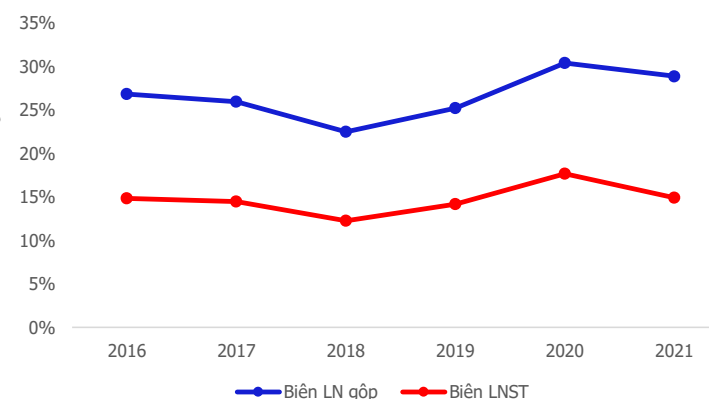
Từ sau năm 2019 (mức đỉnh doanh thu của Sabeco), nợ vay của SAB giảm dần, kéo theo chi phí lãi vay cũng giảm. Lượng tiền và các khoản tương đương tiền của SAB cũng luôn ở mức cao (2,700 tới gần 5,000 ngàn tỷ đồng); lượng tiền gửi ngắn hạn tại ngân hàng cũng duy trì xu hướng tăng dần qua các năm và đã đạt mức kỷ lục gần 17 ngàn tỷ đồng vào cuối năm 2021. Tỷ suất lợi nhuận của Sabeco luôn được giữ ở mức ổn định (trong khoảng từ 22% - 31%), mức biên lợi nhuận phụ thuộc nhiều vào sự điều chỉnh tăng giá bán cũng như giá cả các nguyên liệu đầu vào. Phân khúc chính của Sabeco là phân khúc phổ thông và cận cao cấp nên biên lợi nhuận thấp hơn một số doanh nghiệp cùng khu vực tập trung vào phân khúc cao cấp như Heineken Malaysia, nhưng vẫn cao hơn các doanh nghiệp cùng phân khúc như Carlsberg hay Habeco. Theo số liệu của Bloomberg, hiện tại, biên LNST của Sabeco là 13.49%, cao hơn Habeco (4.1%), Carlsberg Breweries Vietnam (8.68%), Carlsberg Malaysia (12.17%) và xấp xỉ với Heineken Malaysia (13.43%), tuy Heineken Malaysia có mức biên lợi nhuận hoạt động và ROA cao hơn. Thêm vào đó, Sabeco có tỷ lệ Capex/Doanh thu thấp hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp ngành bia, chỉ ở mức 1.25% so với trung bình ngành là 3.54%

Với mức tiền mặt dồi dào, trong buổi ĐHCĐ năm 2021, khi trả lời cổ đông, doanh nghiệp cũng đã chia sẻ có dự định chia cổ tức tiền mặt cao hơn trong những năm tới, khi mức cổ tức hiện tại của công ty mới chỉ là 3,500 VNĐ/cổ phần. Chúng tôi dự phỏng mức cổ tức tiền mặt của SAB có thể đạt 4,000-5,000 VNĐ/cổ phần từ năm 2024 nếu tình hình sản xuất kinh doanh quay lại được mức trước Covid-19. Đồng thời, do SAB không thực hiện chia cổ tức cổ phiếu từ trước tới nay, rủi ro pha loãng trong tương lai được đánh giá là rất thấp.

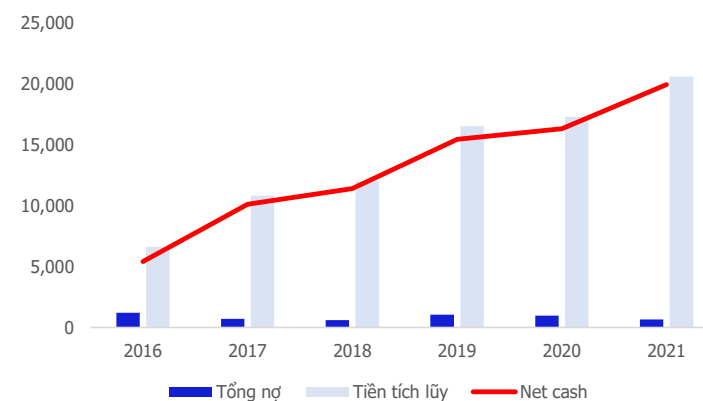
So sánh SAB với các hãng bia khu vực châu Á (bảng 1)

Tên công ty	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Biên LNST (%)	Capex/Doanh thu (%)	ROIC (%)	ROA (%)	ROE (%)
<b>SAIGON BEER ALCOHOL BEVERAGE</b>	<b>16.60</b>	<b>14.64</b>	<b>13.49</b>	<b>1.25</b>	<b>13.13</b>	<b>13.19</b>	<b>18.19</b>
HEINEKEN MALAYSIA BHD	22.25	17.97	13.43	4.99	50.50	29.11	61.40
UNITED BREWERIES LTD	8.90	3.43	2.67	4.73	3.00	1.99	3.19
MULTI BINTANG INDONESIA PT	50.96	37.20	28.09	10.20	37.76	22.74	50.01
HANOI BEER ALCOHOL & BEVERAG	10.65	3.99	4.10	1.19	3.81	4.41	6.51
CARLSBERG BREWERY MALAYSIA B	18.01	14.96	12.17	3.21	55.04	31.96	96.77
THAI BEVERAGE PCL	17.32	14.23	10.54	1.40	7.34	5.79	16.44
EMPERADOR INC	27.33	24.35	17.77	3.11	9.85	7.73	13.57
GINEBRA SAN MIGUEL INC	13.68	12.43	11.04	1.05	32.74	25.03	44.00
UNITED SPIRITS LTD	12.95	9.27	5.13	2.14	9.06	4.79	10.62
SAN MIGUEL FOOD AND BEVERAGE	17.77	13.93	6.17	5.66	14.76	6.78	<b>32.07</b>
<b>Trung bình ngành</b>	<b>19.67</b>	<b>15.13</b>	<b>11.33</b>	<b>3.54</b>	<b>21.55</b>	<b>13.96</b>	<b>32.07</b>

Tỷ suất lợi nhuận của SAB



Tổng nợ và tiền tích lũy của SAB (tỷ VNĐ)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Nguồn: SAB, MBS Research

## Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)



### IV. Đánh giá rủi ro

Chúng tôi đánh giá SAB hiện tại đang có những rủi ro chính sau đây:

- **Ngành bia tăng trưởng chậm lại** do bão hòa dần, người dân nâng cao ý thức về sức khỏe và hạn chế sử dụng rượu bia hơn.
- **Các chính sách nghiêm ngặt của nhà nước** để hạn chế việc sử dụng rượu bia làm ảnh hưởng tới hành vi ứng xử và giao thông đường bộ sẽ làm giảm sản lượng tiêu thụ bia rượu.
- **Sabeco đang bị lấy mất thị phần từ Heineken**, hãng bia hiện đại được ưa chuộng bởi giới trẻ, vốn phổ biến với người dân và đang thống lĩnh phân khúc cao cấp. **Việc xu hướng tiêu dùng của khách hàng dần dịch chuyển từ sản phẩm phổ thông lên sản phẩm phân khúc cận cao cấp và cao cấp sẽ gia tăng áp lực cạnh tranh cho Sabeco**, vốn có phân khúc chủ lực là phổ thông và cận cao cấp.
- **Sự tăng giá của các nguyên liệu đầu vào như nhôm và mạch nha** làm ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của Sabeco. **Doanh nghiệp có thể không chuyển được hoàn toàn chi phí do gia tăng giá cả đầu vào sang sản phẩm bán ra, khiến biên lợi nhuận thu hẹp.**

### V. Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF để xác định giá mục tiêu cho SAB. MBS đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu SAB, dựa trên giá trị hợp lý cho cổ phiếu SAB là **178,500 VND/cp, upside 16%** so với mức giá tham chiếu ngày 29/06/2022 là 154,000 VND/cp.

#### So sánh SAB với các hãng bia khu vực châu Á (bảng 2)

Tên công ty	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	EV (tỷ VNĐ)	EV/EBITDA		P/E	P/E FY2021	P/E FY2022	P/FCF	Lợi tức cổ phần (%)
			FY2021	EV/EBITDA FY2022					
<b>SABECO</b>	<b>100,039,865</b>	<b>82,617,227</b>	<b>14.77</b>	<b>13.01</b>	<b>26.14</b>	<b>23.38</b>	<b>19.52</b>	<b>17.49</b>	<b>2.24</b>
TSINGTAO BREWERY CO LTD-A	363,816,586	299,612,906	16.73	14.28	38.69	38.49	32.29	40.14	0.81
HEINEKEN MALAYSIA BHD	37,790,588	37,638,845	13.25	12.70	25.07	22.83	20.02	25.59	2.78
GUANGZHOU ZHUJIANG BREWERY-A	61,228,123	42,371,625	14.06	12.06	28.89	25.45	22.38	52.58	1.50
BEIJING YANJING BREWERY CO-A	86,655,347	71,707,327	16.98	14.51	74.17	71.61	53.82	21.89	0.25
CARLSBERG BREWERY MALAYSIA B	35,535,988	34,518,266	15.85	14.38	29.77	24.69	21.13	29.53	3.54
CHONGQING BREWERY CO-A	219,306,296	211,774,639	17.07	14.00	52.16	44.70	35.48	22.88	1.53
THAI BEVERAGE PCL	268,978,511	412,118,113	13.19	12.58	15.43	14.45	13.70	12.28	3.17
EMPERADOR INC	127,190,204	133,795,161	20.63	18.15	30.10	26.81	23.13	24.96	0.58
SAN MIGUEL FOOD AND BEVERAGE	121,424,987	158,843,377	6.05	5.49	14.63	14.04	12.57	12.80	3.54
SHEDE SPIRITS CO LTD-A	217,139,370	205,558,813	23.26	17.33	42.30	33.95	24.93	30.76	0.13
<b>Trung bình ngành</b>	<b>149,009,624</b>	<b>153,686,936</b>	<b>15.62</b>	<b>13.50</b>	<b>34.30</b>	<b>30.94</b>	<b>25.36</b>	<b>26.45</b>	<b>1.83</b>

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

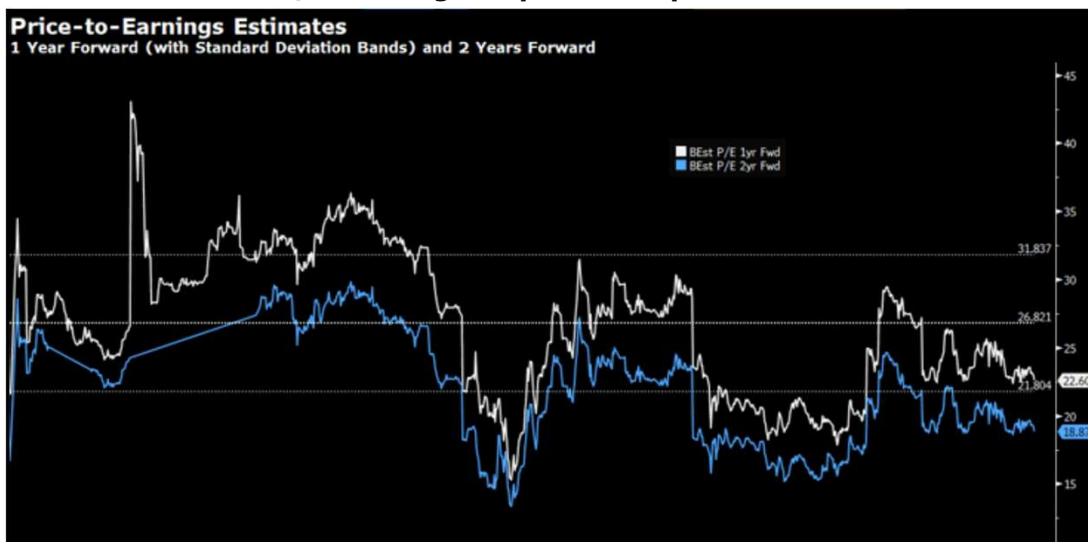
## Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)



### So sánh với các hãng bia khu vực châu Á (bảng 3)

Tên công ty	P/E hiện tại	So với trung vị 2 năm	So với trung bình 2 năm	Chênh lệch	Chênh lệch theo standard deviation
San Miguel Food and Beverage I	12.63	-	58.76	-	2.89
Chongqing Brewery Co Ltd	42.77	-	39.70	-	0.90
Shanghai Bairun Investment Hol	36.21	-	18.27	-	0.70
Guangzhou Zhujiang Brewery Co	24.58	-	19.71	-	0.43
Heineken Malaysia Bhd	20.34	-	33.56	-	0.38
Jinhui Liquor Co Ltd	31.19	-	1.87	-	0.26
Shede Spirits Co Ltd	29.80	-	2.67	-	0.05
Carlsberg Brewery Malaysia Bhd	22.04	-	28.00	-	0.10
United Breweries Ltd	57.40	-	87.49	-	0.21
<b>Sabeco</b>	<b>20.53</b>	-	<b>32.93</b>	-	<b>0.35</b>
Thai Beverage PCL	13.89	-	54.65	-	0.64
Emperador Inc	23.75	-	22.42	-	0.80
Tsingtao Brewery Co Ltd	38.05	-	24.28	-	0.83
Beijing Yanjing Brewery Co Ltd	66.78	-	118.12	-	0.93
Beijing Shunxin Agriculture Co	41.86	-	36.73	-	1.10

### P/E SAB và giá cổ phiếu SAB qua các năm



So sánh với những doanh nghiệp cùng ngành bia khu vực châu Á Thái Bình Dương, với P/E hiện tại của là 20.53 và P/E forward 1 năm đạt 18.87, cổ phiếu SAB đang giao dịch ở mức giá hấp dẫn so với P/E trung bình ngành hiện tại là 34.3.

Mức P/E hiện tại cũng thấp hơn 32.93% so với P/E trung vị 2 năm qua, và thấp hơn 36.42% so với P/E trung bình 2 năm qua của chính công ty và đang ở vùng thấp nhất trong lịch sử 6 năm qua của công ty.

## Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)



Kết quả kinh doanh						Lưu chuyển dòng tiền					
	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F		2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	26,374	33,201	36,682	39,771	42,465	Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	3,518	2,124	2,563	2,992	3,767
Giá vốn hàng bán	18,765	23,525	25,755	27,859	29,282	Dòng tiền thuần hđ đầu tư	(1,223)	590	482	691	1,214
Lợi nhuận gộp	7,609	9,676	10,927	11,913	13,182	Dòng tiền thuần hđ tài chính	(1,414)	(2,147)	(2,274)	(2,524)	(2,852)
Doanh thu tài chính	1,120	1,051	1,153	1,314	1,489						
Chi phí tài chính	23	26	58	89	131						
Chi phí bán hàng	3,500	4,056	4,511	4,968	5,339						
Chi phí quản lý doanh nghiệp	598	672	783	894	1,001						
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	4,780	5,144	5,838	6,266	7,063						
Lợi nhuận trước thuế	4,857	6,239	7,007	7,568	8,502						
Lợi nhuận sau thuế	3,929	5,108	5,738	6,197	6,962						
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	3,677	4,827	5,421	5,855	6,578						
Tài sản- Nguồn vốn						Hệ số tài chính					
	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F		2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>22,877</b>	<b>24,066</b>	<b>27,030</b>	<b>30,157</b>	<b>36,475</b>	<b>Hệ số hiệu quả</b>					
Tiền tương đương tiền	3,606	4,175	4,945	6,103	8,232	Biên lợi nhuận gộp	28.8%	29.1%	29.8%	30.0%	31.0%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	16,991	16,965	18,612	19,841	23,903	EBITDA Margin	20.2%	17.1%	17.5%	17.3%	18.1%
Khoản phải thu ngắn hạn	468	695	886	1,165	1,280	Biên lợi nhuận ròng	13.9%	14.5%	14.8%	14.7%	15.5%
Hàng tồn kho	1,668	2,051	2,305	2,648	2,707	ROE	16.3%	19.1%	19.0%	18.4%	18.3%
Tài sản ngắn hạn khác	143	180	281	400	352	ROA	12.1%	15.3%	15.6%	15.4%	15.1%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>7,610</b>	<b>7,465</b>	<b>7,723</b>	<b>7,851</b>	<b>7,230</b>						
Khoản phải thu dài hạn	13	17	44	67	37	<b>Hệ số tăng trưởng</b>					
Tài sản cố định	4,402	4,410	4,487	4,256	3,954	Tăng trưởng doanh thu	-5.7%	25.9%	10.5%	8.4%	6.8%
Tài sản dở dang dài hạn	551	432	330	318	170	Tăng trưởng LNTT	-20.5%	28.4%	12.3%	8.0%	12.3%
Bất động sản đầu tư	41	39	38	36	34	Tăng trưởng LNST	-20.4%	30.0%	12.3%	8.0%	12.3%
Đầu tư tài chính dài hạn	2,125	2,042	2,038	2,030	2,021	Tăng trưởng EPS	-24.3%	32.9%	12.3%	8.0%	12.3%
Tài sản dài hạn khác	478	509	742	1,076	977						
<b>Tổng tài sản</b>	<b>30,487</b>	<b>31,531</b>	<b>34,753</b>	<b>38,009</b>	<b>43,705</b>						
<b>Nợ phải trả</b>	<b>7,892</b>	<b>6,278</b>	<b>6,238</b>	<b>6,113</b>	<b>7,694</b>	<b>Hệ số thanh khoản</b>					
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>7,258</b>	<b>5,607</b>	<b>5,595</b>	<b>5,460</b>	<b>6,982</b>	Hệ số thanh toán hiện hành	3.15x	4.29x	4.83x	5.52x	5.22x
Phải trả người bán ngắn hạn	2,400	2,023	1,974	1,871	2,840	Hệ số thanh toán nhanh	2.84x	3.77x	4.21x	4.75x	4.60x
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	322	390	403	449	455	Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.02x	0.02x	0.02x	0.02x	0.02x
Thuế phải nộp nhà nước	1,417	1,264	1,186	1,101	1,152	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.03x	0.03x	0.03x	0.02x	0.02x
Phải trả ngắn hạn khác	3,119	1,929	2,032	2,039	2,534	Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	98.08x	92.58x	65.81x	51.67x	43.13x
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>634</b>	<b>671</b>	<b>643</b>	<b>652</b>	<b>712</b>						
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	341	370	328	323	351						
Phải trả dài hạn khác	293	301	316	329	361						
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>22,595</b>	<b>25,253</b>	<b>28,515</b>	<b>31,896</b>	<b>36,011</b>						
Vốn góp của chủ sở hữu	6,413	6,413	6,413	6,413	6,413						
Quỹ đầu tư phát triển	1,122	1,127	1,132	1,138	1,145	<b>Hệ số định giá</b>					
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	13,656	16,238	19,415	22,705	26,717	Lợi suất cổ tức	2.3%	2.3%	2.3%	2.7%	2.7%
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,373	1,444	1,523	1,608	1,704	EPS (VND)	5,364	7,128	8,007	8,647	9,714
Vốn khác	31	31	31	32	32	BVPS (VND)	47,541	49,168	54,192	59,270	68,153
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>30,487</b>	<b>31,531</b>	<b>34,753</b>	<b>38,009</b>	<b>43,705</b>						

## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

**Hoàng Công Tuấn** [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Trọng Việt Hoàng** [Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn](mailto:Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn)

#### Trái phiếu

**Lê Minh Anh** [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

**Chu Thế Huỳnh** [Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Trần Thái Bình** [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

**Phạm Thùy Trang** [Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Đình Công Luyện** [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

**Đỗ Lan Phương** [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

**Dương Thiện Chí** [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

#### Vật liệu xây dựng

**Hoàng Ngân Giang** [Giang.HoangNgan@mbs.com.vn](mailto:Giang.HoangNgan@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
<b>MUA</b>	>=15%
<b>GIỮ</b>	Từ -15% đến +15%
<b>BÁN</b>	<= -15%

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘI SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)