

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HSX: SAB)

Hoàng Hiếu Tri

Chuyên viên phân tích

Email: trihh@fpts.com.vn

Tel: (84) - 86290 8686 - Ext : 7595

Thông tin giao dịch	06/12/2016
Giá chào sàn (đ/cp)	110.000
Giá cao nhất trong biên độ (đ/cp)	132.000
Giá thấp nhất trong biên độ (đ/cp)	88.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	641.281.186
Số lượng CP lưu hành (CP)	641.281.186
Tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt	20% - 30%
% sở hữu nước ngoài	9,39%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	641
Vốn hóa chào sàn (tỷ đồng)	70.541

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn
Địa chỉ	06 Hai Bà Trưng, P. Bến Nghé, Q.1, Tp.HCM
Doanh thu chính	Các loại bia mang thương hiệu Bia Sài Gòn
Chi phí chính	Nguyên liệu nhập khẩu, chi phí quảng cáo, marketing
Lợi thế cạnh tranh	Mạng lưới phân phối rộng, nhận diện thương hiệu Bia Sài Gòn
Rủi ro chính	Áp lực cạnh tranh từ các hãng bia nước ngoài, khả năng bị thu tóm

Quá trình hình thành và phát triển:

- Tiền thân là nhà máy bia của B.G.I (Pháp).
- Sau năm 1975 trở thành công ty nhà nước trực thuộc Bộ Công Thương.
- Cổ phần hóa năm 2007, đổi tên thành Tổng Công ty Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn.
- Niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE vào tháng 12/2016.

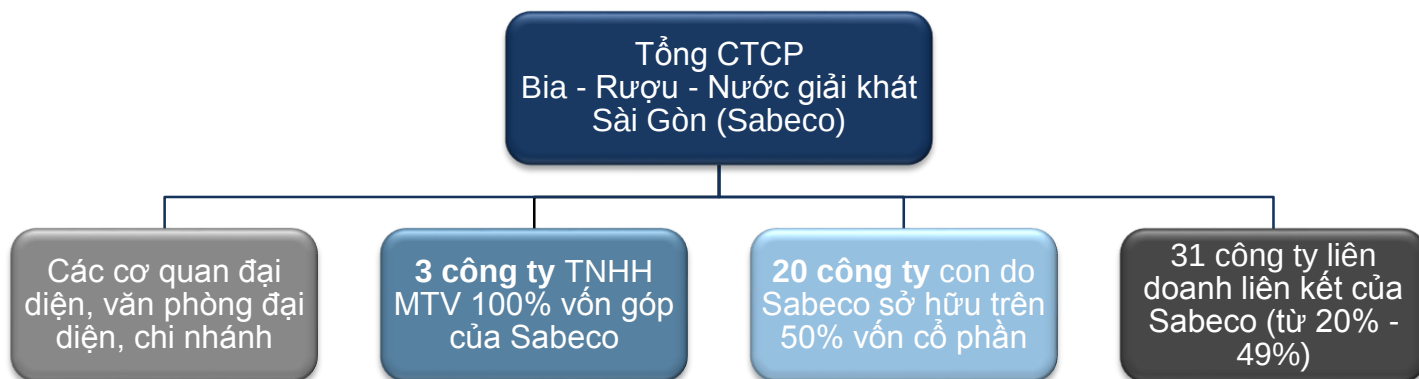
Theo công bố của Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM, Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB) sẽ tiến hành niêm yết hơn 641 triệu cổ phiếu lên sàn HOSE vào ngày 06/12/2016 sắp tới với mã cổ phiếu SAB và giá chào sàn là 110.000 đồng/cp.

Sabeco là doanh nghiệp chuyên sản xuất và kinh doanh bia rượu lớn nhất Việt Nam ở thời điểm hiện tại với dòng sản phẩm chủ lực là các loại bia mang thương hiệu Bia Sài Gòn như Saigon Special, 333 Export, Saigon Export, Saigon Lager Export... Chủ sở hữu lớn nhất của SAB hiện tại là Bộ Công Thương đang có kế hoạch thoái vốn toàn bộ để giảm tỷ lệ sở hữu từ 89,59% xuống còn 0%, chia làm 2 đợt: đợt 1 thoái 53,5% vốn, 36% còn lại sẽ thoái tiếp trong năm 2017. Kinh doanh bia rượu là ngành kinh doanh có điều kiện nhưng khả năng mở room 100% cho khối ngoại là rất cao do không phải là ngành nghề trọng yếu mà chính phủ phải nắm giữ. SAB cũng nêu rõ định hướng sẽ trình đại hội cổ đông thông qua việc từ bỏ một số ngành kinh doanh có điều kiện để làm cơ sở mở room lên 100% trong bản cáo bạch (trang 93).

Chúng tôi tiến hành tóm tắt các thông tin trọng yếu của SAB và phân tích tiềm năng đầu tư vào cổ phiếu SAB thông qua các khía cạnh sau:

- Chuỗi giá trị hoạt động của SAB:** Rủi ro thiếu hụt nguyên liệu hoa bia (houblon) ảnh hưởng đến khả năng sản xuất. SAB cũng không có quá trình mạch nha hóa lúa mạch theo quy trình chuẩn, ít nhiều có thể ảnh hưởng đến hương vị các loại bia. ([p.3](#))
- Khả năng tăng trưởng:** tích cực so với mặt bằng chung của thế giới do Việt Nam thuộc nhóm các nước tiêu thụ nhiều bia nhất, tuy nhiên dự báo triển vọng tăng trưởng trong tương lai dựa trên ước tính của Euromonitor có phần lạc quan, khi mức tiêu thụ bia đầu người của Việt Nam đã gần đạt mức cao nhất Châu Á và mức tiêu thụ bia toàn cầu đang suy giảm. ([p.9](#))
- Khả năng sinh lời:** ổn định và cao hơn mặt bằng chung của ngành, xấp xỉ Thai Beverage (là một tập đoàn bia của Thái Lan đang có ý định đấu giá chào mua cổ phần của SAB từ Bộ Công Thương). ([p.11](#))
- Rủi ro đầu tư:** suy giảm doanh thu có thể đến từ các quy định pháp lý hạn chế tiêu thụ bia rượu nhằm giảm tình trạng bệnh tật (ung thư gan) và tai nạn gây ra do tiêu dùng bia thiếu kiểm soát. Các rủi ro về tài chính và rủi ro hoạt động nội bộ của SAB là không đáng kể ([p.13](#)).
- Sự quan tâm của nhóm nhà đầu tư nước ngoài** khi Bộ Công Thương thoái vốn toàn bộ. Đây là cơ hội để các tập đoàn này thu tóm thương hiệu, hệ thống nhà máy sản xuất và mạng lưới phân phối lớn nhất Việt Nam ở thời điểm hiện tại, làm bàn đạp để thâm nhập và khai thác một trong những thị trường tiêu thụ bia tăng trưởng nhanh nhất thế giới.

→ **Xét về nội tại, chúng tôi cho rằng cổ phiếu SAB không thực sự hấp dẫn trong dài hạn.** Trong ngắn hạn, EPS lũy kế 4 quý gần nhất của SAB là 6.334 đồng/cp, tương ứng với mức P/E 17,4 đối với giá chào sàn 110.000 đ/cp và mức P/E 25,3 đối với giá tham khảo 160.000 được giao dịch trên thị trường OTC trước thời điểm chốt danh sách lưu ký. Mức P/E lũy kế 4 quý của Thai Beverage là 22,2, ứng với giá tham khảo cho SAB là 140.000 đồng/cp.

Cơ cấu tổ chức:


(nguồn: Bản cáo bạch SAB, FPTTS Research)

Cơ cấu cổ đông

Loại hình	Số lượng cổ đông	Số lượng cổ phần	Tỷ lệ nắm giữ (%)
Cổ đông trong nước	1.113	581.056.097	90,61%
Tổ chức	28	576.701.314	89,93%
trong đó: Bộ Công Thương	1	574.519.134	89,59%
Cá nhân	1.085	4.357.783	0,68%
Cổ đông nước ngoài	114	60.225.089	9,39%
Tổ chức	17	59.948.389	9,35%
Cá nhân	97	276.700	0,04%
Cổ phiếu quỹ	-	-	0,00%
Tổng số	1.227	641.281.186	100,00%

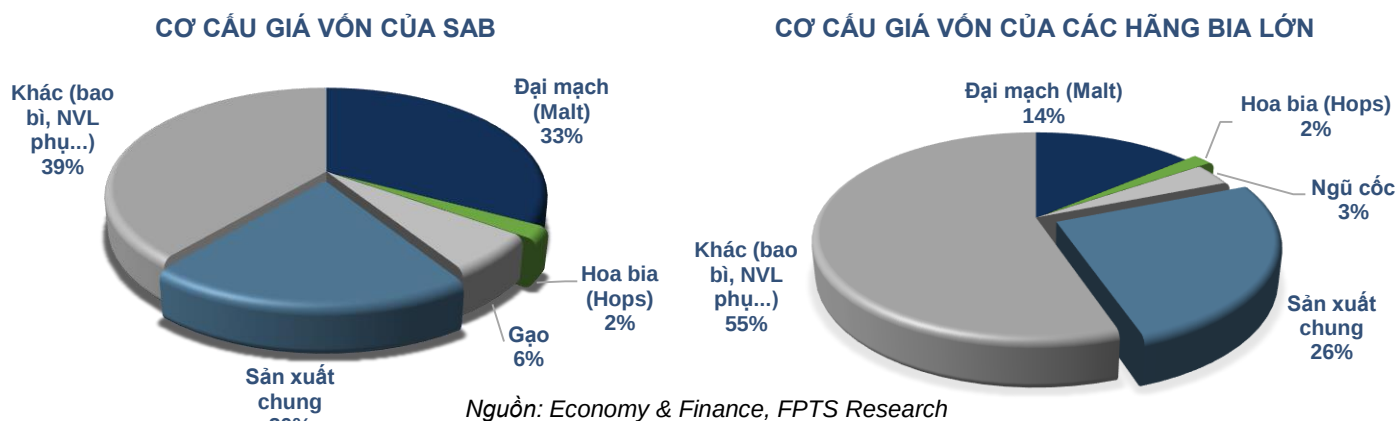
(nguồn: Bản cáo bạch SAB, FPTTS Research)

Chuỗi giá trị của Sabeco

Nguyên liệu đầu vào: lúa mạch ảnh hưởng thấp, rủi ro đến từ hoa bia.



Biểu đồ 1: Tương quan cơ cấu giá vốn hàng bán của Sabeco và các hãng bia lớn trên thế giới



Biểu đồ 2: Biến động giá lúa mạch và thời điểm SAB chốt giá trong giai đoạn 2012 – 2016



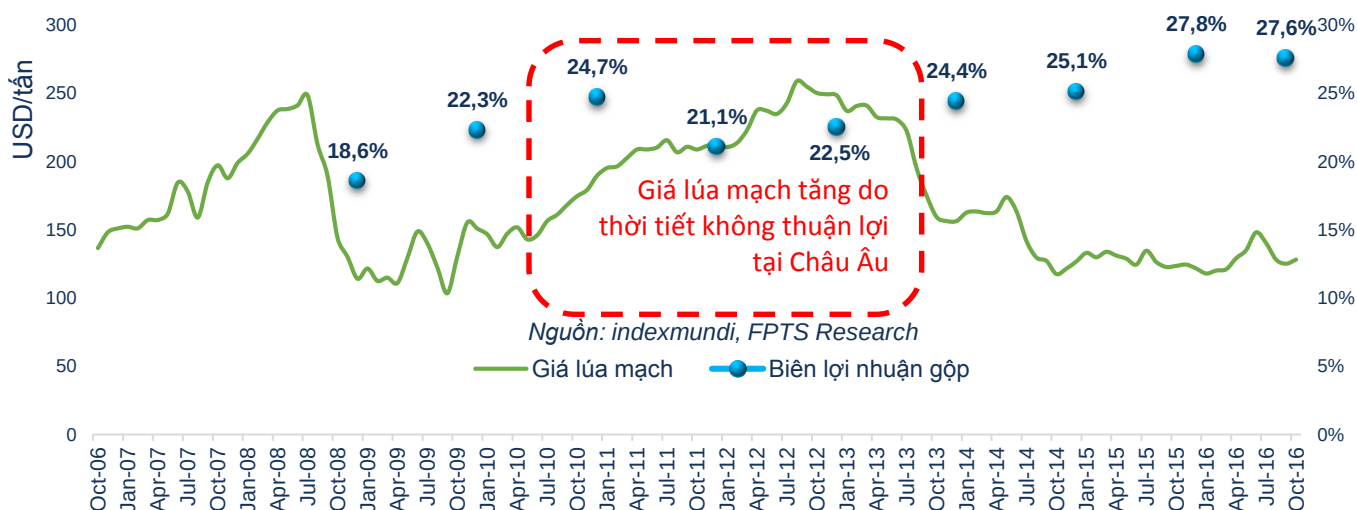
(nguồn: SAB, Euromonitor tháng 6/2016)

Lúa mạch và hoa bia lần lượt chiếm bình quân 32,5% và 2% giá vốn hàng bán. Đây là hai loại nguyên liệu trọng yếu không thể thay thế trong quá trình sản xuất bia và đều ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của Sabeco.

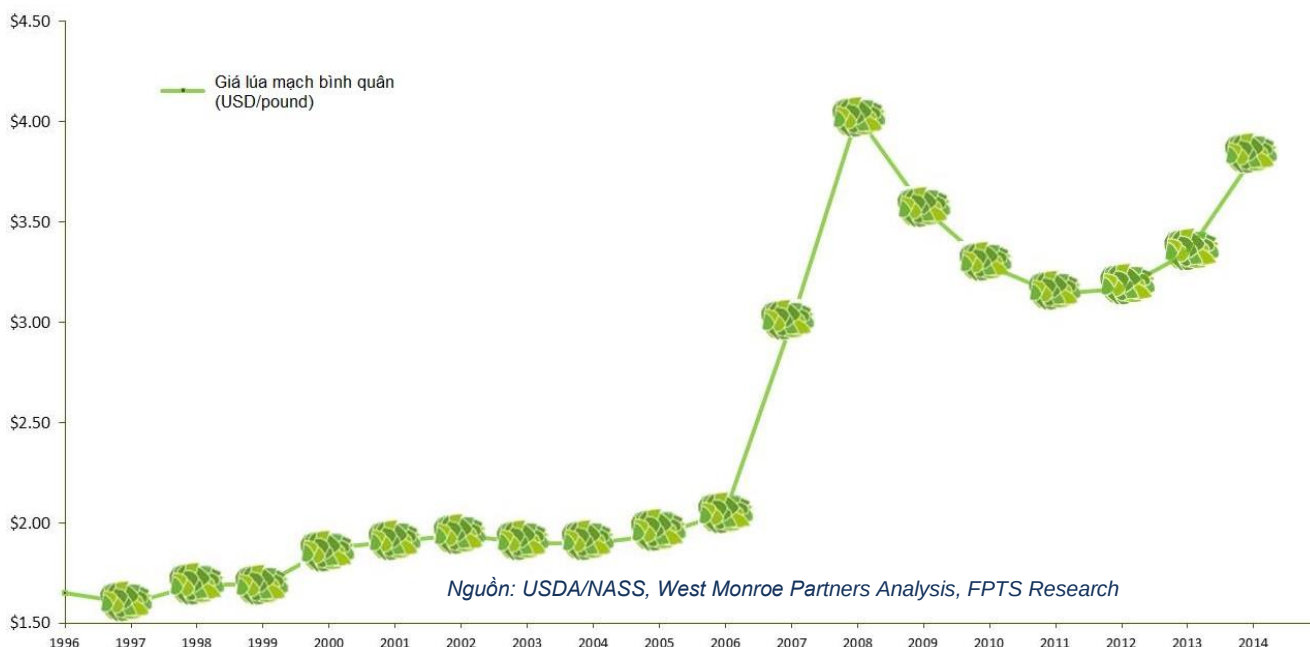
Lúa mạch được Sabeco chủ yếu nhập khẩu từ Châu Âu, thường được chia làm 2 đợt ký hợp đồng. Đợt 1 vào tháng 10 hoặc tháng 11 để thương thảo mức sản lượng và giá thu mua trong 6 tháng đầu năm và đợt 2 vào tháng 1 hoặc tháng 2 cho nhu cầu sản lượng tiêu thụ 6 tháng cuối năm.

Biểu đồ thống kê các thời điểm chốt giá mua lúa mạch trên thị trường hàng hóa quốc tế (chấm đỏ) của Sabeco cho thấy năng lực dự báo và chốt giá của Sabeco được cải thiện dần qua các năm, đặc biệt hiệu quả từ đầu năm 2014 đến nay.

Thống kê giá lúa mạch toàn cầu trong 10 năm gần đây cho thấy giá mặt hàng này đang bước vào giai đoạn ổn định với nguồn cung chính khá dồi dào đến từ Mỹ và các nước Châu Âu như Anh, Pháp, Đức... Do đó, kết hợp giữa nguồn cung dồi dào và năng lực đàm phán mua hàng ngày càng được cải thiện của SAB, rủi ro biến động mạnh kết quả kinh doanh do giá lúa mạch thay đổi là không đáng kể.

Biểu đồ 3: Thống kê giá lúa mạch giai đoạn 2006 – 2016 và biên lợi nhuận gộp của SAB


Nguyên liệu quan trọng thứ 2 là hoa bia, đây là mặt hàng Việt Nam không tự sản xuất được và phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn nhập khẩu. Tuy chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (2%) trong giá vốn hàng bán của SAB, nhưng loại nguyên liệu này là không thể thay thế và đang có xu hướng tăng giá mạnh trong khoảng 5 năm gần đây. Theo thông tin từ SAB, giá hoa bia tiếp tục tăng đột biến trong năm 2015 và 2016 do nguồn cung trên thế giới khan hiếm, chủ yếu đến từ sự suy giảm năng suất trồng tại Châu Âu, cụ thể là Đức. Dù SAB vẫn đảm bảo đủ nguồn hàng cung ứng cho nhu cầu sản xuất trong năm 2016, nhưng nếu tình trạng này tiếp tục kéo dài, rủi ro thiếu hụt nguyên vật liệu, dù mua với giá cao, làm gián đoạn hoạt động sản xuất kinh doanh là hiện hữu.

Biểu đồ 4: Thống kê giá hoa bia giai đoạn 2006 – 2016


Men, nước, gạo và các loại nguyên liệu khác thuộc nhóm nguyên liệu phổ thông với nguồn cung đa dạng và dồi dào, do đó không ảnh hưởng đến quá trình sản xuất và kinh doanh của SAB.

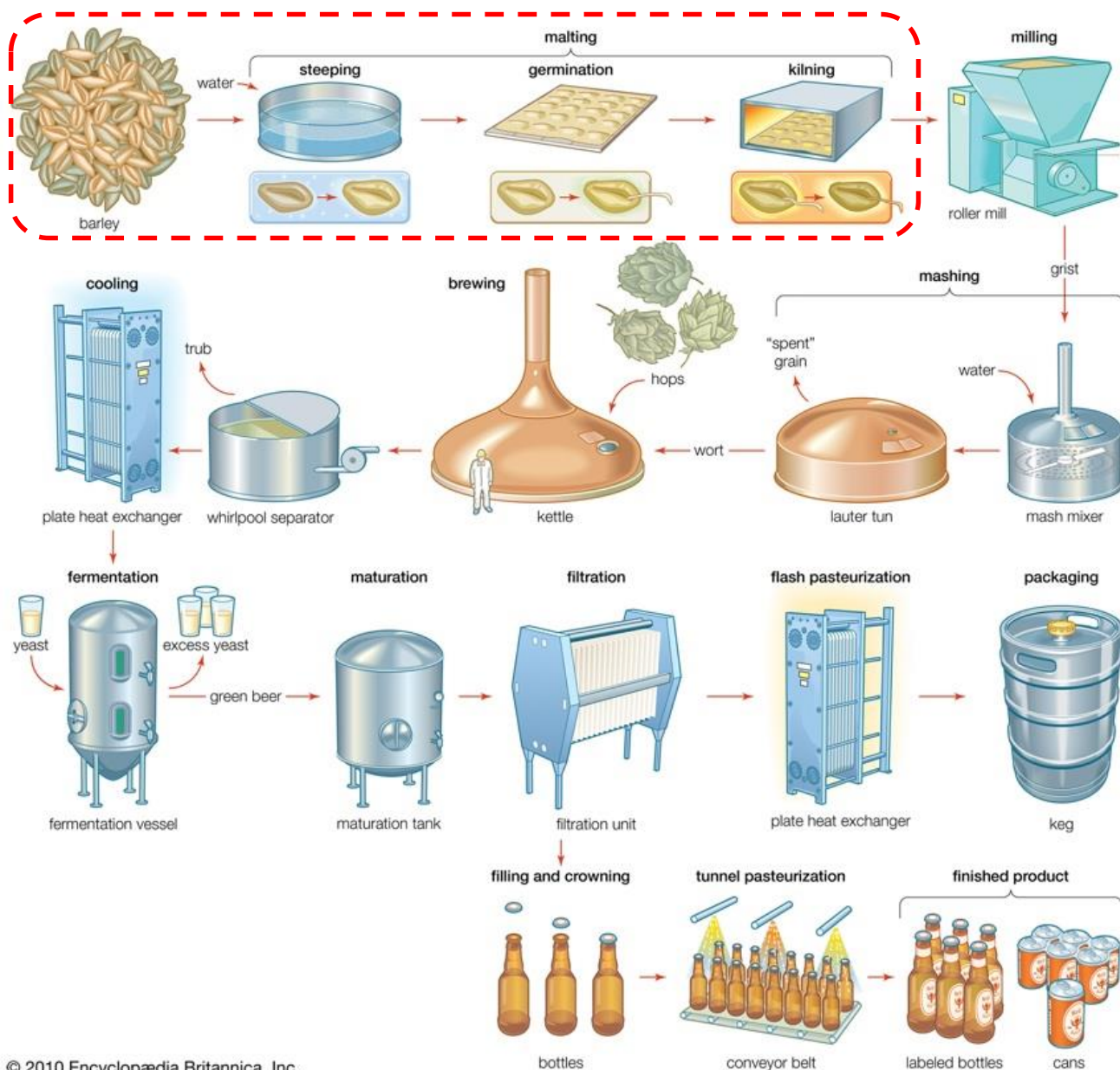
Chi phí bao bì (lon nhôm, chai thủy tinh, thùng carton...) chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu giá vốn của SAB (bình quân xấp xỉ 30%), trong đó nhôm là nguyên liệu quan trọng nhất. Tuy nhiên, nguồn cung nhôm trên thế giới đang khá dồi dào, đặc biệt là từ Nga, Trung Quốc và Australia... và giá nhôm nguyên liệu đang ở vùng tương đối thấp trong 10 năm gần đây. Do đó, rủi ro biến động giá nhôm nguyên liệu và khả năng ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của SAB là khá thấp.

Quá trình sản xuất: công nghệ hiện đại, nhưng không khép kín chuỗi sản xuất, công suất có thể đáp ứng đủ nhu cầu đến 2020.

Thống kê chuyên ngành cho thấy quy trình sản xuất bia từ lúa mạch nguyên liệu đến khi đóng chai bia thành phẩm thường mất 2 – 4 tháng tùy loại bia, cách ủ và chất lượng bia.

Công nghệ sản xuất của SAB không có sự khác biệt lớn với tiêu chuẩn chung của thế giới. Hầu hết máy móc được nhập khẩu từ Châu Âu. Tuy nhiên, nghiên cứu của chúng tôi cho thấy SAB không thực hiện vùng khoanh đỏ bên dưới, đây là khâu biến đổi lúa mạch thành đại mạch (mạch nha hóa) trong quá trình sản xuất và có thể ít nhiều tạo nên sự khác biệt trong hương vị sản phẩm của SAB. Cụ thể, theo quy trình chuẩn, nhà sản xuất sẽ nhập khẩu lúa mạch, ngâm nước và ủ cho hạt lúa mạch nảy mầm, tạo các enzyme cần thiết, sau đó sấy khô để tạo đại mạch (malt hay mạch nha). Tuy nhiên, SAB không tiến hành khâu này mà nhập khẩu trực tiếp nhằm tiết giảm thời gian sản xuất.

Biểu đồ 5: Quy trình sản xuất bia tiêu chuẩn



© 2010 Encyclopædia Britannica, Inc.

Công suất nhà máy: Tổng công suất thiết kế của hệ thống 24 nhà máy hiện tại của Sabeco là hơn 1,8 tỷ lít bia. Tuy nhiên, SAB mới chỉ khai thác khoảng 83% công suất thiết kế. Sản lượng sản xuất hàng năm của SAB trong giai đoạn 2010 – 2015 bình quân tăng 5% mỗi năm, do đó, với hệ thống nhà máy và nhu cầu tiêu thụ hiện tại và trong các năm sắp tới, phải đến năm 2020 SAB mới khai thác hết 100% công suất của nhà máy. SAB cũng đang tiến hành đầu tư thêm một số nhà máy mới để tăng công suất lên trên 2 tỷ lít bia mỗi năm.

Thị trường đầu ra: chủ lực là bia, áp lực cạnh tranh cao, dư địa tăng trưởng không lớn

Bảng 1: Cơ cấu doanh thu theo sản lượng tiêu thụ các dòng sản phẩm

đvt: 1.000 lít

STT	Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015	Kế hoạch 2016	9 tháng 2016	% kế hoạch năm
1	Bia Sài Gòn các loại	1.169.444	1.263.000	1.321.000	1.356.111	1.466.347	1.490.000	1.152.303	77,3%
2	Nước giải khát	37.895	28.800	34.400	35.007	30.000	37.752	23.327	61,8%
3	Rượu các loại	1.646	1.860	1.800	1.388	1.344	1.268	734	57,9%
4	Cồn các loại	5.184	3.940	3.300	2.091	1.849	1.620	1.192	73,6%

(nguồn: SAB, FPTs Research)

Tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ							CAGR 2011 - 2016
1	Bia Sài Gòn các loại	8,0%	4,6%	2,7%	8,1%	1,6%	4,96%
2	Nước giải khát	-24,0%	19,4%	1,8%	-14,3%	25,8%	-0,08%
3	Rượu các loại	13,0%	-3,2%	-22,9%	-3,2%	-5,7%	-5,08%
4	Cồn các loại	-24,0%	-16,2%	-36,6%	-11,6%	-12,4%	-20,76%

Thống kê sản lượng tiêu thụ trong giai đoạn 2011 – 2016 cho thấy nhóm sản phẩm bia vẫn luôn giữ vai trò trọng yếu trong cơ cấu doanh thu của Sabeco, gần đạt mức 1,5 tỷ lít bia vào năm 2016 và tăng trưởng bình quân 4,96% mỗi năm, tương ứng với hơn 64 triệu lít bia bán thêm mỗi năm.

Ngược lại, các nhóm sản phẩm khác như nước giải khát, rượu và các loại đồ uống có cồn khác liên tục ghi nhận sự sụt giảm trong suốt 5 năm qua, cho thấy đây không phải là các mảng thế mạnh của Sabeco, do đó, dư địa tăng trưởng cho các mảng này trong tương lai là không lớn.

Cơ cấu doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của các loại sản phẩm chính

Cơ cấu doanh thu theo giá trị của SAB chủ yếu được đóng góp từ nhóm sản phẩm bia với tỷ trọng bình quân luôn trên 85% tổng doanh thu, mảng này cũng chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu lợi nhuận gộp với mức bình quân luôn trên 95%. Xếp thứ hai là doanh thu đến từ việc kinh doanh các nguyên vật liệu sản xuất bia như lúa mạch, hoa bia... Mảng hoạt động nội bộ này giữa SAB và các công ty trong hệ thống chiếm tỷ trọng bình quân hơn 10% tổng doanh thu mỗi năm nhưng không mang lại lợi nhuận đáng kể.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần và mức tăng trưởng của các loại sản phẩm chính trong năm 2014 và 2015

đvt: triệu đồng

STT	Cơ cấu doanh thu	Năm 2014		Năm 2015		9 tháng 2016		Năm 2016E
		Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị
1	Bia	21.025.915	85,4%	23.673.897	87,2%	18.820.843	86,3%	25.094.457
2	NVL sản xuất bia	2.954.538	12,0%	2.936.146	10,8%	2.607.254	12,0%	3.476.339
3	Nước giải khát	404.778	1,6%	354.805	1,3%	263.729	1,2%	351.639
4	Cồn	52.580	0,2%	46.468	0,2%	31.109	0,1%	41.479
5	Rượu	27.380	0,1%	29.409	0,1%	16.669	0,1%	22.225
6	Lĩnh vực khác	145.686	0,6%	103.576	0,4%	69.226	0,3%	92.301
Tổng cộng		24.610.877	100,0%	27.144.301	100,0%	21.808.830	100,0%	29.078.440

Nguồn: SAB, FPTs Research

Tăng trưởng doanh thu		Năm 2015		Năm 2016E	
1	Bia	12,6%		6,0%	
2	NVL sản xuất bia	-0,6%		18,4%	
3	Nước giải khát	-12,3%		-0,9%	
4	Cồn	-11,6%		-10,7%	
5	Rượu	7,4%		-24,4%	
6	Lĩnh vực khác	-28,9%		-10,9%	
Tổng cộng		10,3%		7,1%	

Xét về hiệu quả sinh lời, mảng bia và nước giải khát có biên lợi nhuận cao nhất, lần lượt ở mức 31% và 33% trong 9T/2016. Tuy nhiên, tỷ trọng doanh thu của nhóm nước giải khát khá nhỏ (khoảng 1,2% tổng doanh thu) nên đóng góp vào lợi nhuận chung của SAB không đáng kể (1,4%).

Bảng 3: Cơ cấu lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp của các loại sản phẩm chính

đvt: triệu đồng

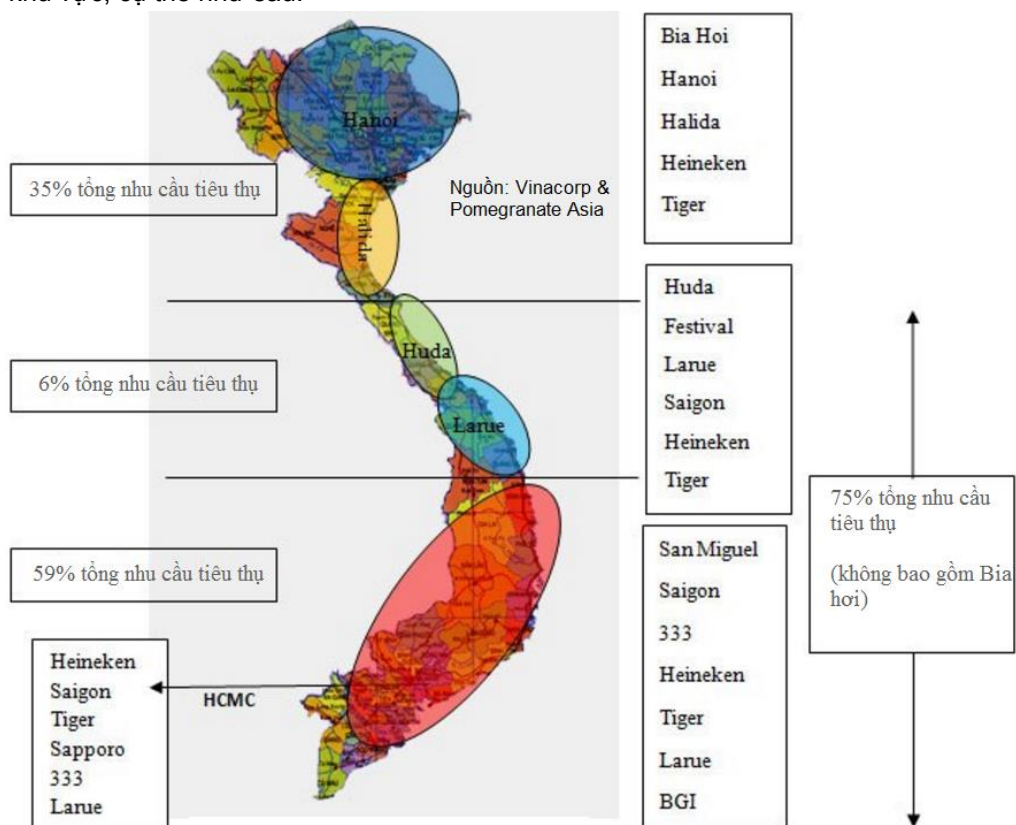
STT	Cơ cấu lợi nhuận gộp	Năm 2014		Năm 2015		9 tháng 2016	
		Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng
1	Bia	5.905.891	95,5%	7.363.823	97,4%	5.757.784	95,8%
2	NVL sản xuất bia	163.692	2,6%	67.625	0,9%	158.407	2,6%
3	Nước giải khát	114.271	1,8%	106.073	1,4%	86.008	1,4%
4	Cồn	(1.745)	0,0%	631	0,0%	1.696	0,0%
5	Rượu	2.199	0,0%	3.185	0,0%	2.454	0,0%
6	Khác	106	0,0%	16.406	0,2%	5.058	0,1%
Tổng cộng		6.184.414	100,0%	7.557.743	100,0%	6.011.407	100,0%

Nguồn: SAB, FPTIS Research

Biên lợi nhuận gộp	Năm 2014	Năm 2015	9T/2016
1 Bia	28,1%	31,1%	30,6%
2 NVL sản xuất bia	5,5%	2,3%	6,1%
3 Nước giải khát	28,2%	29,9%	32,6%
4 Cồn	-3,3%	1,4%	5,5%
5 Rượu	8,0%	10,8%	14,7%
6 Khác	0,1%	15,8%	7,3%
Tổng cộng	25,1%	27,8%	27,6%

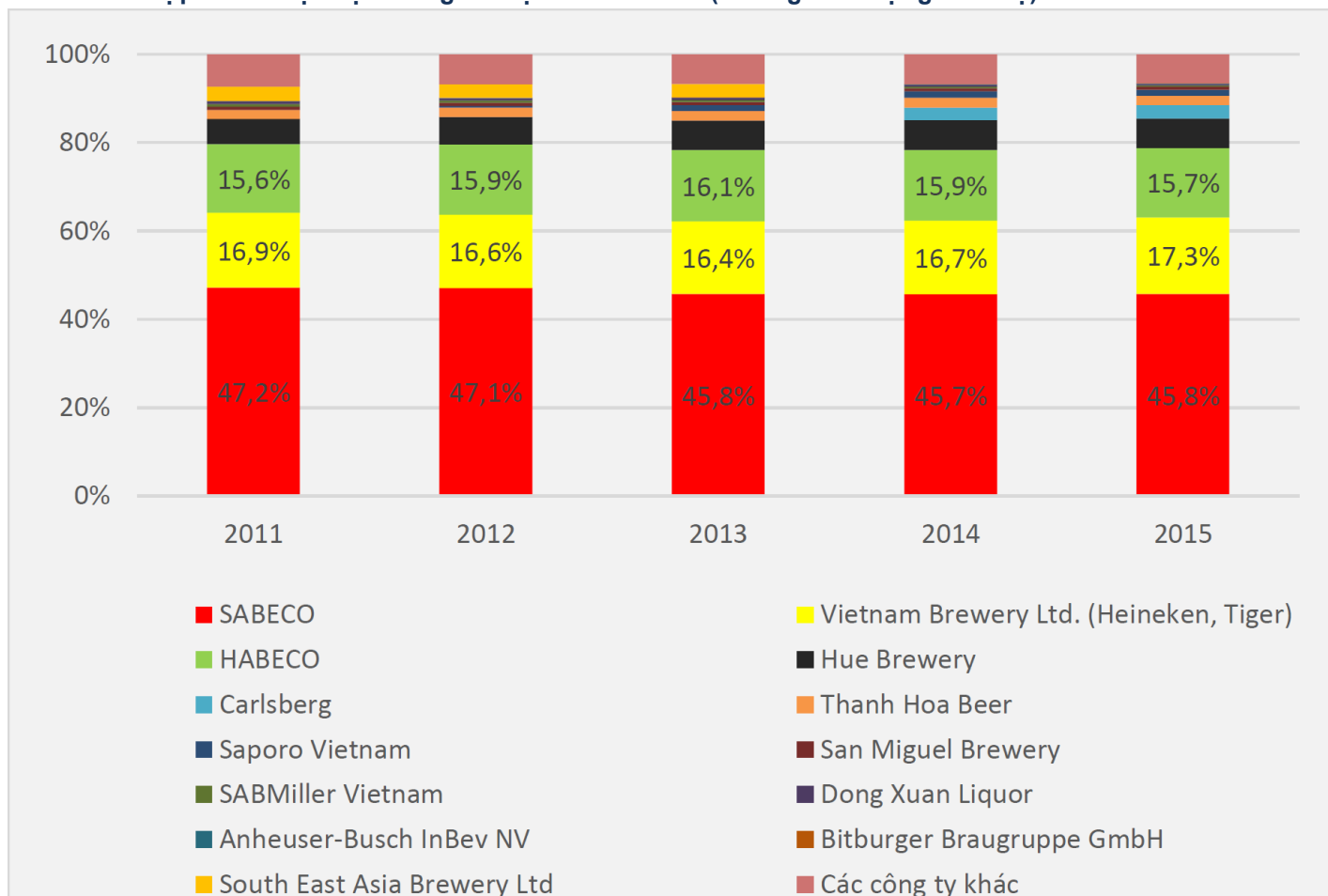
Các thị trường chính, các đối thủ và các sản phẩm cạnh tranh chính

Thống kê và nghiên cứu của VinaCorp & Pomegranate Asia cho thấy thị trường tiêu thụ bia chính của SAB tập trung ở khu vực các tỉnh Nam Trung Bộ, Tây Nguyên và Nam Bộ. Nghiên cứu này cũng cho thấy sự cạnh tranh của các sản phẩm bia tại từng khu vực, cụ thể như sau:



Thống kê thị phần tiêu thụ bia trong giai đoạn 2011 – 2015 của Euromonitor cũng cho thấy các sản phẩm của Sabeco (bia 333, bia Sài Gòn), Habeco (bia Hà Nội), và Viet Nam Brewery (Heineken, Tiger) vẫn chiếm tỷ trọng cao xấp xỉ 80% tổng thị phần và ổn định qua các năm.

Biểu đồ 6: Thị phần bia tại Việt Nam giai đoạn 2011 – 2015 (% tổng sản lượng tiêu thụ)



(nguồn: Euromonitor International, Báo cáo ngành bia Việt Nam, Tháng 6/2016)

Hệ thống phân phối

Sabeco đang duy trì hệ thống 11 công ty thương mại chuyên phụ trách phân phối rải đều tại các tỉnh và đang là hệ thống phân phối bia lớn nhất tại Việt Nam. Bên cạnh đó, Sabeco còn nắm cổ phần lớn nhất tại một công ty liên doanh liên kết là Sabetrans (SBC – HOSE) chuyên phụ trách khâu vận tải hàng hóa của SAB đến các đại lý và tổng kho trong cả nước.

Năm 2007, trên cơ sở nghiên cứu mô hình thành công của các tập đoàn bia lớn hàng đầu thế giới, SAB tiến hành tái cấu trúc hệ thống phân phối bằng cách chuyển đổi 36 chi nhánh tại các khu vực thành 8 công ty cổ phần chuyên về thương mại, nay đã tăng lên 11. Các công ty gắn quyền lợi và trách nhiệm với SAB và phát triển thị trường theo chiều sâu, tránh chồng chéo, cạnh tranh lẫn nhau, đồng thời mở rộng sự tham gia trực tiếp của khách hàng vào công tác phân phối sản phẩm.

SAB xác định kênh chủ lực là hệ thống kênh ON (các quán ăn, nhà hàng) cho nhóm bia chai, kênh OFF (các điểm bán lẻ) cho các nhóm bia lon. Các khu vực cụ thể sẽ được xác định sản phẩm chiến lược, kênh chiến lược và nhóm khách hàng chiến lược để xây dựng chính sách kinh doanh phù hợp.

Triển vọng tăng trưởng, khả năng sinh lời và rủi ro khi đầu tư.

1. Triển vọng tăng trưởng: tích cực nhưng có thể không lớn như kỳ vọng.

SAB sử dụng dự báo của Euromonitor để ước tính tiềm năng tăng trưởng của ngành bia trong giai đoạn 2015 – 2020. Nhìn chung, tổ chức nghiên cứu này đánh giá khá lạc quan về nhu cầu tiêu thụ bia tại Việt Nam trong tương lai.

Bảng 4: Thống kê và dự báo tăng trưởng tiêu thụ ngành bia Việt Nam giai đoạn 2010 – 2020

đvt: triệu lít	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR 2010 - 2015
1. Bia có hương/hỗn hợp	-	-	-	-	-	-	-
2. Bia tiêu chuẩn	2.336	2.636	2.898	3.214	3.410	3.627	9,2%
2.1. Bia cao cấp	238	268	296	332	354	378	9,7%
Nội địa	224	249	274	306	325	345	9,0%
Nhập khẩu	14	19	22	26	29	33	18,9%
2.2. Bia giá trung bình	1.368	1.551	1.695	1.873	1.993	2.126	9,2%
Nội địa	1.368	1.551	1.695	1.873	1.993	2.126	9,2%
Nhập khẩu	-	-	-	-	-	-	-
2.3. Bia giá rẻ	730	817	907	1.009	1.063	1.123	9,0%
Nội địa	730	817	907	1.009	1.063	1.123	9,0%
Nhập khẩu	-	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng	2.336	2.636	2.898	3.214	3.410	3.627	9,2%
Tăng trưởng mỗi năm		12,8%	9,9%	10,9%	6,1%	6,4%	
Dân số (triệu)	86,9	87,9	88,8	89,8	90,7	91,7	1,1%
Dân số 15 - 64 tuổi (triệu)	60,7	61,6	62,4	63,1	63,8	64,3	1,2%
Tiêu thụ đầu người (lít)	27	30	33	36	38	40	8,0%
Tiêu thụ đầu người nhóm 15-64 tuổi (lít)	39	43	46	51	53	56	7,9%
Quy đổi ra chai 330 ml (chai)							
Bình quân đầu người (chai)	81	91	99	109	114	120	8,0%
Nhóm 15 - 64 tuổi (chai)	117	130	141	154	162	171	7,9%

Nguồn: SAB, Euromonitor, World Bank, FPTS Research

Dự báo sản lượng giai đoạn 2015 - 2020

đvt: triệu lít	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR 2015 - 2020
1. Bia có hương/hỗn hợp	-	-	-	-	-	-	-
2. Bia tiêu chuẩn	3.627	3.822	4.038	4.281	4.549	4.843	6,0%
2.1. Bia cao cấp	378	400	423	447	472	493	5,4%
Nội địa	345	365	385	405	426	446	5,3%
Nhập khẩu	33	36	39	42	46	47	7,2%
2.2. Bia giá trung bình	2.126	2.263	2.416	2.591	2.785	3.003	7,1%
Nội địa	2.126	2.263	2.416	2.591	2.785	3.003	7,1%
Nhập khẩu	-	-	-	-	-	-	-
2.3. Bia giá rẻ	1.123	1.159	1.199	1.243	1.292	1.348	3,7%
Nội địa	1.123	1.159	1.199	1.243	1.292	1.348	3,7%
Nhập khẩu	-	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng	3.627	3.822	4.038	4.281	4.549	4.843	6,0%
Tăng trưởng mỗi năm		5,36%	5,66%	6,01%	6,27%	6,46%	
Dân số (triệu)	91,7	92,7	93,6	94,6	95,5	96,3	1,0%
Dân số 15 - 64 tuổi (triệu)	64,3	64,9	65,3	65,8	66,2	66,5	0,7%
Tiêu thụ đầu người (lít)	40	41	43	45	48	50	4,9%
Tiêu thụ đầu người nhóm 15-64 tuổi (lít)	56	59	62	65	69	73	5,3%
Quy đổi ra chai 330 ml (chai)							
Bình quân đầu người (chai)	120	125	131	137	144	152	4,9%
Nhóm 15 - 64 tuổi (chai)	171	178	187	197	208	221	5,3%

Bảng 5: Thống kê mức tiêu thụ bia bình quân đầu người của 25 quốc gia tiêu thụ bia nhiều nhất thế giới trong năm 2014

Xếp hạng tổng tiêu thụ	Quốc gia	Tiêu thụ bia (triệu lít)	Tổng dân số (triệu)	Dân số 15-64 tuổi (triệu)	Bình quân đầu người (lít)	Bình quân nhóm 15 - 64 tuổi (lít)
20	Cộng hòa Séc	1.879	10,5	7,1	179	264
5	Đức	8.441	81,0	53,4	104	158
9	Ba Lan	3.776	38,0	26,6	99	142
24	Romania	1.689	19,9	13,4	85	126
10	Tây Ban Nha	3.729	46,5	31,0	80	120
2	Mỹ	24.172	318,9	212,2	76	114
23	Australia	1.753	23,5	15,6	75	112
16	Venezuela	2.173	30,7	20,1	71	108
4	Nga	10.012	143,8	101,3	70	99
8	Anh	4.375	64,6	41,9	68	104
3	Brazil	13.146	206,1	142,0	64	93
12	Nam Phi	3.150	54,1	35,4	58	89
18	Canada	2.026	35,5	24,3	57	83
6	Mexico	6.908	125,4	82,3	55	84
13	Ucraina	2.420	45,4	31,8	53	76
15	Hàn Quốc	2.292	50,4	36,8	45	62
17	Colombia	2.155	47,8	32,8	45	66
7	Nhật Bản	5.407	127,1	78,0	43	69
21	Argentina	1.826	43,0	27,4	42	67
11	Việt Nam	3.640	90,7	63,8	40	57
1	Trung Quốc	44.853	1.364,3	1.004,3	33	45
19	Pháp	1.924	66,5	41,8	29	46
25	Italia	1.678	60,8	39,0	28	43
22	Thái Lan	1.794	67,7	48,7	26	37
14	Ấn Độ	2.350	1.295,3	845,8	2	3
Các nước còn lại		31.492	2.803	1.694	11	19
Thế giới		189.060	7.261	4.751	26	40

Nguồn: Kirin Holdings, World Bank, FPTs Research

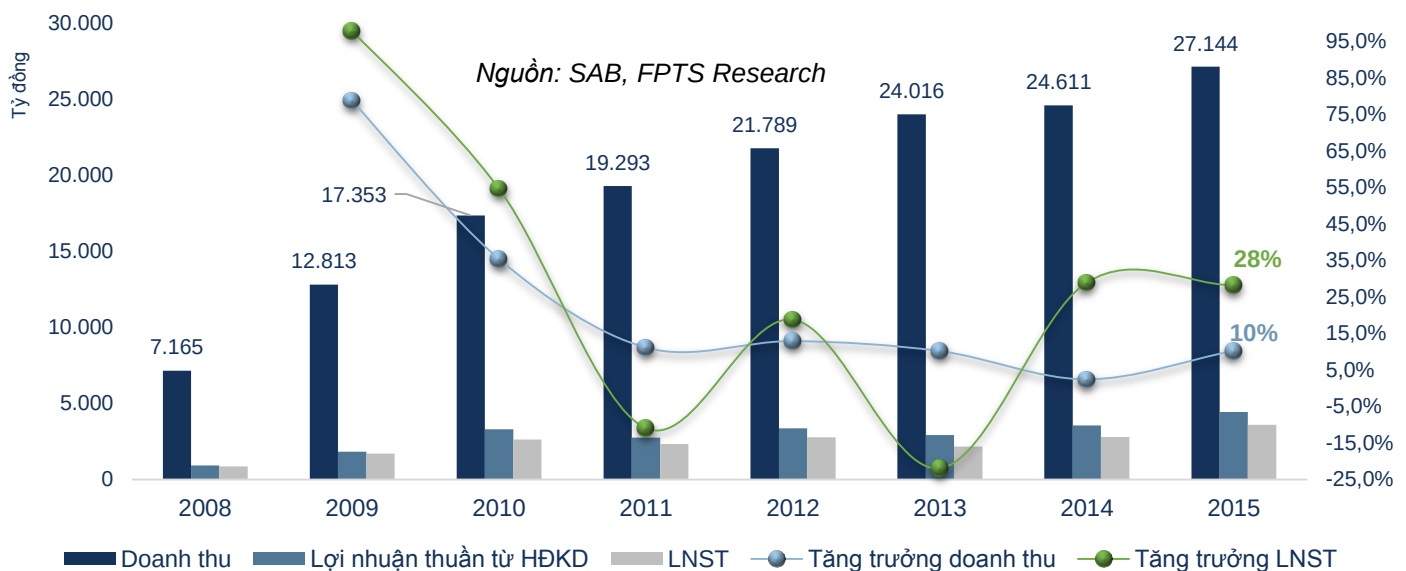
Theo thống kê trên, nếu xét riêng khu vực Châu Á, Việt Nam xếp thứ 03 về mức tiêu thụ bia trong năm 2014 (sau Trung Quốc và Nhật Bản). Mức tiêu thụ bình quân đầu người là 40 lít/năm, tương đương 121 chai bia 330 ml, chỉ xếp sau Hàn Quốc và Nhật Bản và cao nhất khu vực ASEAN, bỏ xa quốc gia xếp sau là Thái Lan.

Xét trên quy mô toàn cầu, Việt Nam là nước tiêu thụ bia nhiều thứ 11 thế giới, tuy nhiên, xét về mức tiêu thụ bình quân đầu người, Việt Nam chỉ nằm trong top 60, xếp sau Nhật Bản (51) và Hàn Quốc (45). Nhóm quốc gia có mức tiêu thụ bình quân đầu người cao nhất thế giới chủ yếu tập trung ở khu vực Châu Âu và Châu Mỹ do tập quán thói quen tiêu dùng và thể trạng sức khỏe phù hợp. Chúng tôi cho rằng mức tiêu thụ bia bình quân đầu người của Việt Nam khó tăng vượt mức 50 lít mỗi năm vào năm 2020 như dự báo của Euromonitor do tốc độ tăng dân số chậm, đặc biệt là ở nhóm trong độ tuổi lao động (15 – 64 tuổi), là nhóm tiêu thụ bia chính tại Việt Nam. Một nguyên nhân khác có thể đến từ thể trạng chung của người Châu Á có nhiều sự khác biệt với người Châu Âu và Châu Mỹ, do đó khó có thể đạt mức tiêu thụ tương đương. Ngoài ra, giá mua một chai bia 660ml tại Việt Nam đang rẻ nhất thế giới (khoảng 0.76 USD/chai) cũng là một trong những nguyên nhân chính khiến mức tiêu thụ bia tại Việt Nam luôn tăng trưởng tốt trong các năm quá khứ (thống kê của Numbeo). Tuy nhiên, lợi thế này lại khá nhạy cảm với các quy định pháp lý về thuế và kiểm soát chất lượng.

Nhìn chung, mức tiêu thụ bình quân đầu người của Việt Nam đã và đang cao hơn nhiều lần so với bình quân chung của thế giới và đang xấp xỉ ngưỡng cao nhất ở khu vực Châu Á (so sánh với Hàn Quốc và Nhật Bản). Do đó, tuy tiềm năng tăng trưởng trong những năm tương lai sẽ vẫn tích cực nhưng chúng tôi cho rằng dự báo tốc độ tăng trưởng do Euromonitor đưa ra có phần lạc quan hơn so với tình hình thực tế do các nguyên nhân sau:

- Tốc độ tăng trưởng từ năm 2017 trở đi liên tục tăng, dù quy mô thị trường ngày càng lớn.
- Dòng bia nội địa giá trung bình tiếp tục tăng trưởng ngày càng nhanh, trong khi thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam ngày càng cao, tâm lý ưa dùng hàng nhập ngoại vẫn khá phổ biến và sự gia nhập thị trường một cách ồ ạt của các hãng bia lớn trên thế giới, trong bối cảnh Việt Nam đang là một trong những thị trường tiêu thụ bia tiềm năng nhất thế giới.
- Tốc độ tiêu thụ bia toàn cầu đang có xu hướng chững lại, các thị trường lớn nhất thế giới như Trung Quốc, Brazil đều ghi nhận sự suy giảm trong các năm gần đây. Cụ thể, năm 2015, theo thống kê của IWSR, sản lượng tiêu thụ bia toàn cầu chỉ đạt 188,7 tỷ lít, giảm 0,58% so với mức 189 tỷ lít trong năm 2014 và chỉ cao hơn 2% so với mức 185 tỷ lít vào năm 2011. Trong đó, 3 thị trường tăng trưởng mạnh nhất là Mexico (+423 triệu lít, tăng 6,3%), Việt Nam (+232,2 triệu lít, tăng 7,3%) và Ấn Độ (+94,5 triệu lít, tăng 4%). Thị trường Mỹ không tăng trưởng trong suốt giai đoạn 2007 – 2014, mức tiêu thụ bia bình quân đầu người ở Đức (có truyền thống sản xuất và kinh doanh bia lâu đời) năm 2015 giảm 1/3 so với năm 1976.
- Xu hướng chuyển sang các loại đồ uống khác như rượu vang, rượu táo, bia không cồn hay các loại đồ uống có cồn thân thiện với sức khỏe khác.

Biểu đồ 7: Mẫu hình tăng trưởng doanh thu trong quá khứ của SAB



Nhìn chung mẫu hình tăng trưởng doanh thu của SAB thuộc nhóm ổn định, liên tục tăng qua các năm (nhanh ở giai đoạn trước năm 2010 nhưng sau đó chậm dần). Mẫu hình này khá phù hợp với nhóm doanh nghiệp hàng tiêu dùng tại Việt Nam với nhu cầu tiêu thụ liên tục tăng qua các năm như bia.

Chất lượng tăng trưởng doanh thu

Chất lượng tăng trưởng doanh thu của ngành bia nói chung và của Sabeco nói riêng là khá thấp và không ổn định do các nguyên nhân sau:

- Sản phẩm không có sự khác biệt nhiều về chất lượng so với các sản phẩm cạnh tranh khác.
- Hình thức cạnh tranh chủ yếu bằng giá bán, quảng cáo và độ phủ sản phẩm. Loại hình cạnh tranh này sẽ đối mặt với sự trả đũa của các đối thủ như sau: **1) Về giá:** các đối thủ cạnh tranh bằng chính sách giá thấp, thậm chí chấp nhận lỗ vốn giai đoạn đầu để thâm nhập thị trường và tăng mức chiết khấu cho đại lý; **2) Về**

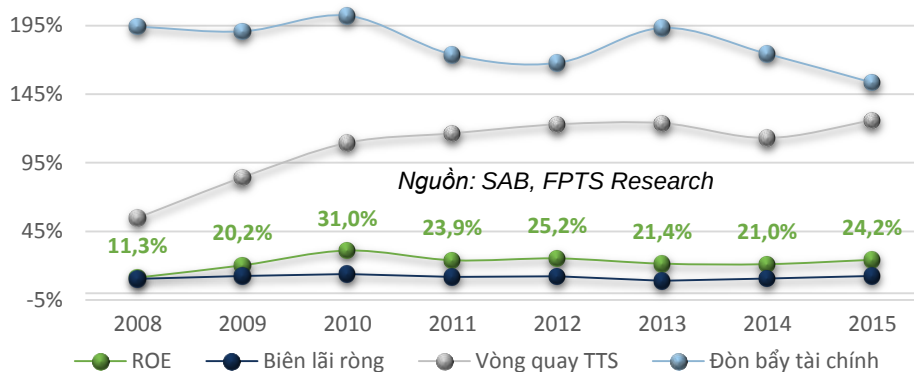
quảng cáo: SAB cạnh tranh tốt trong nước nhưng không thể so với các tập đoàn lớn trên thế giới với nguồn ngân sách dồi dào cho quảng cáo cùng kinh nghiệm đa dạng tại nhiều thị trường tương tự Việt Nam; **3) Về độ phủ:** các đối thủ đầu tư xây dựng kênh bán hàng và phân phối mới một cách nhanh chóng nhờ rào cản pháp lý thấp, chi phí nhân công và kho bãi tại Việt Nam rẻ, hoặc tận dụng các nhà phân phối chuyên nghiệp nội địa sẵn có.

Ứng với loại hình tăng trưởng doanh thu này, hướng đi tất yếu của các hãng bia thế giới nói chung và Sabeco nói riêng là liên tục đầu tư cho quảng cáo đa phương tiện, tiếp tục mở rộng các thị trường mới bằng cách thiết lập hệ thống chi nhánh bán hàng mới, hoặc thuê tóm sáp nhập các đơn vị tại địa phương để tận dụng hệ thống có sẵn.

2. Khả năng sinh lời: ổn định và khá tích cực so với các doanh nghiệp cùng ngành.

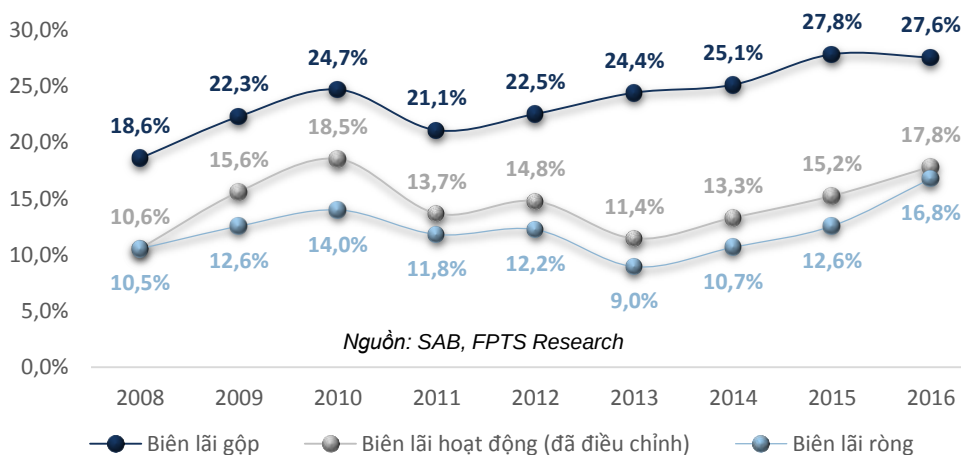
Phân tích thông qua chỉ số ROE của SAB qua các năm. Nhìn chung, biên lãi ròng của SAB tương đối ổn định quanh mức 12% mỗi năm, đòn bẩy tài chính được giữ ở mức an toàn (Tổng tài sản/VCSH bình quân ở mức 185%). ROE được duy trì liên tục trên mức 20% từ năm 2009 đến nay chủ yếu đến từ sự cải thiện tích cực của hiệu quả sử dụng tài sản (tăng bình quân 13,6% mỗi năm).

Biểu đồ 8: Thống kê ROE và các yếu tố cấu thành theo Dupont của SAB trong giai đoạn 2008 – 2015

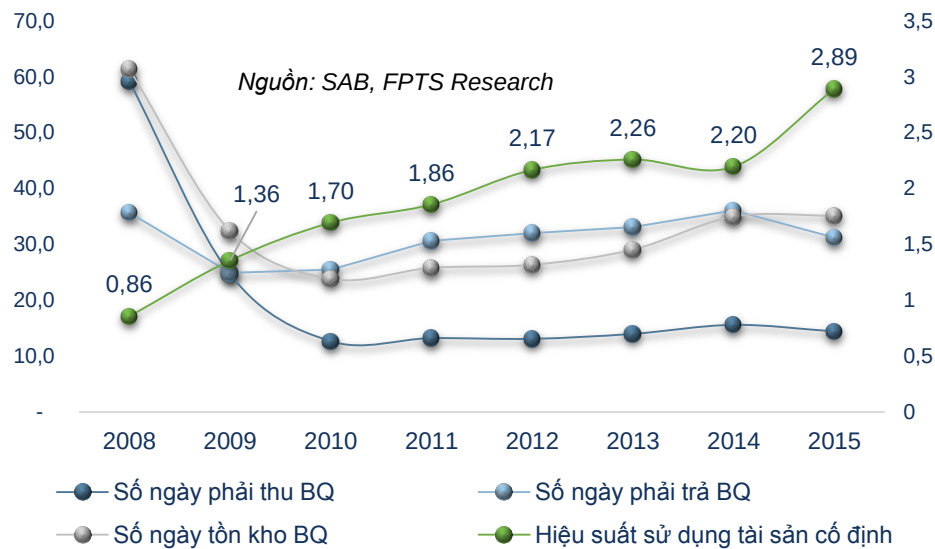


Hiệu quả quản lý chi phí của SAB được cải thiện khá tích cực từ năm 2013 đến nay khi chênh lệch giữa biên lãi gộp và biên lãi hoạt động (đã điều chỉnh loại bỏ doanh thu và chi phí tài chính theo chuẩn mức kế toán quốc tế) ngày càng thu hẹp. Tính đến 9T/2016, chi phí hoạt động của SAB chỉ chiếm gần 10% lãi gộp, là mức thấp nhất trong 5 năm gần đây.

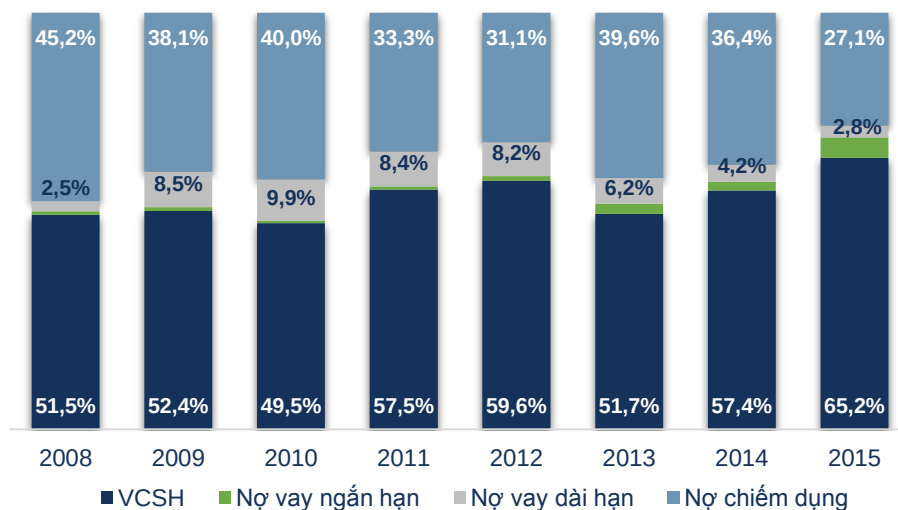
Biểu đồ 9: Thống kê biên lợi nhuận của SAB trong giai đoạn 2008 – 2015



Hiệu suất sử dụng tài sản: là tác nhân chính giúp duy trì ROE ở mức cao trong nhiều năm qua. Trong đó, hiệu quả sử dụng tài sản cố định là nhân tố trọng yếu đóng góp vào việc cải thiện hiện quả sử dụng tài sản chung. Chỉ số này tăng bình quân 19% mỗi năm, chủ yếu do SAB khai thác hiệu quả các nhà máy sản xuất (luôn trong tình trạng sử dụng hơn 80% công suất) cũng như do tác động của khấu hao.

Biểu đồ 10: Thống kê các loại vòng quay tài sản của SAB trong giai đoạn 2008 – 2015

Đòn bẩy tài chính: an toàn và khả năng chiếm dụng vốn lớn.

Cấu trúc vốn của SAB khá an toàn với tỷ trọng nợ vay thấp, bình quân khoảng 8% tổng tài sản, trong khi phần nợ chiếm dụng vốn của các chủ thể kinh tế khác (nhà cung cấp, người lao động, cơ quan thuế...) của SAB lại khá lớn, bình quân khoảng 36% tổng nguồn vốn trong giai đoạn 2008 – 2015. Điều này cho thấy vị thế tương đối mạnh của SAB trong kinh doanh. Tuy nhiên, tình trạng chiếm dụng vốn này đang có xu hướng giảm dần do áp lực cạnh tranh ngày càng tăng.

Biểu đồ 11: Thống kê cơ cấu Nguồn vốn của SAB trong giai đoạn 2008 – 2015


Nguồn: SAB, FPTs Research

So sánh khả năng sinh lời của SAB và các đối thủ cạnh tranh và các doanh nghiệp cùng ngành khác

Kết quả thống kê cho thấy hiệu quả sinh lời của Sabeco khá tích cực so với các doanh nghiệp cùng ngành khác trên thế giới. Đáng chú ý, khả năng sinh lời của SAB trong 3 năm gần đây có khá nhiều điểm tương đồng với Thai Beverage, là doanh nghiệp sản xuất bia của Thái Lan đang có dự định thâm nhập vào thị trường bia Việt Nam và cũng có khả năng sẽ xem xét mua cổ phần SAB trong đợt thoái vốn của Bộ Công Thương sắp tới để trở thành cổ đông của SAB.

Bảng 6: Tương quan khả năng sinh lời của SAB và các doanh nghiệp ngành bia lớn trên thế giới

Doanh nghiệp	Biên lãi gộp bình quân 3 năm	Biên lãi hoạt động bình quân 3 năm	Biên lãi ròng bình quân 3 năm	ROE bình quân 3 năm	Vòng quay tài sản bình quân 3 năm	CAGR doanh thu 5 năm	CAGR doanh thu 3 năm	CAGR LNST 3 năm
Carlsberg AS	49,5%	13,8%	5,8%	3,1%	0,50	1,7%	-0,5%	0,0%
Anheuser-Busch Inbev	60,0%	32,3%	12,5%	22,6%	0,31	3,7%	3,4%	19,3%
Heineken Malaysia	35,0%	17,1%	11,1%	57,2%	2,51	5,2%	2,6%	4,6%
Habeco	37,7%	16,9%	12,4%	15,3%	0,73	6,4%	2,3%	2,3%
Asahi Group Holdings	40,1%	7,1%	4,9%	8,3%	0,97	4,5%	5,6%	8,6%
Thai Beverage	28,8%	14,1%	12,6%	22,8%	0,97		2,3%	34,8%
Tsingtao Brewery	33,7%	6,2%	9,0%	13,1%	0,92	7,0%	3,0%	0,1%
Beijing Tanjing Brewery	33,0%	6,8%	6,4%	5,7%	0,61	4,3%	-0,9%	-6,6%
Trung vị	36,4%	13,9%	10,1%	14,2%	82,8%	4,5%	2,5%	3,4%
Thấp nhất	28,8%	6,2%	4,9%	3,1%	31,5%	1,7%	-0,9%	-6,6%
Cao nhất	60,0%	32,3%	12,6%	57,2%	2,51	7,0%	5,6%	34,8%
Sabeco	25,8%	15,5%	10,7%	22,2%	1,21	9,4%	7,6%	8,9%

(Nguồn: Bloomberg, FPTS Research)

3. Rủi ro đầu tư: Nhìn chung, rủi ro đầu tư của SAB chủ yếu đến từ yếu tố thị trường.

Rủi ro kinh doanh: chủ yếu đến từ rủi ro pháp lý và sự gia nhập ngành của đối thủ nước ngoài

- Rủi ro về quy định hạn chế uống rượu bia ảnh hưởng đến doanh số**, do tỷ lệ ung thư gan của người Việt đang tăng mạnh qua các năm. Cụ thể, từ năm 2014, Bộ Y tế bắt đầu xây dựng dự thảo cấm bán rượu bia sau 22 giờ, hạn chế quảng cáo bia rượu nơi công cộng và vẫn đang tiếp tục triển khai lấy ý kiến và vận động các cơ quan ban ngành để thông qua luật này.
Cơ sở cho chính sách này là việc tiêu thụ rượu bia không có kiểm soát tại Việt Nam, dẫn đến tình trạng số người mắc bệnh ung thư gan tại Việt Nam đang ở mức báo động. Theo nghiên cứu của FPTS thông qua dữ liệu của WHO, vào năm 2014, có đến 736.000 người mắc bệnh ung thư gan tại Việt Nam, cao nhất trong số 17 nhóm bệnh ung thư, tỷ lệ tử vong ở nhóm này là 8% với hơn 65.000 người tử vong và gần 82.000 người mắc mới mỗi năm. Dự báo đến năm 2030, sẽ có đến 880.000 người mắc phải căn bệnh này và một trong những nguyên nhân chính là tình trạng tiêu thụ rượu bia không có kiểm soát. Theo Tổ chức Y tế thế giới (WHO), rượu, bia khi vào cơ thể chỉ 2% - 8% có thể bài tiết qua mồ hôi, nước tiểu, hơi thở, còn lại hấp thu vào gan, thận, đặc biệt là gan.

Bảng 7: Thống kê các nhóm bệnh ung thư tại Việt Nam theo Báo cáo ngành dược phẩm 2015 của FPTS

STT	Nhóm bệnh ung thư	Số người mắc bệnh năm 2014	Tỷ lệ tử vong	Số người tử vong bình quân mỗi năm	Tỷ lệ mắc mới	Số người mắc mới bình quân mỗi năm	Số người mắc bệnh năm 2030
1	Ung thư khí quản, phế quản, phổi	599.464	6,4%	51.061	10,3%	81.778	963.053
2	Ung thư gan	735.990	8,0%	65.482	10,0%	81.866	880.558
3*	U ác tính khác	416.699	7,7%	37.068	10,2%	49.091	537.343
4	Ung thư dạ dày	406.401	9,3%	42.921	11,9%	55.145	510.762
5	Ung thư ruột kết và trực tràng	190.631	10,1%	21.912	12,9%	28.080	239.580
6	Ung thư vòm miệng vòm họng	174.750	7,5%	15.259	10,0%	20.202	224.727
7	Ung thư vú	173.218	7,0%	13.786	9,1%	18.076	217.604
8	Ung thư máu	173.107	4,5%	7.860	4,9%	8.626	178.814
9	Ung thư thực quản	93.827	7,0%	7.690	9,5%	10.486	123.920
10	U lympho, đa u tủy	91.709	3,9%	3.907	5,2%	5.204	107.876
11	Ung thư cổ tử cung	81.585	6,4%	5.909	8,4%	7.776	101.691
12	Ung thư buồng trứng	32.218	9,1%	3.259	11,4%	4.075	38.780
13	Ung thư tử cung	27.657	9,1%	2.930	12,0%	3.871	36.278
14	Ung thư tuyến tụy	27.153	8,2%	2.560	10,7%	3.322	34.312
15	Ung thư tuyến tiền liệt	19.695	11,2%	2.661	15,1%	3.588	27.328
16	Ung thư tế bào hắc tố và ung thư da khác	19.236	10,0%	2.185	12,8%	2.796	24.121
17	Ung thư bàng quang	14.250	4,7%	774	6,7%	1.108	18.380
Tổng cộng		3.277.588		287.223		385.090	4.265.127

(*) Các bệnh ung bướu ác tính khác: Ung thư xương (loãng xương, mất xương, xơ tủy xương), ung thư tuyến giáp, ung thư thận

Nguồn: WHO, FPTS Research.

Tham khảo teaser [Báo cáo ngành dược phẩm năm 2015 của FPTS \(click\)](#)

- **Rủi ro từ sự gia nhập thị trường của nhiều đối thủ cạnh tranh lớn** với nguồn lực tài chính mạnh như Sapporo (Nhật Bản), Thai Beverage và Singha Beer (Thái Lan), Asia Pacific Breweries (Singapore, quản lý các nhãn hàng nổi tiếng như Tiger, Heineken, Guinness...), SABMiller, Asahi Breweries, Kirin Brewery... làm phân mảnh thị trường và suy giảm thị phần của các doanh nghiệp nội địa thông qua nhiều hình thức cạnh tranh về giá bán, mức chiết khấu và quảng cáo đa phương tiện.
- **Rủi ro bị thôn tóm bởi các đối thủ cạnh tranh nước ngoài** để thâm nhập thị trường Việt Nam, từ đó phát sinh rủi ro chuyển giá làm suy giảm lợi nhuận của các cổ đông. Các tập đoàn bia nước ngoài nêu trên đều công bố công khai ý định trở thành cổ đông chiến lược của Sabeco thông qua đấu giá mua cổ phần thoái vốn của Bộ Công Thương trong thời gian sắp tới. Trong Bản cáo bạch, SAB cũng đề cập đến định hướng sẽ loại bỏ một số ngành kinh doanh có điều kiện để xin phép tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên 100%.
- **Rủi ro từ biến động nguyên liệu đầu vào:** chủ yếu đến từ nguyên liệu hoa bia (houblon – hops) đã trình bày ở mục nguyên vật liệu

Rủi ro tài chính: không đáng kể do việc tích cực xử lý các khoản đầu tư ngoài ngành, khả năng thanh toán mạnh.

- **Các khoản đầu tư ngoài ngành:** tính đến ngày 30/09/2016, SAB đang có khoản đầu tư gần 700 tỷ đồng vào các công ty ngoài ngành không thuộc lĩnh vực kinh doanh chính của SAB (như ngân hàng, chứng khoán, du lịch...) và đã trích lập dự phòng hơn 430 tỷ đồng cho các khoản đầu tư này (hơn 61% giá trị của các khoản đầu tư), đồng thời giá vốn của các khoản đầu tư này cũng giảm dần qua các năm thông qua các đợt thoái vốn. Điều này cho thấy SAB đang tích cực xử lý giải quyết các quyết định đầu tư không hiệu quả trong quá khứ và nhiều khả năng doanh nghiệp sẽ hạn chế tối đa việc đầu tư mới ra ngoài ngành trong các năm sắp tới để tập trung nguồn lực cho hoạt động kinh doanh cốt lõi. Nhìn chung, rủi ro tài chính đến từ các khoản đầu tư này đã giảm đáng kể và không còn trọng yếu đối với SAB.
- **Rủi ro thanh toán:** không đáng kể do tỷ trọng nợ vay của SAB khá thấp, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh liên tục dương trong suốt giai đoạn 2008 – 2015 và đủ đáp ứng nhu cầu đầu tư, thanh toán lãi vay và gốc vay cũng như đều đặn trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông.

Rủi ro hoạt động: không đáng kể, do các nhà máy đều đang hoạt động với công suất cao (bình quân trên 80% công suất thiết kế). Hiệu suất sử dụng tài sản cố định liên tục tăng trong gần 10 năm qua và cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành trên thế giới (xem bảng 06), dẫn đến định phí bình quân trên mỗi đơn vị sản phẩm ngày càng thấp.

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu SAB nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888