

TỔNG CTCP BIA – RƯỢU – NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN (SAB VN)

[Việt Nam / Thực phẩm và đồ uống]

Mã Bloomberg (SAB VN) | Mã Reuters (SAB.HM)

MUA

BC Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 182,700**

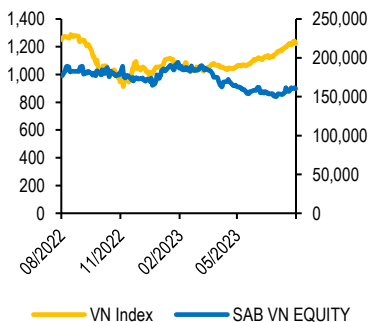
Giá hiện tại (17/08/23) VND 155,700

Suất sinh lời **17%**

VNINDEX	1,233
P/E thị trường (23F, x)	12.4
Vốn hóa (tỷ VND)	99,847.5
SLCP đang lưu hành (triệu)	641
SLCP tự do giao dịch (triệu)	67
52 tuần cao/thấp (VND)	203,000 / 150,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.16
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	24
Số hữu nước ngoài (%)	n.a

Cổ đông lớn (%)	CT TNHH Vietnam Beverage	54
	Bộ Công thương	36

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-4.2	-16.8	-17.4
Tg đối với VN-Index (%)	-19.6	-33.2	-14.2



Nguồn: Bloomberg

Trang Võ – Chuyên viên phân tích

(84-28) 6299-7751
trang.vo@shinhan.com

Lý Bui – Giám đốc phân tích

(84-28) 6299-8029
ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Đi qua cơ say

Định giá lần đầu với khuyến nghị Mua, giá mục tiêu 182,700 đồng

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB) là doanh nghiệp đứng thứ 2 về sản xuất bia tại Việt Nam với thị phần đạt 34%. Dựa trên phương pháp FCF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua SAB với giá mục tiêu ở mức 182,700 đồng. Doanh thu và lợi nhuận của SAB dự kiến sẽ tăng trưởng trong thời gian tới vì: (1) Cơ cấu dân số trẻ và sự gia tăng của tầng lớp trung lưu góp phần thúc đẩy tiêu thụ bia; (2) Sự phục hồi của du lịch và sự trở lại của các giải bóng đá năm 2024 gia tăng doanh số bia; và (3) Tiềm lực tài chính mạnh, duy trì cổ tức cao.

Cơ cấu dân số trẻ và sự gia tăng của tầng lớp trung lưu góp phần thúc đẩy tiêu thụ bia

Việt Nam nằm trong top 10 quốc gia tiêu thụ bia lớn nhất thế giới, chiếm 2.2% tiêu thụ toàn cầu nhờ vào cơ cấu dân số trẻ. Cơ cấu dân số trẻ được dự báo kéo dài đến năm 2038. Do đó, chúng tôi kì vọng SAB có thể tiếp tục hưởng lợi nhờ vào thị phần đứng thứ 2 tại Việt Nam. Cùng với sự gia tăng thu nhập, nhu cầu tiêu thụ bia dòng cao cấp tăng trưởng ở mức 12.8% (cao hơn bình quân ngành là 4%). Với việc gia tăng sự hiện diện trong phân khúc này, chúng tôi dự phóng sản lượng bia tăng 6%/năm và biên lợi nhuận gộp được cải thiện quanh mức 35-36% trong giai đoạn 2024F -2028F.

Sự phục hồi của du lịch và sự trở lại của các giải bóng đá năm 2024 gia tăng doanh số bia

Chúng tôi kì vọng sự phục hồi của du lịch góp phần thúc đẩy doanh thu của SAB do (1) khoảng 45% du khách đến từ Trung Quốc và Nhật Bản – 2 quốc gia thuộc top 10 tiêu thụ bia của thế giới; và (2) du lịch thúc đẩy việc làm và thu nhập ngành dịch vụ, gián tiếp thúc đẩy chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu như bia. Ngoài ra, bóng đá cũng là một trong những yếu tố thúc đẩy việc sử dụng bia tại Việt Nam. Do đó, hai 2 giải bóng đá AFF Cup và UEFA diễn ra năm 2024 có thể giúp tiêu thụ bia khởi sắc.

Tiềm lực tài chính mạnh, duy trì cổ tức cao

Tỷ số nợ/VCSH của SAB ở mức 0.04x, chỉ bằng 1/10 so với các doanh nghiệp sản xuất bia rượu tại châu Á. Các chỉ số thanh toán được cải thiện qua các năm. Trong 6 tháng 2023, chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh ở mức 3x. Ngoài ra, doanh nghiệp duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao ở mức từ 60-80%.

Rủi ro: (1) Rủi ro về giá nguyên vật liệu nhập khẩu tăng; (2) Rủi ro nhu cầu tiêu thụ yếu trong ngắn hạn; (3) Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB); (4) Rủi ro chính sách.

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	34,979	32,247	37,479	38,153	42,884
LN HDKD (tỷ VND)	5,498	4,854	5,706	5,964	7,086
LNST (tỷ VND)	5,500	4,956	5,815	6,031	7,039
EPS (đồng)	7,980	7,050	8,354	8,666	10,151
BPS (đồng)	36,083	38,419	41,430	44,514	48,084
Biên LN HDKD (%)	15.7	15.1	15.2	15.6	16.5
Biên LNST (%)	15.7	15.4	15.5	15.8	16.4
ROE (%)	22.4	18.8	20.3	19.5	20.9
PER (x)	19.5	25.9	21.9	21.1	18.0
PBR (x)	4.3	4.8	4.4	4.1	3.8
EV/EBITDA (x)	11.7	15.8	13.6	13.1	11.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

- 3 **Tổng quan doanh nghiệp**
- 6 **Quan điểm đầu tư**
- 10 **Dự phóng kết quả kinh doanh**
- 12 **Định giá và khuyến nghị**
- 16 **Rủi ro**
- 17 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

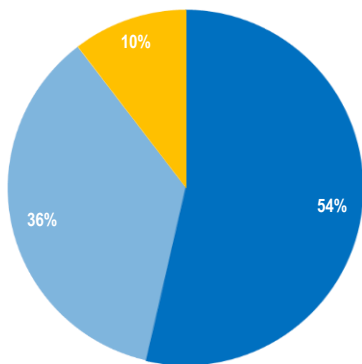
1. Lịch sử hình thành và phát triển

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB) ban đầu là một xưởng bia nhỏ được người Pháp thành lập tại Sài Gòn năm 1875. Đến năm 2016, SAB chính thức được niêm yết trên sàn HOSE. Trải qua 145 năm lịch sử, đến nay, Sabeco đã đưa Bia Việt vươn ra 38 quốc gia và vùng lãnh thổ.

Năm 2017 đánh dấu một cột mốc lịch sử cho SAB khi ThaiBev thầu tóm thành công SAB với giá trị lên đến 4.8 tỷ USD thông qua Vietnam Beverage. Đây là thương vụ kỷ lục của ngành bia châu Á được thực hiện tính đến thời điểm đó. Sau thầu tóm, SAB tiếp tục tăng trưởng và đạt doanh thu lên đến 37,999 tỷ đồng vào năm 2019, trước khi chịu tác động của đại dịch Covid-19 và Nghị định 100/2019/NĐ-CP phạt vi phạm nồng độ cồn.

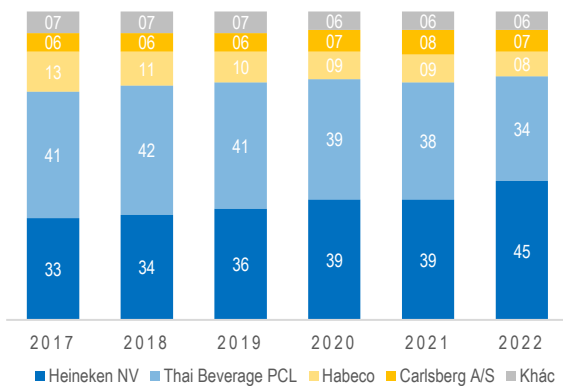
Tỷ lệ sở hữu tại SAB tại ngày 12/07/2023

■ Công ty TNHH Vietnam Beverage ■ Bộ Công thương ■ Khác



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần bia tại Việt Nam (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

SAB là một trong hai doanh nghiệp đầu ngành sản xuất bia tại Việt Nam. Thị phần SAB bắt đầu bị thu hẹp từ năm 2019 trước sự bành trướng của Hãng bia Heniken. Heniken liên tục ra mắt các dòng sản phẩm mới như Heniken Silver, Heniken 0 độ cồn. So với đối thủ đang chiếm lĩnh thị phần hàng đầu, SAB có ưu thế về thương hiệu Việt. Cụ thể, SAB được nhận diện rộng rãi qua các dòng sản phẩm từ bình dân đến cao cấp mang hương vị Việt như bia 333, bia Saigon Chill. Việc nghiên cứu và cho ra mắt các dòng sản phẩm cao cấp góp phần giúp doanh nghiệp giữ được vị thế và bành trướng thị phần của mình.

2. Phân khúc và sản phẩm

Ngành bia được chia làm 4 phân khúc: bình dân, phổ thông, cao cấp và siêu cao cấp dựa vào hương vị, chất lượng và giá cả. Trong đó:

- ❖ Phân khúc bình dân: Đối tượng khách hàng chủ yếu là tầng lớp bình dân thu nhập trung bình thấp với giá cả từ dưới 30 nghìn/lít (tương đương 10,000 -12,000 VND/lon). Hai nhãn hiệu nổi bật trong phân khúc này gồm Huda và Larue. Ngoài ra còn có bia hơi Việt Nam, được sản xuất chủ yếu tại nhà và phân phối tại các nhà hàng, quán ăn nhỏ tại khu vực nông thôn và cận thành thị.
- ❖ Phân khúc phổ thông: Đối tượng chủ yếu là người lao động thu nhập trung bình với giá cả từ 30,000 VND – 40,000 VND/lít. Các công ty lớn trong phân khúc này gồm có Habeco, Sabeco, Heniken và Carlsberg. Sản phẩm thuộc phân khúc phổ thông được phân phối rộng rãi từ thành thị đến nông thôn qua kênh tiêu dùng tại chỗ (on-trade) và kênh phân phối mua về nhà (Off-trade).
- ❖ Phân khúc cao cấp và siêu cao cấp: đối tượng khách hàng chủ yếu là người tiêu dùng có thu nhập trung bình cao với giá bán khoảng 40,000 VND/lít. Số lượng công ty chiếm lĩnh thị phần trong phân khúc này không nhiều, trong đó Heniken với hai sản phẩm Heniken và Tiger có thị phần khoảng 68% và tiếp đến là Sabeco với Saigon Chill và Saigon Gold. Các sản phẩm trong phân khúc này được phân phối chủ yếu qua kênh on-trade tại các nhà hàng, khách sạn. Tuy vậy, với việc nhận diện thương hiệu hiệu quả và qua thời gian dài, các sản phẩm cao cấp của Heniken và Sabeco ở phân khúc này đã tiếp cận được người tiêu dùng tại cả các khu vực nông thôn và tại các quán nhậu bình dân.

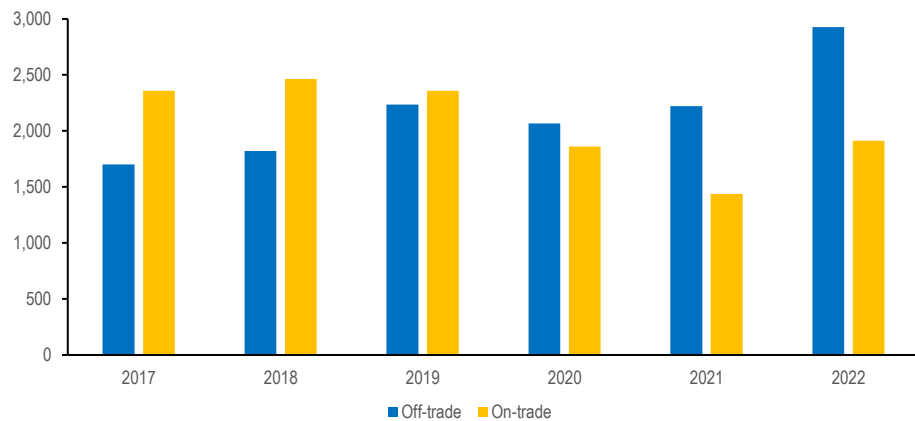
STT	Công ty	Thị trường chủ lực	Phân khúc chính	Giá cả (VND/lon)	Sản phẩm
1	Sabeco (SAB)	Miền Nam	Phổ thông và cao cấp	12,000 - 22,000	Sài Gòn Export, Sài Gòn Chill, Sài Gòn Special Sleek, Sài Gòn Gold
2	Habeco (BHN)	Miền Bắc	Bình dân và phổ thông	11,500 - 15,000	Bia Hà Nội Bold, Hà Nội Light, Bia hơi Hà Nội, Bia Hà Nội Premium
3	Heniken	Miền Trung và Miền Nam	Phổ thông, cao cấp	15,000 - 22,000	Heniken Bạc, Heniken Zero, Tiger Platinum
4	Carlsberg	Miền Trung	Phổ thông và cao cấp	20,000 -21,000	Carlsberg Danish Pilsner

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, theo sự gia tăng trong thu nhập, người tiêu dùng có xu hướng chuyển từ phân khúc bình dân sang phân khúc phổ thông và từ phân khúc phổ thông sang phân khúc cao cấp. Theo Euromonitor, bia cao cấp được dự báo tăng trưởng kép 12.7% trong giai đoạn 2021-2026, cao hơn so với tăng trưởng bình quân của ngành ở mức 4%.

3. Kênh phân phối

Lượng bia qua các kênh bán hàng (triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Về kênh phân phối, bia được tiêu thụ qua hai kênh là tiêu dùng tại chỗ (on-trade) tại các quán nhậu, nhà hàng, khách sạn; và kênh phân phối mua về (off-trade) tại siêu thị, cửa hàng tiện lợi và đại lý. Do văn hóa mang tính tập thể, người Việt chuộng tiêu thụ bia tại các quán nhậu. Do đó, trước năm 2019, việc tiêu dùng tại chỗ là kênh phân phối bia chính. Tuy vậy, với sự phát triển của thương mại điện tử, sự bùng phát của dịch Covid-19 cùng Nghị định 100 phạt vi phạm nồng độ cồn, nhiều doanh nghiệp như SAB và Heniken đã triển khai bán hàng online từ năm 2021 để bù đắp một phần sự sụt giảm doanh thu tại các quán nhậu, nhà hàng. Cũng từ đó, kênh off-trade vượt qua on-trade trở thành kênh bán hàng chủ yếu.

Chúng tôi kỳ vọng kênh on-trade sẽ được phục hồi từ năm 2024 nhờ sự phục hồi của tiêu dùng, đồng thời, kênh off-trade vẫn sẽ tiếp tục phát triển do nghị định về vi phạm nồng độ cồn khiến một bộ phận người tiêu dùng chuyển sang tiêu thụ tại nhà nhiều hơn.

Về hệ thống phân phối, Sabeco hiện sở hữu 26 nhà máy bia với công suất 2.4 tỷ lít/năm và 11 công ty thương mại toàn quốc, vượt trội hơn hẳn Heniken với chỉ 6 nhà máy bia và 8 văn phòng bán hàng. Mạng lưới phân phối rộng khắp từ Bắc vào Nam là thế mạnh của Sabeco, giúp tiếp cận được các quán nhậu, nhà hàng ở kênh on-trade. Với kênh off-trade, Sabeco hiện đang có mặt tại cửa hàng tiện lợi và nhiều trang thương mại điện tử từ Tiki đến Bách Hóa Xanh.

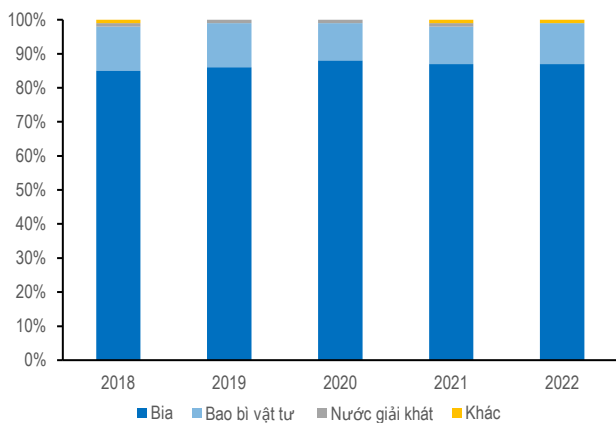
4. Cơ cấu doanh thu, lợi nhuận gộp và chi phí hoạt động

Bia là sản phẩm chủ lực của SAB, chiếm gần 90% doanh thu và đến 98% lợi nhuận gộp. Sabeco sản xuất chủ yếu bia ở hai phân khúc là phổ thông và cao cấp. Biên lợi nhuận gộp của mảng bia được cải thiện qua các năm, từ mức 27% năm 2018 lên mức 35% năm 2022.

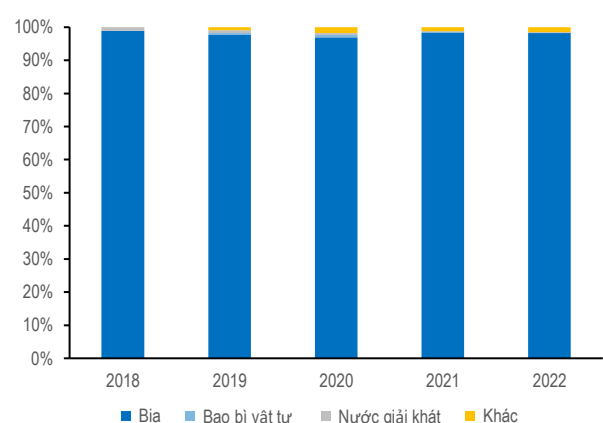
Mảng bao bì vật tư là các bao bì, nguyên liệu đầu vào cho bia, chủ yếu được giao dịch với các bên liên quan. Do đó, tuy chiếm hơn 10% doanh thu, nhưng biên lợi nhuận gộp cho mảng này là rất thấp, chỉ chiếm rơi vào khoảng 1%.

Nước giải khát gồm các sản phẩm nước có gas và nước tinh khiết. Dù biên lợi nhuận gộp trung bình ở mức 25%, doanh thu mảng này chỉ đóng góp một tỷ trọng rất nhỏ (1% tổng doanh thu).

Cơ cấu doanh thu SAB



Cơ cấu lợi nhuận gộp SAB



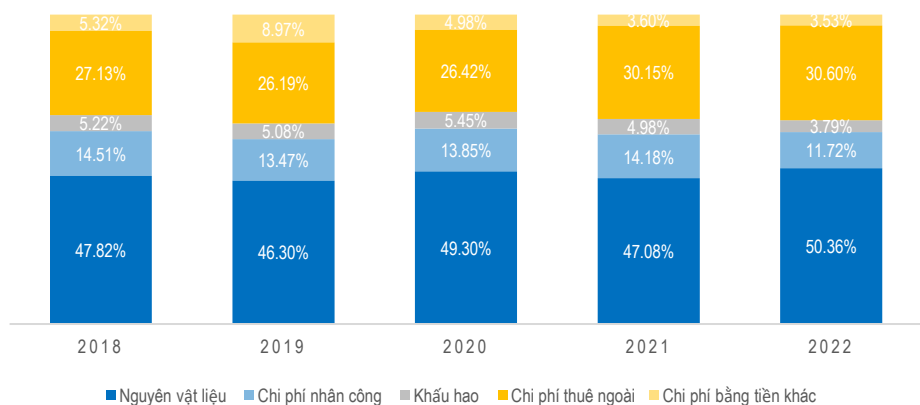
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trong cơ cấu chi phí hoạt động, chi phí nguyên vật liệu có tỷ trọng cao nhất, với khoảng 46-50% tổng chi phí hoạt động của doanh nghiệp. Trong đó, nguyên vật liệu đầu vào gồm đại mạch, hoa bia và nhôm quyết định 38% chi phí giá vốn và được doanh nghiệp nhập khẩu. Tùy vào từng loại, thông thường, doanh nghiệp thực hiện chốt trước nguyên liệu từ 6-9 tháng. Các biến động ví mô như chiến tranh Nga – Ukraine đã đẩy giá nguyên vật liệu lên cao vào năm 2022. Tuy nhiên, việc chốt trước nguyên liệu từ năm 2021 góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp năm 2022 của mảng bia lên mức 35%, cao nhất trong 10 năm qua.

Chi phí thuê ngoài được cấu thành chủ yếu bởi chi phí bán hàng. Chi phí bán hàng tại các doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống thường chiếm tỷ trọng cao bởi việc cạnh tranh trong lĩnh vực này ngày càng gay gắt. Do đó, việc nhận diện thương hiệu là một trong những yếu tố quan trọng để duy trì doanh thu và thị phần. Tại Sabeco, chi phí bán hàng tại SAB duy trì quanh mức 12% doanh thu.

Cơ cấu chi phí hoạt động



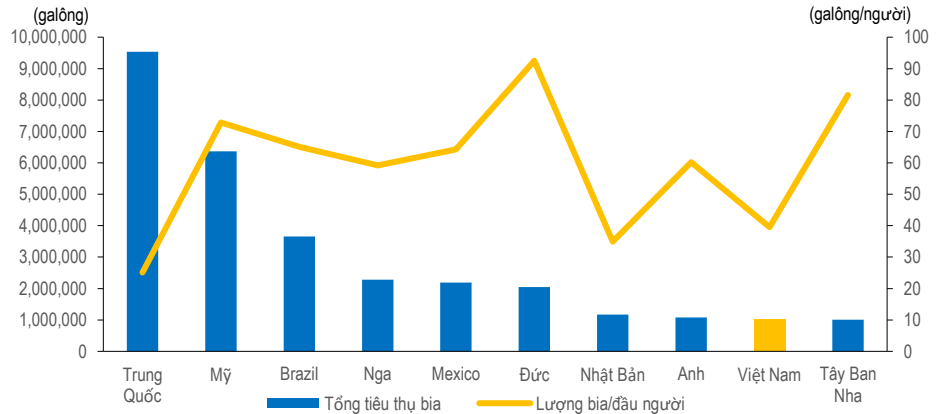
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Quan điểm đầu tư

1. Cơ cấu dân số trẻ và sự gia tăng của tầng lớp trung lưu góp phần thúc đẩy tiêu thụ bia

Theo World Population Review, Việt Nam nằm trong top 10 nước có mức tiêu thụ bia lớn nhất trên thế giới. Cụ thể, lượng tiêu thụ bia tại Việt Nam chiếm 2.2% tổng tiêu thụ của thế giới. Tuy vậy, mức độ tiêu thụ bia trên đầu người tại Việt Nam chỉ bằng 67% so với trung bình 10 quốc gia tiêu thụ bia lớn nhất thế giới. Vì vậy, chúng tôi nhận định Việt Nam vẫn là thị trường tiêu thụ bia hấp dẫn.

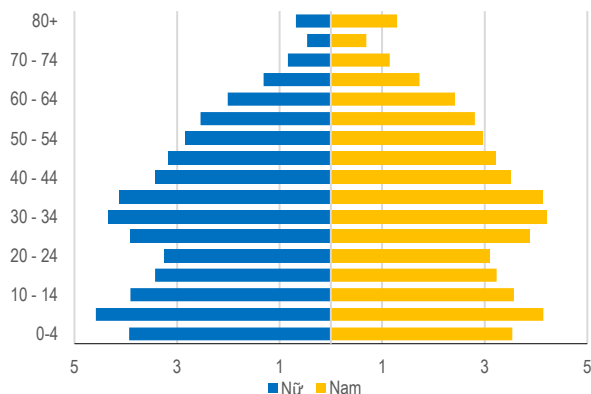
Top 10 quốc gia tiêu thụ bia lớn nhất thế giới (2020)



Nguồn: World Population Review, Shinhan Securities Vietnam

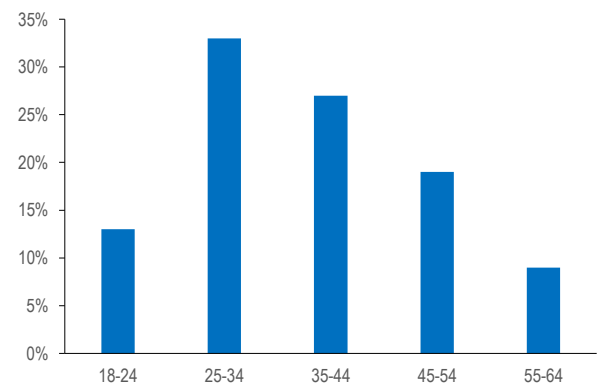
Sự phát triển của ngành bia tại Việt Nam gắn liền với nhân khẩu học. Theo Tổng Cục Thống kê, Việt Nam hiện vẫn đang trong giai đoạn dân số vàng và được dự báo kéo dài đến năm 2038 với độ tuổi trung bình đang là 34 tuổi. Theo thống kê của Statista năm 2021, tiêu thụ bia ở người trưởng thành và trung niên (từ 25-44 tuổi) chiếm 60% tổng tiêu thụ bia. Đây là độ tuổi thường xuyên tham gia nhiều hoạt động xã hội như tiệc tùng, tụ tập và các dịp đặc biệt. Đặc biệt là sau đại dịch Covid-19, nhu cầu kết nối tăng cao, kết hợp cùng mùa World Cup năm 2022, doanh thu của SAB tăng 33% so với năm 2021, về mức trước đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng, với cơ cấu dân số vàng như hiện nay cùng sự phục hồi sau dịch, sản lượng ngành bia nói chung sẽ tăng trưởng trung bình ở mức 4%/năm trong 5 năm.

Tháp dân số Việt Nam năm 2021



Nguồn: danso.org, Shinhan Securities Vietnam

Tiêu thụ bia theo độ tuổi tại Việt Nam năm 2021

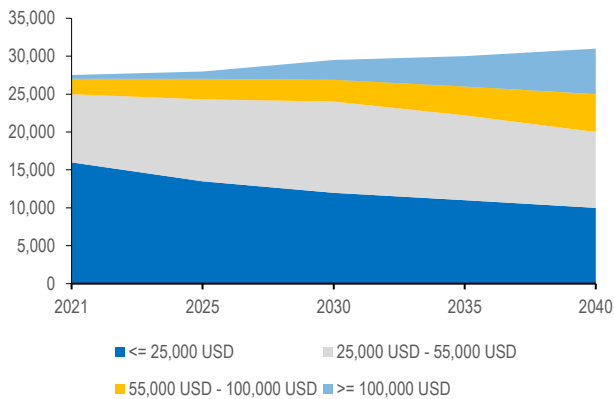


Nguồn: Statista, Shinhan Securities Vietnam

Theo Euromonitor, thu nhập bình quân của hộ gia đình tăng qua các năm. Đến năm 2040, chỉ còn khoảng 32% hộ gia đình có thu nhập dưới 25,000 USD/năm so với mức 58% năm 2021. Cùng với sự gia tăng của thu nhập, nhu cầu tiêu thụ dòng bia cao cấp tăng.

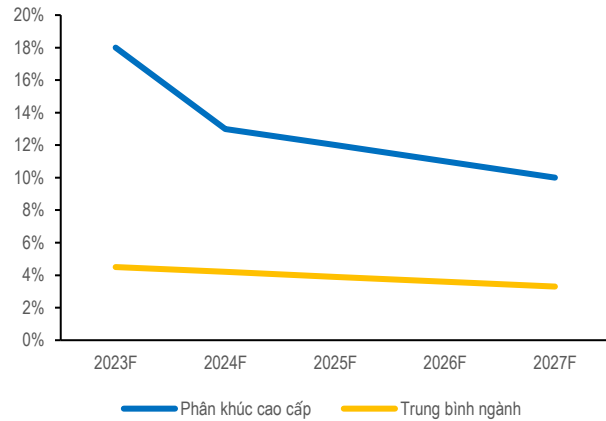
Theo Euromonitor, tốc độ tăng trưởng bình quân của phân khúc cao cấp được dự báo đạt mức 12.7% trong giai đoạn 2021 - 2026, cao hơn so với mức trung bình ngành (4%). Trong phân khúc bia cao cấp, dòng bia Tiger và Heniken đang thống lĩnh thị trường với tổng thị phần hơn 60%. Những năm gần đây, SAB cũng gia tăng sự hiện diện của mình tại phân khúc này thông qua việc ra mắt các sản phẩm cao cấp như Saigon Gold (2017), Saigon Chill (2020). Việc gia tăng doanh thu trong phân khúc này góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp. Do đó, chúng tôi kì vọng, trong giai đoạn 2024F – 2028F, sản lượng của Sabeco tăng trưởng trung bình ở mức 6%/năm, cao hơn mức bình quân ngành là 4%, biên lợi nhuận gộp được cải thiện quanh mức 35%.

Dự báo tăng trưởng thu nhập đến năm 2040



Nguồn: EuroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Dự báo tốc độ tăng trưởng phân khúc bia cao cấp

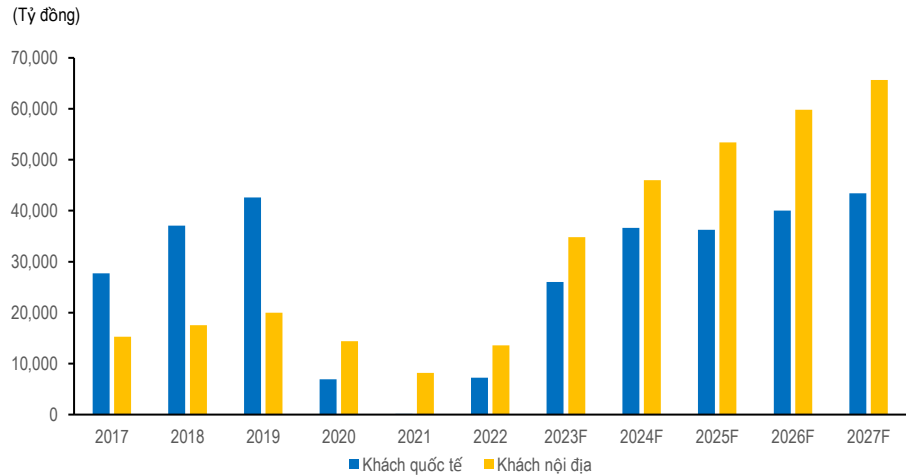


Nguồn: FitchSolutions, Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

2. Sự phục hồi của du lịch và sự quay trở lại của các giải bóng đá năm 2024 kích cầu tiêu thụ bia

Gần 50% lượng bia được tiêu thụ qua kênh on-trade như nhà hàng, khách sạn, quán bar, quán nhậu. Do đó, lượng khách du lịch lui tới các tụ điểm vui chơi giải trí này cũng tác động lên tiêu thụ bia thông qua:

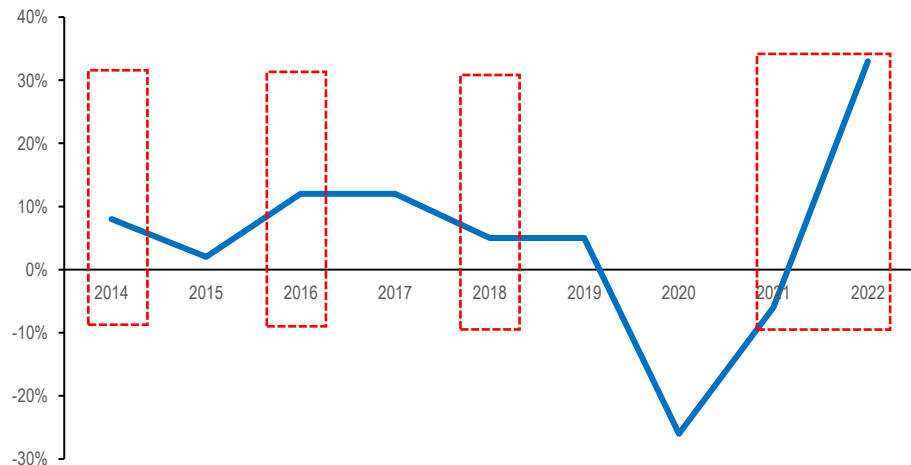
- ❖ Trực tiếp gia tăng tiêu thụ bia tại nhà hàng, khách sạn, quán bar. Euromonitor dự báo lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam đạt 18.6 triệu lượt vào năm 2027 với mức tăng trưởng kép đạt 10%/năm, Trong đó, khoảng 45% du khách đến từ Trung Quốc và Nhật Bản – 2 quốc gia thuộc top 10 tiêu thụ bia của thế giới. Du khách đến Việt Nam có xu hướng tìm kiếm và thưởng thức thức uống địa phương hơn. Do đó, Sabeco – với đặc điểm là bia của người Việt – có thể hưởng lợi từ nhu cầu này trong 5 năm tiếp theo.
- ❖ Du lịch phục hồi góp phần thúc đẩy việc làm và gia tăng thu nhập cho lao động ngành dịch vụ (Theo Tổng cục Thống kê, tính tới tháng 6 năm 2023 có khoảng 40% nhân sự hoạt động trong lĩnh vực này). Do đó, chúng tôi kì vọng sự khởi sắc của ngành du lịch cũng kéo theo sự gia tăng trong thu nhập và gián tiếp thúc đẩy chi tiêu của người Việt cho mặt hàng không thiết yếu như bia cho 5 năm tiếp theo.

Tiêu thụ thực phẩm và đồ uống nội địa của khách quốc tế và trong nước

Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Một trong những yếu tố góp phần tăng trưởng doanh thu cho SAB là sự xuất hiện của các giải bóng đá (trừ 2 năm Covid 2020-2021). Các giải bóng đá lớn được nhiều người Việt theo dõi gồm Giải vô địch bóng đá thế giới (FIFA World Cup), Giải vô địch bóng đá châu Âu (UEFA Euro), giải vô địch bóng đá Đông Nam Á (AFF Cup). Trong các năm diễn ra các giải bóng đá này, các "tín đồ làng túc cầu" thường tụ tập, thưởng thức bia và xem cùng nhau. Do đó, doanh thu bia của SAB thường có xu hướng tăng trong các năm này. Trong đó nổi bật là UEFA Euro và AFF Cup năm 2016 thúc đẩy doanh thu bia tăng 12.2%, World Cup và AFF Cup năm 2022 gia tăng 32.6% doanh số, đưa doanh thu về mức trước dịch.

Chúng tôi kì vọng sang năm 2024, hai giải AFF Cup và UEFA Euro giúp cầu tiêu thụ bia khởi sắc khi năm 2023 cầu tiêu thụ vẫn còn yếu.

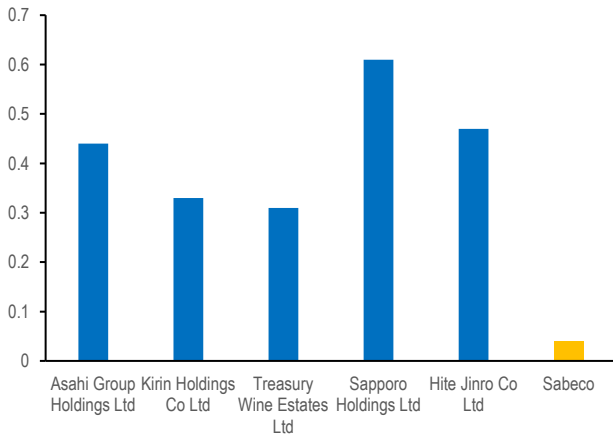
Tăng trưởng doanh thu của SAB tại các năm có các giải bóng đá

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Tiềm lực tài chính vững mạnh, duy trì cơ cấu ổn định

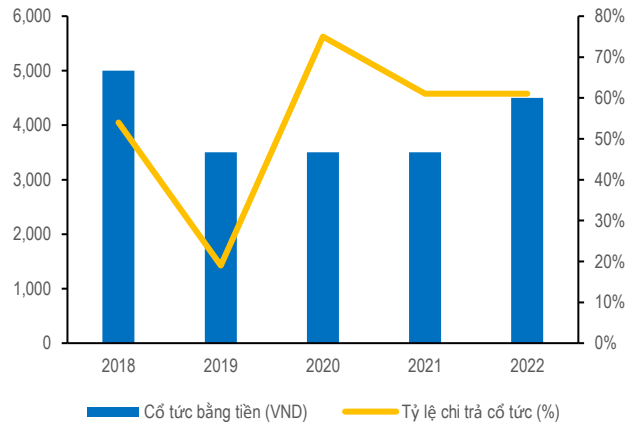
SAB là một trong hai doanh nghiệp sản xuất bia lớn nhất Việt Nam. Cơ cấu nợ trên VCSH của SAB rất thấp, chỉ bằng 1/10 trung bình các doanh nghiệp kinh doanh bia rượu lớn của châu Á. Nợ vay của SAB chủ yếu là nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động của doanh nghiệp. Do đó, biến động lãi suất ít tác động lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Cơ cấu nợ trên VCSH của các DN sản xuất bia rượu châu Á



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Mức chi trả cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt

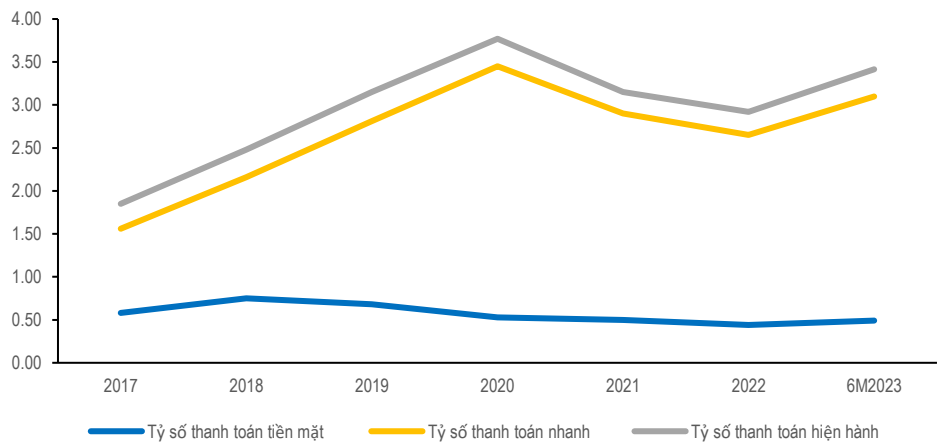


Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

SAB duy trì mức chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn qua các năm ở mức 3,500 VND đến 5,000 VND/cổ phiếu, với tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ 60 – 80% trong 3 năm qua. Hiện tại, SAB chưa thực hiện đầu tư dự án mới, do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ tiếp tục duy trì mức cổ tức này trong tương lai.

Bên cạnh đó, các chỉ số thanh toán tiền mặt, thanh toán nhanh và thanh toán hiện hành trong 6 tháng năm 2023 đều được cải thiện so với năm 2022. Cụ thể, chỉ số thanh toán nhanh và thanh toán hiện hành đều quanh mức 3x, tương đương với năm 2020. Điều đó cho thấy doanh nghiệp có đủ khả năng để thanh toán các khoản nợ ngắn hạn. Mặt khác, việc có lượng tiền mặt dồi dào, vốn vay ở mức thấp cho thấy doanh nghiệp đủ tiềm lực thực hiện các dự án đầu tư, góp vốn.

Các chỉ số thanh toán 6 tháng 2023



Nguồn: Dữ liệu công ty Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu

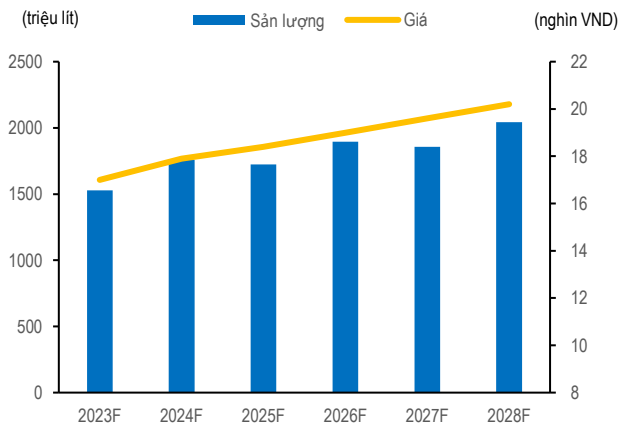
Trong 6 tháng năm 2023, doanh thu thuần của SAB đạt 14,621 tỷ đồng (-11% YoY), LNST đạt 2,214 tỷ đồng (-27% YoY). Trong đó, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lần lượt là 15% và 16%. Kết thúc quý 2, SAB hoàn thành 36% kế hoạch doanh thu năm và 38.3% kế hoạch về lợi nhuận.

Năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu Tổng công ty đạt 32,247 tỷ đồng (-7.81% YoY). Trong đó, doanh thu mảng bia giảm 10% xuống còn 27,369 tỷ đồng bởi sản lượng giảm 15% do sự thiếu vắng các giải bóng đá như năm 2022 và lực cầu tiêu thụ yếu trong nửa đầu năm 2023, giá bán tăng 5% YoY bù đắp sự tăng giá của nguyên vật liệu đầu vào. Kết thúc năm 2023, LNST ước tính giảm 10% xuống còn 4,956 tỷ đồng.

Sang năm 2024, chúng tôi kì vọng doanh thu Tổng công ty khởi sắc nhờ hai giải bóng đá AFF Cup và AEFA Euro cùng với sự phục hồi tiêu dùng. Kết thúc năm, doanh thu Tổng công ty dự kiến đạt 37,479 tỷ đồng (+16.22% YoY). Trong đó, doanh thu mảng bia tăng 18% nhờ sản lượng tăng 15% và giá bán tăng 3%. LNST tăng 17.33% lên mức 5,815 tỷ đồng.

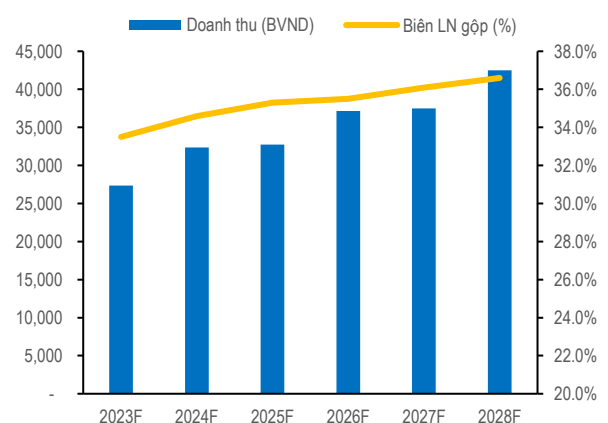
Trong giai đoạn 2025-2028, doanh thu tăng trung bình 7%/năm. Trong đó, năm 2026 và 2028 có các giải bóng đá nên chúng tôi dự phóng sản lượng bia tăng 10%. Giá bán bia mỗi năm tăng 3% để bù đắp sự tăng giá nguyên liệu đầu vào. Kết thúc năm 2028, doanh thu đạt 48,834 tỷ đồng (+12.08% YoY), LNST đạt 10,354 tỷ đồng (+15.9% YoY).

Dự phóng sản lượng và giá bán bình quân mảng bia của SAB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng bia của SAB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của SAB (2022-2028F)							
(Đơn vị: tỷ VND)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	34,979	32,247	37,479	38,153	42,884	43,569	48,834
<i>Bia</i>	<i>30,343</i>	<i>27,369</i>	<i>32,347</i>	<i>32,737</i>	<i>37,142</i>	<i>37,511</i>	<i>42,494</i>
<i>Khác</i>	<i>4,636</i>	<i>4,878</i>	<i>5,132</i>	<i>5,416</i>	<i>5,742</i>	<i>6,058</i>	<i>6,340</i>
Lợi nhuận gộp	10,771	9,514	11,522	11,905	13,596	13,996	16,062
Lợi nhuận từ HĐKD	5,498	4,854	5,706	5,964	7,086	7,277	8,546
Lợi nhuận ròng	5,500	4,956	5,815	6,031	7,039	7,216	8,364
Biên lợi nhuận (%)							
Biên lợi nhuận gộp	30.8	29.5	30.7	31.2	31.7	32.1	32.9
Biên lợi nhuận từ HĐKD	15.7	15.1	15.2	15.6	16.5	16.7	17.5
Biên lợi nhuận ròng	15.7	15.4	15.5	15.8	16.4	16.6	17.1
Tăng trưởng (%YoY)							
Doanh thu thuần	32.6	-7.8	16.2	1.8	12.4	1.6	12.1
Lợi nhuận từ HĐKD	56.6	-11.7	17.6	4.5	18.8	2.7	17.4
Lợi nhuận ròng	40.0	-9.9	17.3	3.7	16.7	2.5	15.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 182,700 VND

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn với khuyến nghị Mua và giá mục tiêu ở mức 182,700 đồng tương ứng với mức tăng 17% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, SAB là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

- 1) Cơ cấu dân số trẻ và sự gia tăng của tầng lớp trung lưu góp phần thúc đẩy tiêu thụ bia;
- 2) Sự phục hồi của du lịch và sự quay trở lại của các giải bóng đá năm 2024 kích cầu tiêu thụ bia; và
- 3) Tiềm lực tài chính vững mạnh, duy trì cổ tức ổn định.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá SAB. Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành với SAB hoạt động trong nước và khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Trung bình P/E của các doanh nghiệp trong thống kê (ngoại trừ SAB) ở mức 23.5x. Kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2024 ở mức 8,354 đồng, chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu 12 tháng SAB ở mức 196,319 VND.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Mã chứng khoán	PE	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS (%)	ROA (%)	ROE (%)
000858 CH Equity	23.04	95,698	14.16	19.05	24.03
000568 CH Equity	30.08	48,141	31.4	22.09	32.53
002304 CH Equity	20.12	29,832	24.15	15.52	20.16
291 HK Equity	32.05	20,840	-4.96	8.02	16.88
TWE AU Equity	24.01	5,656	5.19	5.02	9.07
2503 JP Equity	18.65	13,326	88.32	3.36	8.59
Trung bình	23.5				
EPS forward	8,354				
Giá mục tiêu	196,319				

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Company

Đối với phương pháp FCF, chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3% là lãi suất phi rủi ro, Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử của SAB và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCF của SAB được định giá ở mức 169,091 đồng.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	11.2
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.0
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9.8
Beta	0.85
Chi phí nợ (%)	8.0
Chi phí sử dụng vốn (%)	11.3
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.01
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	866

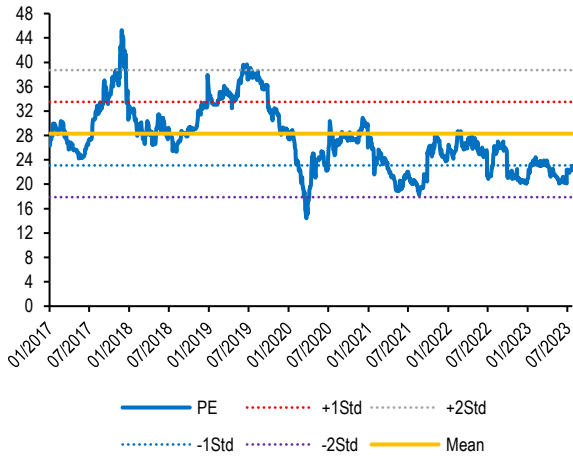
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCF của SAB

Đơn vị: tỷ VND	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
LN ròng	5,815	6,031	7,039	7,216	8,365
Cộng: Lãi vay sau thuế	62	57	61	60	59
Cộng: Khấu hao	588	608	630	650	661
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-681	-136	-386	-132	-643
Trừ: Vốn đầu tư	462	412	437	439	431
Dòng tiền tự do (FCFF)	6,684	6,420	7,679	7,619	9,297
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	30,288				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	76,374				
Giá trị doanh nghiệp	106,662				
Nợ vay	866				
Tiền và tương đương tiền	3,742				
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,320				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.64				
Giá mục tiêu (VND)	169,091				

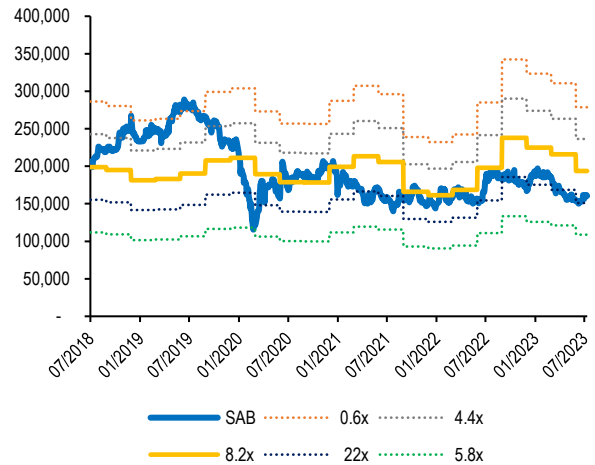
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của SAB từ 2017



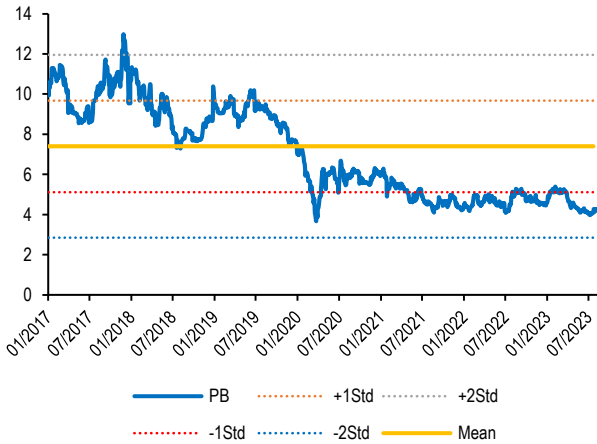
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của SAB



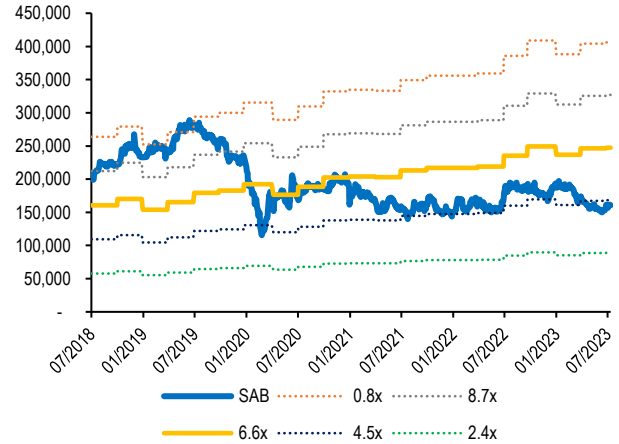
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của SAB từ 2017



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của SAB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của SAB từ năm 2017



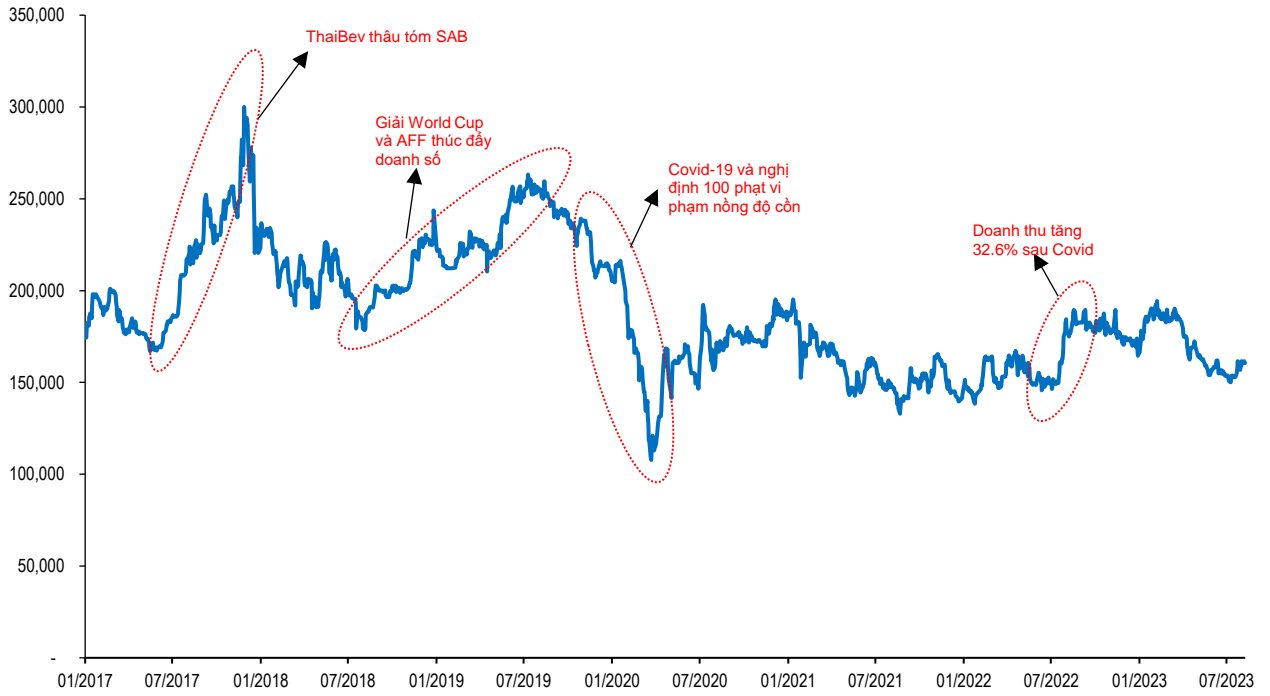
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR và ROE dự phóng của SAB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của SAB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro về giá nguyên vật liệu nhập khẩu tăng

SAB nhập khẩu một số nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất bia như đại mạch, hoa bia, nhôm. Chi phí nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu chiếm khoảng 38% chi phí giá vốn. Các nguyên vật liệu này có thể chịu tác động của nhiều yếu tố vĩ mô như gián đoạn chuỗi cung ứng và chi phí logistic tăng cao do Covid-19, xung đột Nga – Ukraine, giá dầu tăng; cung – cầu nhôm trên thế giới. Để ứng phó về rủi ro biến động mạnh chi phí nguyên vật liệu, SAB có chính sách mua trước nguyên vật liệu chính từ 6-9 tháng.

Rủi ro nhu cầu tiêu thụ yếu trong ngắn hạn

Sau Covid-19, nhiều nhà hàng, quán bar, quán nhậu mở cửa lại. Tuy vậy, nhu cầu tiêu thụ của người tiêu dùng cho các mặt hàng không thiết yếu vẫn chưa hồi phục như trước. Theo báo cáo của Cục Thống kê, trong quý 2/2023, Đồng bằng sông Cửu Long và vùng Đông Nam Bộ - thị trường chính của SAB - có tỷ lệ thất nghiệp cao nhất cả nước với tỷ lệ lần lượt là 2.65% và 2.64%. So với quý trước và cùng kì năm trước, tỷ lệ này đang có xu hướng giảm, đồng thời, thu nhập bình quân trong một số ngành nghề như chế biến, chế tạo có xu hướng tăng. Trong ngắn hạn, nhu cầu tiêu thụ bia có thể chưa thể phục hồi và khởi sắc.

Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB)

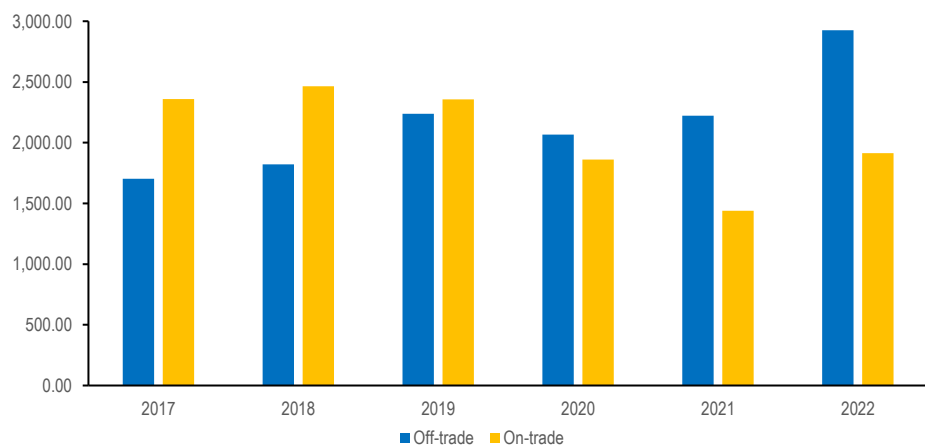
Thuế TTĐB áp dụng cho bia đang ở mức 65% và rượu ở mức 35-65% tùy mức độ cồn. Bộ Tài chính đang lấy ý kiến để bổ sung áp thuế TTĐB đối với các sản phẩm không có lợi cho sức khỏe như bia, đồ uống có đường,... Việc tăng thuế TTĐB cho bia từ mức 65% làm tăng giá bán và có thể giảm nhu cầu tiêu thụ ở phân khúc bình dân và phổ thông.

Rủi ro chính sách

Nhiều chính sách được Nhà nước ban hành nhằm ngăn ngừa ảnh hưởng của tiêu thụ các sản phẩm có cồn quá mức ảnh hưởng lên xã hội, cũng như tiêu thụ cồn ở độ tuổi vị thành niên.

Nghị định 100/2019/NĐ-CP được ban hành vào tháng 12/2019 về phạt vi phạm nồng độ cồn. Sau nghị định, cùng với tác động của dịch Covid, doanh thu SAB năm 2020 giảm 27% so với năm 2019. Lượng tiêu thụ bia tại ở kênh on-trade như nhà hàng, khách sạn, quán ăn giảm; đồng thời, tiêu thụ qua kênh off-trade như thương mại điện tử,... gia tăng. SAB đã đẩy mạnh việc tiêu thụ qua kênh này để bù đắp sự sụt giảm ở kênh on-trade.

Lượng bia qua các kênh bán hàng (triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	34,465	34,649	38,358	40,854	44,469
Tài sản ngắn hạn	26,860	27,183	30,917	33,586	37,300
Tiền và tương đương tiền	4,069	5,880	5,402	8,243	8,632
Đầu tư TC ngắn hạn	19,411	18,481	22,139	21,858	24,826
Các khoản phải thu	898	689	805	869	936
Hàng tồn kho	1,447	1,668	2,194	1,908	2,312
Tài sản ngắn hạn khác	1,035	465	377	708	594
Tài sản dài hạn	7,605	7,466	7,441	7,268	7,169
Tài sản cố định	4,455	4,334	4,139	4,023	3,839
Chi phí xây dựng cơ bản	134	121	196	122	119
Tài sản dài hạn khác	3,150	3,132	3,302	3,245	3,330
Tổng nợ	9,874	8,280	9,744	9,928	10,870
Nợ ngắn hạn	9,214	7,838	9,349	9,579	10,568
Khoản phải trả	2,766	2,464	3,081	3,022	3,401
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	659	606	723	728	808
Khác	5,789	4,768	5,545	5,829	6,359
Nợ dài hạn	660	442	395	349	302
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	374	156	109	63	16
Khác	286	286	286	286	286
Vốn chủ sở hữu	24,591	26,372	28,615	30,928	33,601
Vốn góp chủ sở hữu	6,413	6,413	6,413	6,413	6,413
Thặng dư vốn	0	0	0	0	0
Vốn khác	2,613	2,896	3,208	3,543	3,927
Lợi nhuận giữ lại	15,565	17,063	18,994	20,972	23,261
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,275	1,373	1,451	1,734	2,046
*Nợ vay	1,033	762	832	791	824
*Nợ ròng (tiền)	(22,447)	(23,599)	(26,709)	(29,310)	(32,634)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	4,377	3,725	5,915	5,526	6,773
Lợi nhuận ròng	6,813	6,134	7,197	7,467	8,713
Khấu hao TSCĐ	561	570	588	608	630
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,031)	(924)	(1,107)	(1,093)	(1,241)
Thay đổi vốn lưu động	(199)	(810)	681	136	386
Thay đổi khác	(1,767)	(1,245)	(1,444)	(1,592)	(1,715)
Tiền từ HĐ đầu tư	(1,867)	1,425	(3,013)	962	(2,164)
Thay đổi tài sản cố định	(529)	(429)	(462)	(412)	(437)
Thay đổi tài sản đầu tư	(2,352)	930	(3,658)	281	(2,968)
Khác	1,014	924	1,107	1,093	1,241
Tiền từ HĐ tài chính	(2,048)	(3,341)	(3,380)	(3,647)	(4,220)
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	371	(271)	70	(41)	33
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(2,419)	(3,070)	(3,450)	(3,606)	(4,253)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	462	1,809	(478)	2,841	389
Tổng tiền đầu năm	3,609	4,069	5,880	5,402	8,243
Thay đổi trong tỷ giá	(2)	2	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	4,069	5,880	5,402	8,243	8,632

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	34,979	32,247	37,479	38,153	42,884
Tăng trưởng (%)	32.6	-7.8	16.2	1.8	12.4
Giá vốn hàng bán	(24,208)	(22,733)	(25,957)	(26,248)	(29,288)
Lợi nhuận gộp	10,771	9,514	11,522	11,905	13,596
Biên lợi nhuận gộp (%)	30.8	29.5	30.7	31.2	31.7
Chi phí BH & QLDN	(5,273)	(4,660)	(5,816)	(5,941)	(6,510)
LN từ HĐKD	5,498	4,854	5,706	5,964	7,086
Tăng trưởng (%)	56.6	(11.7)	17.6	4.5	18.8
Biên LN từ HĐKD (%)	15.7	15.1	15.2	15.6	16.5
LN khác	1,316	1,280	1,491	1,503	1,627
Thu nhập tài chính	1,091	1,082	1,322	1,279	1,442
Chi phí tài chính	(82)	(89)	(89)	(73)	(89)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(46)	(66)	(76)	(70)	(75)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	307	287	258	297	274
LNTT	6,814	6,134	7,197	7,467	8,713
Thuế TNDN	(1,314)	(1,178)	(1,382)	(1,436)	(1,674)
LNST	5,500	4,956	5,815	6,031	7,039
Tăng trưởng (%)	40.0	(9.9)	17.3	3.7	16.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.7	15.4	15.5	15.8	16.4
LNST cổ đông công ty mẹ	5,224	4,673	5,503	5,696	6,655
Lợi ích CĐTTS	276	283	312	335	384
LN trước thuế và lãi vay	6,859	6,200	7,273	7,537	8,788
Tăng trưởng (%)	39.8	(9.6)	17.3	3.6	16.6
Biên LN (%)	19.6	19.2	19.4	19.8	20.5
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	7,420	6,770	7,861	8,145	9,418
Tăng trưởng (%)	35.8	(8.8)	16.1	3.6	15.6
Biên LN (%)	21.2	21.0	21.0	21.3	22.0

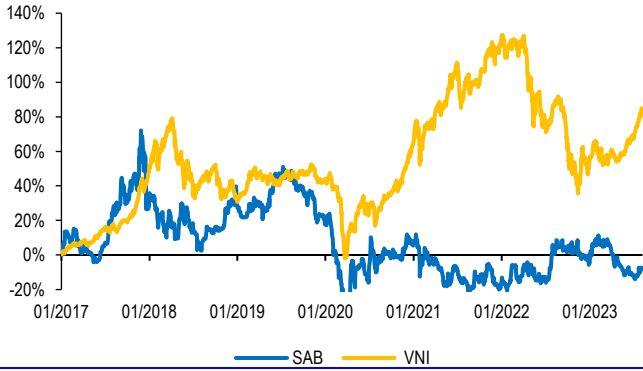
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	7,980	7,050	8,354	8,666	10,151
BPS (đồng)	36,083	38,419	41,430	44,514	48,084
DPS (đồng)	3,780	4,797	5,391	5,634	6,645
PER (x)	19.5	25.9	21.9	21.1	18.0
PBR (x)	4.3	4.8	4.4	4.1	3.8
EV/EBITDA (x)	11.7	15.8	13.6	13.1	11.3
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	61.4	61.9	59.3	59.8	60.4
Lãi cổ tức (%)	1.5	1.9	2.2	2.3	2.7
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	21.2	21.0	21.0	21.3	22.0
Biên LN từ HĐKD (%)	15.7	15.1	15.2	15.6	16.5
Biên LNST (%)	15.7	15.4	15.5	15.8	16.4
ROA (%)	16.0	14.3	15.2	14.8	15.8
ROE (%)	22.4	18.8	20.32	19.5	20.9
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	4.2	2.9	2.9	2.6	2.5
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(302.5)	(348.6)	(339.8)	(359.9)	(346.5)
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	254.8	310.8	294.6	314.2	316.6
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	149.1	93.9	95.7	107.7	117.2
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	38.1	42.5	38.4	42.4	39.6
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	30.4	34.3	31.0	33.7	32.1
Số ngày khoản phải thu (ngày)	2.3	2.9	2.0	2.4	2.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
18/08/2023 (BC lần đầu)	Mua	182,700	-0.2	13.2/-12.4

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Trang Vo

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: SAB VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiuzui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000