



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

Gã khổng lồ đi chậm

- Dân số trẻ và sức tiêu thụ đầu người cao là điểm nhấn đối với thị trường bia Việt Nam
- Vị thế của “Gã khổng lồ” SABECO trong ngành Bia Việt Nam
- Triển vọng tăng trưởng của SABECO – “Gã khổng lồ” đi chậm

Quan điểm và Định giá:

Là doanh nghiệp đầu ngành trong ngành bia Việt Nam, SABECO sở hữu nhiều lợi thế vượt trội so với các doanh nghiệp còn lại về (1) Thương hiệu nổi tiếng, (2) Hệ thống kênh sản xuất và phân phối rộng khắp cả nước. Tuy vậy, việc mang trong mình sứ mạng là “Gã khổng lồ” khiến doanh nghiệp có phần tăng trưởng chậm so với các đối thủ nước ngoài, đặc biệt là Heineken, trong việc giành và mở rộng thị phần ở phân khúc trung-cao cấp. Nhìn ở khía cạnh khác, trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp đã bắt đầu thâm nhập vào phân khúc bia cao cấp, việc SABECO vẫn giữ ổn định thị phần ở mức cao trong ba năm qua có thể coi là một thành tích. Do đó, chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng vẫn còn nhờ lấy thị phần ở phân khúc thấp-trung bình trong khi vẫn nghiên cứu để xâm nhập vào phân khúc cấp cao.

Việc phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu (đại mạch và hoa bia) khiến doanh nghiệp ít tự chủ được trước biến động của giá hàng hóa nông nghiệp toàn cầu, nhất là khi hai nguyên liệu này đang bắt đầu vào xu hướng tăng giá. Ngoài ra, thay đổi chính sách thuế TTĐB là một rủi ro khác sẽ ảnh hưởng đến triển vọng của công ty. Trong trường hợp SABECO thực hiện trích lập dự phòng đầy đủ khoản truy thu thuế TTĐB trong quá khứ vào cuối năm 2016, chúng tôi cho rằng rủi ro này sẽ không còn trọng yếu đối với SABECO. Trong khi đó, lộ trình tăng thuế TTĐB từ nay đến năm 2018, kỳ vọng sẽ không tác động lớn đến KQKD – do doanh nghiệp có khả năng chuyển phần tăng thuế sang khách hàng. Dựa trên giả định sản lượng bia tiêu thụ năm 2017 của SABECO tăng trưởng 6%, chúng tôi ước tính Doanh thu và LNST của SABECO đạt lần lượt 32.689 tỷ đồng (+8,6% YoY) và 4.795 tỷ đồng (+5% YoY). EPS năm 2017 ước đạt 7.028 đồng. Sử dụng kết hợp hai phương pháp EV/EBITDA và P/E, mức giá hợp lý đối với cổ phiếu này là **143.000 đồng/cp**, cao hơn 8,3% so với mức giá đóng cửa ngày hôm nay.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	24.611	27.144	30.111	32.689
% tăng trưởng	2%	10%	10,9%	8,6%
LNST của Cty mẹ	2.627	3.410	4.577	4.795
% tăng trưởng	29%	29,8%	34,2%	4,8%
Tỷ suất LNST (%)	10,7%	12,6%	15,2%	14,7%
ROA (%)	12,1%	15,8%	18,5%	17,2%
ROE (%)	21,5%	26,1%	36,1%	32,8%
EPS (VND) *	4.097	5.318	6.709	7.028
EPS đ/chính (VND)	4.097	5.318	6.709	7.028
Giá trị sổ sách (VND)	19.030	20.380	19.766	22.794
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.500	3.000	4.000	4.000
P/E (x)			19,7	18,8
P/BV (x)			6,7	5,8

Nguồn: SAB, RongViet Research, *EPS cơ bản

TRUNG LẬP

Giá tham chiếu (VND)	132.000
Giá mục tiêu (VND)	143.000
Thời gian đầu tư	Dài Hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm-Đồ uống
SLCPDLH	641.281.186
Vốn hóa (tỷ đồng)	84.641
Free Float (%)	5,41



Cổ đông lớn (%)

Bộ Công Thương	89,59
Heineken Vietnam	5,00
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	39,61

Trần Thị Diễm My

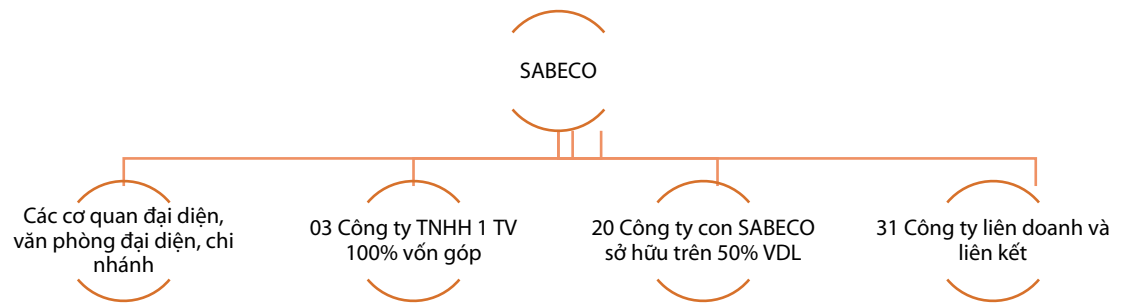
(084) 08- 6299 2006 – Ext 1311

my.ttd@vdsc.com.vn

Tổng quan về công ty

Tổng công ty cổ phần Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SABECO) với hơn 140 năm lịch sử hình thành và phát triển, là một trong những doanh nghiệp lâu đời tại Việt Nam. Tiền thân của SABECO là nhà máy bia Chợ Lớn thuộc hãng bia BGI (Pháp) trước khi được tiếp quản bởi công ty Rượu Miền Nam từ năm 1977. Năm 2007, SABECO chuyển đổi mô hình hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần và đổi tên chính thức là Tổng công ty cổ phần Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn SABECO.

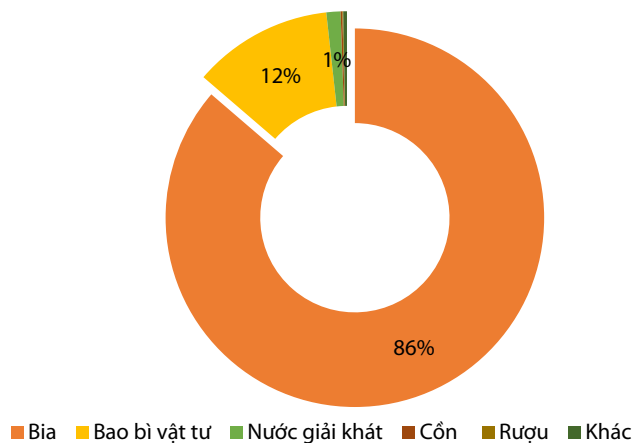
Hình 1: Sơ đồ các đơn vị thành viên của SABECO



Nguồn: Báo cáo bạch niêm yết của SABECO

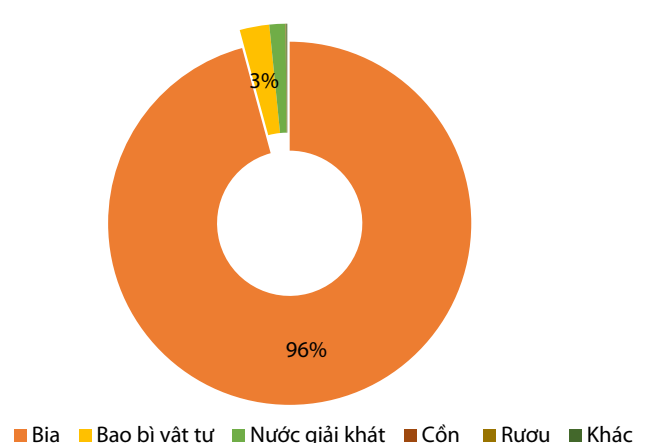
Sau chặng đường dài mở rộng và phát triển, SABECO đã xây dựng cho mình mạng lưới các nhà máy bia và hệ thống kênh phân phối trải dài khắp ba miền đất nước. “Thương hiệu Bia Sài Gòn” trên nền tảng vững chắc đó trở nên thân thuộc với người tiêu dùng và là “Thương hiệu Quốc gia Việt Nam” trong giai đoạn 2008-2015. Bia là mảng hoạt động kinh doanh chính, đóng góp 86% doanh thu thuần và 96% lợi nhuận gộp của Tổng công ty. Ngoài mảng kinh doanh chính này, SABECO còn tham gia vào sản xuất và kinh doanh nước giải khát, rượu, cồn, bao bì vật tư và cho thuê BĐS.

Hình 2: Doanh thu theo mảng (9T2016)



Nguồn: BCB, RongViet Research

Hình 3: Lợi nhuận gộp theo mảng (9T2016)



Nguồn: BCB, RongViet Research

Bảng 1: Hệ thống các sản phẩm của SABECO (bao gồm của công ty con và công ty liên doanh liên kết)

Số	Sản phẩm	Các sản phẩm nổi tiếng
1	Bia	Bia Lager (450ml), Saigon Export (355 ml), Saigon Special (330 ml), bia lon 333 (330 ml)
2	Rượu	Vina Vodka, Napoleon X.O, Đế Bình Tây, Nàng Hương
3	Nước giải khát	Nước khoáng DaKai, Xá xị Chương Dương
4	Cơ khí	Thiết bị áp lực, thiết bị công nghiệp, thiết bị sản xuất bia, kết cấu thép và xây dựng
5	Bao bì	Cung cấp chai thủy tinh, bao bì, nút khoén, kho bãi
6	Vận tải	Giao nhận và phân phối đến các Đại lý, Nhà phân phối bia Sài Gòn
7	Bất động sản	Cao ốc, Cho thuê văn phòng, Cửa hàng bán lẻ

Nguồn: SABECO, RongViet Research

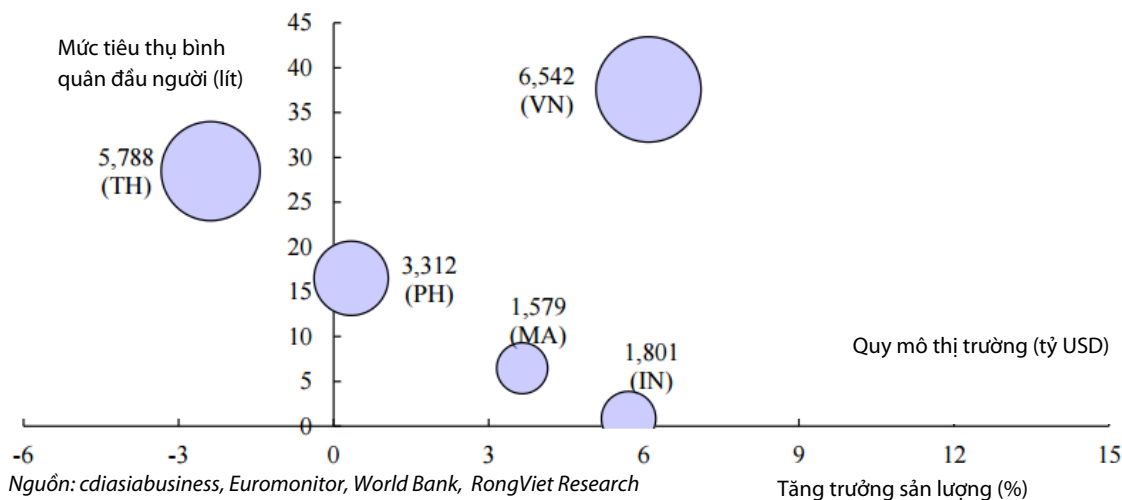
Hôm nay, SABECO sẽ chính thức niêm yết 641,281 triệu cổ phiếu lên Sàn chứng khoán Hồ Chí Minh với mã chứng khoán **SAB**. Hiện tại, Bộ Công Thương và Heineken là hai cổ đông lớn nhất tại SABECO và nắm giữ lần lượt 89,59% và 5% cổ phần, tương đương với 606,59 triệu cổ phiếu. Tỷ lệ free-float ước tính của công ty là 5,41%, tương đương với 34,69 triệu cổ phiếu.

Theo kế hoạch, sau khi niêm yết, Nhà nước dự kiến sẽ thoái 53,59% vốn điều lệ của SABECO trong năm 2016, phần 36% còn lại sẽ tiến hành trong năm 2017. Tỷ lệ sở hữu tối đa của Nhà đầu tư nước ngoài tại công ty là 49%. Sau khi niêm yết, công ty có kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu của NĐTNN lên 100% trong ĐHCĐ sắp tới. Tỷ lệ free-float thấp, câu chuyện thoái vốn và nới room sẽ là điểm nhấn giúp giao dịch cổ phiếu SABECO sôi động về giá trong những phiên đầu mới niêm yết. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng chưa có kế hoạch tăng vốn điều lệ trong giai đoạn 2016-2020.

Dân số trẻ và sức tiêu thụ đầu người cao là điểm nhấn đối với thị trường bia Việt Nam

Việt Nam là thị trường có mức tăng trưởng cao trên thế giới cả về nhu cầu tiêu thụ và sản xuất bia trong giai đoạn 2008-2015. Tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đối với sản lượng sản xuất và tiêu thụ đạt lần lượt 14%/năm và 12%/năm, vượt trội so với nhiều nước có mức tiêu thụ bia đầu người cao thế giới như Cộng Hòa Séc, Đức và Mỹ (ổn định hoặc giảm nhẹ). Xét riêng trong khu vực Đông Nam Á, thị trường Việt Nam hội đủ cả ba yếu tố: *Tăng trưởng nhanh nhất, Mức tiêu thụ bình quân đầu người cao nhất và Quy mô thị trường lớn nhất.*

Hình 4: Toàn cảnh thị trường bia các nước Đông Nam Á (2015)

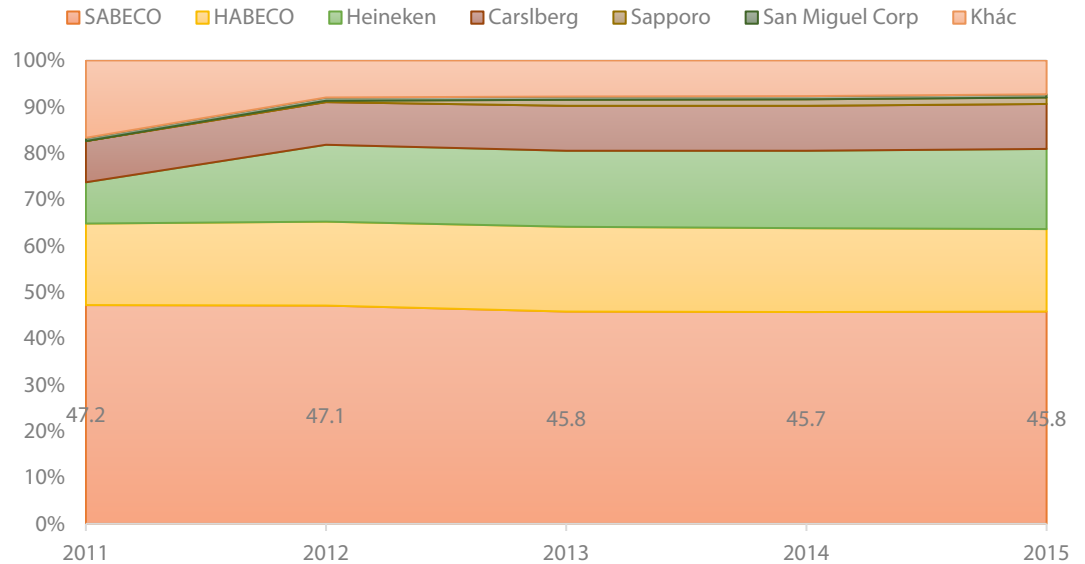


Thị trường Việt Nam tiêu thụ 3,6 tỷ lít bia trong năm 2015, tăng 6,4% so với cùng kỳ (Euromonitor). Trong đó, thị phần (tính theo sản lượng) tập trung vào bốn công ty đầu ngành, gồm SABECO (45,8%), HABECO (17,8%), Heineken (17,3%) và Carlsberg (9,7%). Trong 4 năm gần đây, thị phần của các công ty đầu ngành bia ghi nhận nhiều thay đổi. Trong khi SABECO và Carlsberg duy trì ổn định thị phần, “miếng bánh” dành

cho HABECO đang ngày một thu hẹp dần, giảm từ 18,1% xuống còn 17,8%. Ngược lại, Heineken đã tăng thêm được 0,7% thị phần trong giai đoạn này.

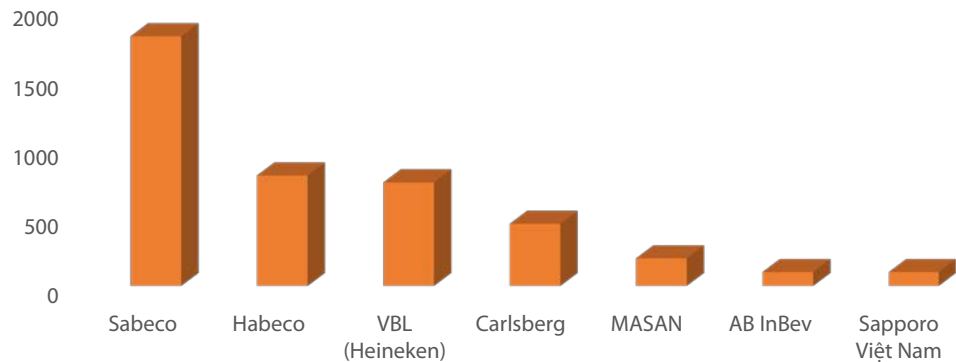
Tính trong 10 tháng đầu năm, tăng trưởng sản lượng sản xuất toàn ngành bia Việt Nam tiếp tục duy trì phong độ, tăng 10,5% so với cùng kỳ. Tuy vậy, sản lượng sản xuất của hai công ty đầu ngành là SABECO và HABECO ghi nhận mức tăng chậm, tương ứng đạt 7,6% và 1,6% so với cùng kỳ.

Hình 5: Thống kê thị phần các công ty bia tại Việt Nam (Đơn vị tính: %) (theo sản lượng)



Nguồn: Euromonitor, RongViet Research

Hình 6: Công suất thiết kế (ước tính) của các hãng bia lớn tại Việt Nam (Đơn vị tính: triệu lít/năm)



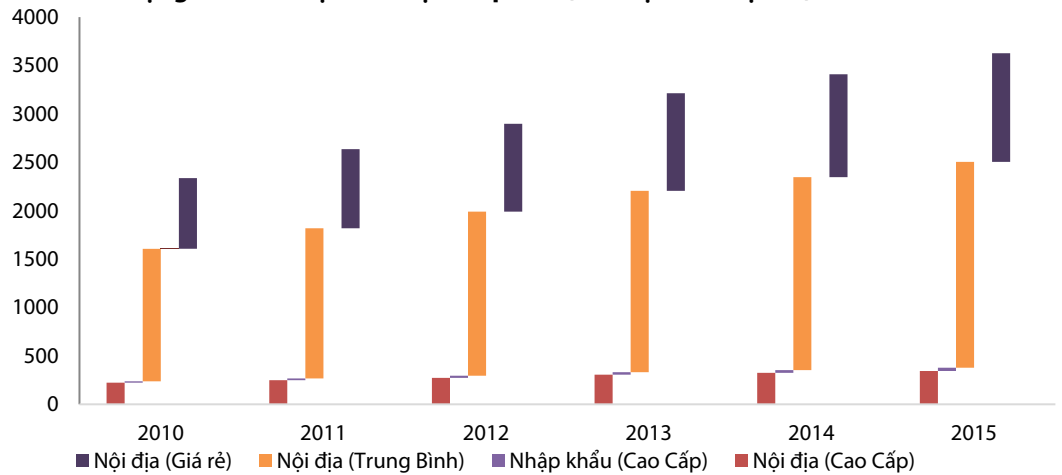
Nguồn: RongViet Research ước tính và tổng hợp

Hoạt động tiêu dùng tại Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng bình quân 6-9%/năm nhờ cấu trúc dân số vàng, với 60% dân số tập trung dưới độ tuổi 30. Thêm vào đó, thu nhập bình quân đầu người tăng trưởng ổn định, khoảng 9%/năm trong giai đoạn 2011-2016 kéo theo sự mở rộng của tầng lớp trung lưu tại Việt (bình quân 2 triệu người/năm), và có thể tăng gấp đôi trong giai đoạn 2014-2020 (theo Boston).

Tại Việt Nam, kênh bán hàng On-trade (Nhà Hàng) chiếm 73% doanh số bán bia, cao hơn 30% so với tỷ lệ bình quân các nước trong khu vực (Phụ lục: Chuỗi cung ứng ngành Bia và các kênh phân phối). Điều này tạo điều kiện cho xu hướng tiêu dùng dịch chuyển sang phân khúc cao cấp, đắt tiền hơn trên nền tảng cấu trúc dân số vàng và tốc độ mở rộng nhanh của tầng lớp trung lưu. Hiện tại, mảng bia cao cấp, đặc biệt là bia nhập khẩu, chiếm chưa đến 1% tiêu thụ bia nhưng vẫn có mức tăng trưởng tích cực trong nhiều năm

qua, với mức tăng trưởng kép CAGR ~19% trong 5 năm gần đây. Trong khi đó, tăng trưởng toàn ngành và phân khúc trung bình chỉ duy trì ổn định ở mức 9,2%/năm.

Hình 7: Sản lượng bia tiêu thụ theo loại sản phẩm (Đơn vị tính: triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, RongViet Research

Theo Quy hoạch phát triển ngành Bia, Rượu và Nước giải khát Việt Nam từ nay đến năm 2020, cả nước ước tính sẽ sản xuất được 4,18 tỷ lít bia, tăng 23,9% so với sản lượng sản xuất năm 2015. Mức tăng trưởng bình quân hàng năm ước tính đạt 4,4%/năm đến 2020. Trong khi đó, theo Euromonitor, **phân khúc bia cao cấp nhập khẩu và bia phân khúc trung bình sẽ có nhiều dư địa tăng trưởng**, mức tăng ước tính của hai dòng sản phẩm này lần lượt 7,2%/năm và 7,1%/năm, vượt trội so với tăng trưởng bình quân của ngành là 6%/năm.

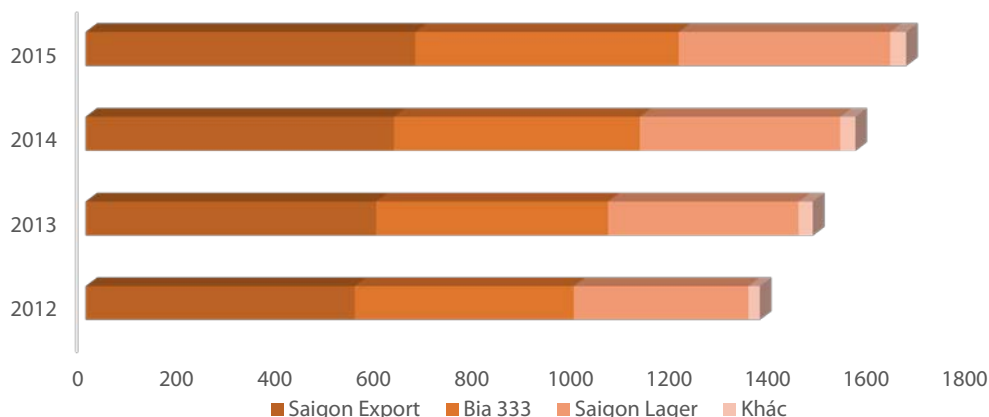
Quy mô thị trường lớn, tỷ lệ tiêu thụ bia đầu người cao kết hợp với cơ cấu dân số trẻ giúp thị trường bia Việt Nam hấp dẫn hơn trong con mắt các hãng bia nước ngoài. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người ổn định tạo ra xu hướng đang dịch chuyển ngành bia sang gia tăng giá trị thay vì sản lượng như trước kia. Trong bối cảnh đó, những doanh nghiệp lớn như SABECO cần tính toán bước đi thích hợp để bước nhanh hơn so với ngành thay vì chỉ đi song song hoặc chậm hơn như hiện nay.

SABECO – Vị thế của “Gã khổng lồ” trong ngành Bia Việt Nam

Thâm nhập phân khúc cao cấp, giữ ổn định thị phần tại phân khúc cấp trung

Trong bốn năm gần đây, sản lượng bia tiêu thụ hàng năm của SABECO tăng 6,8%/năm, chậm hơn mức tăng trưởng của ngành 7,8%/năm (Euromonitor). Dù thị phần vẫn giữ ở mức cao (45,8% trong năm 2015) và vượt xa các đối thủ còn lại là HABECO (17,8%) và Heineken (17,3%), những bước đi chậm lại dường như là một chỉ báo không lạc quan đối với tình hình hoạt động của SABECO. Trong 10 tháng đầu năm, “Gã khổng lồ” của ngành Bia Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng 7,6% so với cùng kỳ, thấp hơn so với mức tăng 10,5% bình quân của ngành. Đối với các doanh nghiệp có quy mô hoạt động lớn, tăng trưởng chậm hàm ý về sự suy giảm thị phần, đặc biệt là trong ngành cạnh tranh gay gắt như ngành Bia hiện nay.

Hình 8: Cơ cấu sản lượng theo sản phẩm (Đơn vị tính: triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, RongViet Research

Nhãn hiệu Bia 333, Bia Sài Gòn Lager (Sài Gòn Xanh), Sài Gòn Export (Sài Gòn đỏ) và Sài Gòn Special là các dòng sản phẩm chính của SABECO, trong đó ba nhãn hiệu chủ lực đầu tiên đánh vào phân khúc trung bình – thấp, chiếm 44,9% nhu cầu tiêu thụ cả nước và giữ ổn định thị phần trong các năm qua. Ngoài phân khúc truyền thống, SABECO cũng đã từng bước thâm nhập vào phân khúc cao cấp thông qua hai sản phẩm là Saigon Special (ra mắt từ năm 1999 và thay đổi nhận diện bao bì mới vào năm 2016) và Saigon Gold (ra mắt năm 2014). Tuy chưa đóng góp tỷ trọng lớn vào hoạt động kinh doanh chung của SABECO, đây là tiền đề để công ty chuẩn bị các bước đi táo bạo hơn khi phân khúc cao cấp vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển – nhất là khi xu hướng tiêu dùng đang dịch chuyển dần qua phân khúc này.

Bảng 2: Các dòng sản phẩm của SABECO

Phân khúc	SABECO	HABECO	VBL	Carlsberg
Cao cấp	Saigon Special, Saigon Gold	Bia Trúc Bạch	Heineken, Tiger	Carlsberg
Trung bình	Saigon Lager	Bia Hà Nội	Laure, BGI	Halida và Huda
Bình dân	Saigon Export, Bia 333			

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hệ thống nhà máy trải khắp cả nước và khả năng nâng công suất dễ dàng là điểm mạnh của doanh nghiệp

SABECO là doanh nghiệp bia sở hữu quy mô hoạt động lớn nhất cả nước với 23 công ty con và 31 công ty liên doanh liên kết với tổng vốn góp hơn 3.900 tỷ đồng. Hệ thống các nhà máy bia của SABECO vận hành với công suất bình quân khá cao 82-83%, với tổng công suất thiết kế đạt hơn 1.800 triệu lít/năm – lớn nhất tại Việt Nam. Đây trở thành lợi thế lớn của doanh nghiệp nếu so với công suất hiện tại của các đối thủ còn lại trong ngành như Tổng công ty cổ phần Bia – Rượu – Nước Giải Khát Hà Nội HABECO (800 triệu lít/năm), Công ty TNHH Nhà máy Bia Việt Nam VBL (750 triệu lít/năm), MASAN (200 triệu lít/năm), Sapporo Việt Nam (100 triệu lít/năm), và AB InBev (100 triệu lít/năm).

Bảng 3: Công suất thiết kế của các nhà máy bia thuộc SABECO (đơn vị: triệu lít/năm)

Số	Hệ thống nhà máy	2015	2016	2017	Khả năng mở rộng tối đa
1	Sài Gòn - Nguyễn Chí Thanh	162	162	162	162
2	Sài Gòn-Củ Chi	264	264	264	300
3	Sài Gòn-Bình Dương	110	122	122	122
4	Sài Gòn-Hoàng Huỳnh	80	98	98	98
5	Sài Gòn-Ninh Thuận	50	100	100	100
6	Sài Gòn-Bạc Liêu	50	50	50	50
7	Sài Gòn-Tây Đô	40	40	40	70
8	Sài Gòn-Vĩnh Long	50	50	100	100
9	Sài Gòn-Kiên Giang	50	50	50	100
10	Sài Gòn-Sóc Trăng II	50	58	60	60
11	Sài Gòn-Cần Thơ	50	58	60	60
12	Sài Gòn-Khánh Hòa*	0	50	50	50
13	Sài Gòn-Quảng Ngãi	100	100	100	200
14	Sài Gòn-Dak lak	70	70	70	70
15	Sài Gòn-Phú Yên	23	23	23	23
16	Sài Gòn-Quy Nhơn	50	50	50	50
17	Sài Gòn-Phú Thọ	50	50	50	100
18	Sài Gòn-Nghệ Tĩnh	50	50	50	50
19	Sài Gòn-Hà Tĩnh (THHH)	70	70	70	70
20	Sài Gòn-Hà Nội	95	95	95	95
21	Sài Gòn-Phủ Lý	50	50	50	100
22	Sài Gòn-Sông Lam	100	100	100	100
23	Sài Gòn - Đồng Xuân	40	40	40	40
24	Hương Sen	N/a	N/a	N/a	N/a
	Tổng công suất thiết kế	1.654	1.800	1.854	2.170

Nguồn: RongViet Research ước tính và tổng hợp, *Đưa vào hoạt động tháng 03/2016.

Trong hệ thống các nhà máy của công ty, miền Nam tập trung 10 nhà máy bia lớn nhất, chiếm 53% tổng sản lượng thiết kế (*công suất bình quân mỗi nhà máy ~100 triệu lít/năm*), phần còn lại thuộc về miền Trung (34%) và miền Bắc (13%). Theo thống kê của RongViet Research, năng lực sản xuất của SABECO có thể tăng thêm 54 triệu lít trong năm tới sau khi nhà máy Bia Sài Gòn – Kiên Giang hoàn tất Dự án nâng công suất nhà máy giai đoạn II vào Q1/2017. Ngoài ra, năng lực sản xuất của SABECO có thể tăng lên tối đa 2,2 tỷ lít bia/năm trong trường hợp các nhà máy bia địa phương được mở rộng (*Bảng 3: Công suất thiết kế của các nhà máy bia thuộc SABECO*). Do vậy, chúng tôi phỏng đoán SABECO sẽ cân nhắc mở rộng các nhà máy hiện tại với chi phí thấp hơn (vốn đầu tư ~300-400 tỷ/50 triệu lít/năm) thay vì đầu tư mới (vốn đầu tư 500-700 tỷ đồng/50 triệu lít/năm) trong kịch bản doanh nghiệp phải bắt nhịp với đà tăng của nhu cầu trong tương lai. Đây được xem là một “khiên phòng vệ” vững chắc của SABECO trước cuộc đổ bộ của các doanh nghiệp bia nước ngoài.

Triển vọng tăng trưởng của SABECO – “Gã khổng lồ” đi chậm

Giá nguyên liệu đầu vào tăng – Áp lực lên KQKD các doanh nghiệp ngành bia

Đại Mạch (Malt), Hoa bia (Houblon), gạo và nước là các yếu tố đầu vào chính của chuỗi giá trị ngành bia. Trong cơ cấu giá vốn của SABECO, nguyên vật liệu chiếm khoảng 80% giá thành sản xuất, trong đó Đại Mạch và Hoa bia phải phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu, do đó, KQKD của công ty chịu ảnh hưởng lớn bởi biến động giá hàng hóa thế giới.

Hình 9: Các nguyên liệu đầu vào của quy trình sản xuất bia

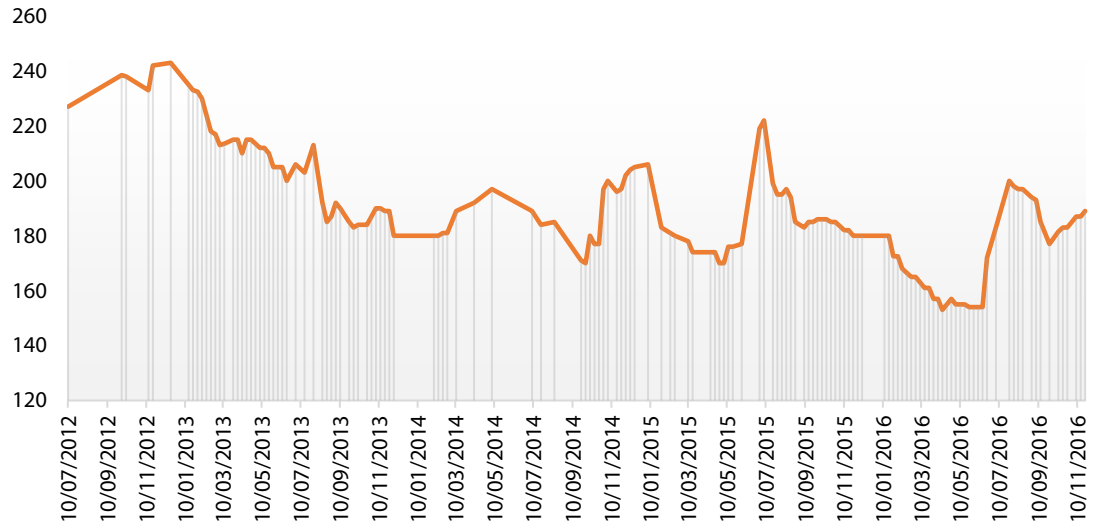


Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Theo Bloomberg, giá Đại Mạch bắt đầu vào xu hướng tăng giá mạnh từ tháng 04/2016 - mức đáy trong vòng 6 năm trở lại đây - hiện đã đạt 189 EUR/tấn, tăng 23%. Tính bình quân 11 tháng đầu năm, giá Đại Mạch giảm 7% so với bình quân cả năm 2015. Theo World Bank, giá Đại Mạch dự kiến tăng nhẹ 2-3% trong giai đoạn 2017-2020 - mức biến động không nhiều nhưng sẽ tác động trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp các năm tới của các doanh nghiệp trong ngành bia, trong đó có SABECO. Ngoài Đại Mạch, Hoa Bia (Houblon) là nhân tố tiếp theo ghi nhận mức biến động giá trong thời gian qua. Theo Tổ chức Barthhaas, sản lượng hoa bia sụt giảm mạnh, ~16% trong niên vụ 2014-2015 do tình hình thời tiết khắc nghiệt và khô hạn làm giảm năng suất hoa bia toàn cầu xuống mức thấp nhất trong 25 năm qua. Giá hoa bia hợp đồng kỳ hạn dự kiến tiếp tục tăng trong năm tới khi lượng hàng tồn kho hoa bia giảm về mức thấp nhất trong năm 2017.



Hình 10: Diễn biến giá Đại Mạch (Đơn vị tính: EUR/tấn)



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Thuế tiêu thụ đặc biệt bia – Sẽ không còn là rủi ro lớn sau năm 2016

Thay đổi chính sách thuế Tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) là một rủi ro trung và dài hạn đối với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành Bia, trong đó có SABECO. Theo Luật thuế Tiêu thụ đặc biệt số 27/2008/QH12, thuế suất thuế TTĐB đối với sản phẩm bia áp dụng ở mức 45% trong giai đoạn 2010-2012, 50% trong năm 2013, từ năm 2016 tăng lên mức 55%, và trong hai năm tiếp theo 2017-2018, mức thuế được áp dụng sẽ tăng lên 60% và 65%. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng đây không phải là một rủi ro trọng yếu đối với SABECO khi khả năng chuyển phần tăng thuế này sang người tiêu dùng đối với các doanh nghiệp ngành Bia tương đối lớn.

Một rủi ro ngắn hạn khác là khoản trích lập thuế tiêu thụ đặc biệt trong giai đoạn 2007-2009 mà doanh nghiệp có thể sẽ ghi nhận trong Q4/2016. Do chênh lệch cách tính thuế TTĐB (sử dụng giá bán tính thuế TTĐB dựa trên giá bán của công ty thương mại khu vực của SABECO thay vì giá bán của SABECO cho các công ty thương mại như thời gian trước), Tổng công ty đã trích lập 3.130 tỷ đồng dự phòng thuế TTĐB cho giai đoạn 2010-2015, trong đó, 1.431 tỷ đồng cho giai đoạn 2010-2012 (đã trích dự phòng trong BCTC Q3/2016) và 1.699 tỷ đồng cho giai đoạn 2013-2015 (đã trích dự phòng trong BCTC các năm 2014-2015). Phần dự phòng thuế TTĐB cho giai đoạn 2007-2009 sẽ được SABECO xử lý dứt điểm trong năm nay (*Bản cáo bạch năm 2016*).

Dựa trên kịch bản thận trọng, chúng tôi ước tính doanh nghiệp sẽ trích lập thêm khoản dự phòng (ước tính từ 600-700 tỷ đồng) trong Q4/2016, nâng số dự phòng thuế TTĐB cả năm nay khoảng 2.031-2.131 tỷ đồng. Yếu tố này có thể làm giảm Khoản mục Lợi nhuận sau thuế giữ lại, qua đó tác động đến **khả năng tăng chi trả cổ tức** của SABECO (*kế hoạch chi trả cổ tức năm 2016 là 30%*). Tuy nhiên, từ năm 2016 trở đi, các vấn đề rủi ro liên quan đến trích lập dự phòng thuế TTĐB sẽ được loại trừ.

Dự phóng KQKD năm 2016 và năm 2017

Doanh thu và LNST của SABECO trong năm 2016 ước tính tăng trưởng 11% và 34% so với cùng kỳ với giả định sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 6%. Đối với năm tài chính 2017, chúng tôi cho rằng sản lượng bia tiêu thụ sẽ giữ đà tăng trưởng như năm 2016, tuy vậy, xu hướng tăng giá gần đây của các nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu như đại mạch và hoa bia sẽ tác động lên biên lợi nhuận gộp chung của doanh nghiệp. Bên cạnh mảng bia, các mảng kinh doanh còn lại của doanh nghiệp dự phóng duy trì ổn định hoặc tăng trưởng nhẹ. Theo ước tính của RongViet Research, doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho năm 2017 của SABECO ước tính đạt lần lượt là 32.689 tỷ đồng (+9% YoY) và 4.795 tỷ đồng (+5% YoY). EPS năm 2017 đạt

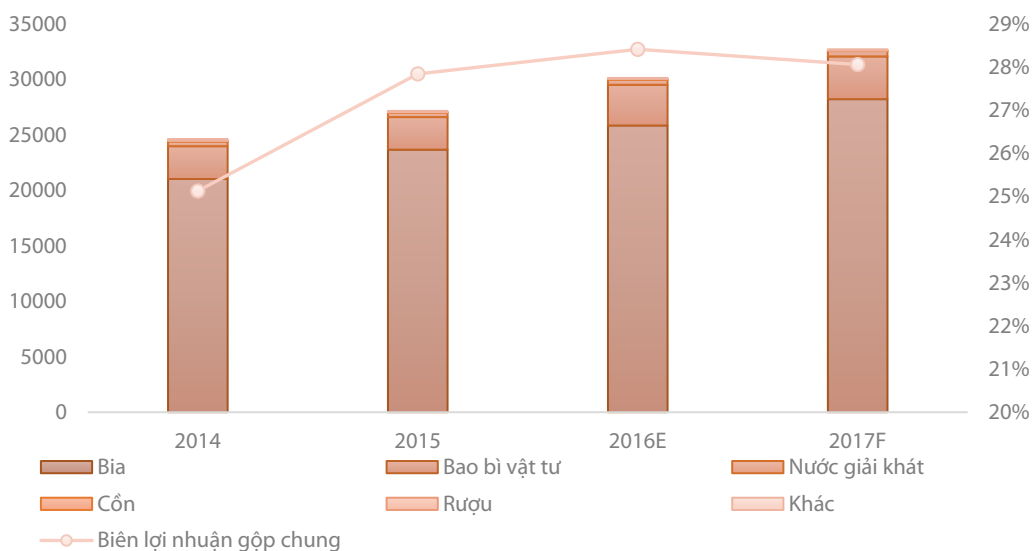
7.028 đồng/cổ phiếu. Dựa trên mức giá đóng cửa phiên hôm nay, P/E forward đối với cổ phiếu SABECO là 18,8x, thấp hơn mức bình quân ngành hiện tại ~23x.

Bảng 4: Sản lượng bia tiêu thụ ước tính của SABECO (Đơn vị tính: lít)

Năm	2013	2014	2015	2016E	2017F
Sản lượng bia tiêu thụ	1.310.000	1.356.111	1.466.347	1.554.328	1.647.587

Nguồn: SABECO, RongViet Research ước tính

Hình 11: Tăng trưởng doanh thu các mảng (Đơn vị tính: Tỷ đồng)



Nguồn: SABECO, RongViet Research

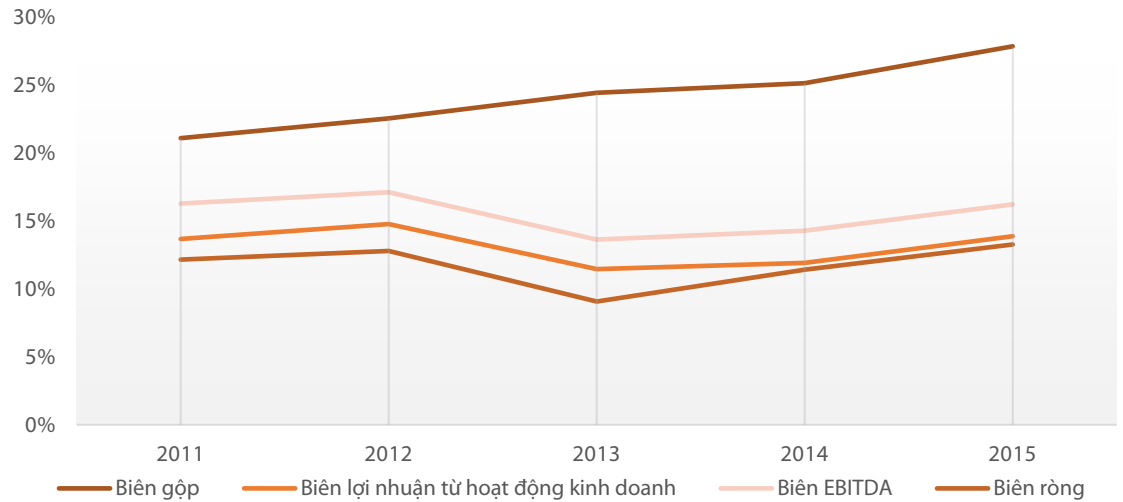
Bảng 5: Biên lợi nhuận gộp các mảng của SABECO

Năm	2014	2015	2016E	2017F
Biên lợi nhuận gộp chung	25,1%	27,8%	28,4%	28,1%
Bia	28,1%	31,1%	31,8%	31,3%
Bao bì vật tư	5,5%	2,3%	5,0%	5,0%
Nước giải khát	28,2%	29,9%	31,0%	31,3%
Cồn	-3,3%	1,4%	5,0%	5,0%
Rượu	8,0%	10,8%	15,0%	15,0%
Khác	0,1%	15,8%	7,0%	7,0%

Nguồn: SABECO, RongViet Research ước tính

SABECO – Những kỳ vọng cho tương lai

Hình 12: Các chỉ số tài chính của SABECO



Nguồn: SABECO, RongViet Research

Xét về hiệu quả hoạt động, chúng tôi nhận thấy có sự cải thiện ở nhiều mặt trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp từ năm 2013 trở lại đây. Biên lợi nhuận gộp tăng đều từ mức 21,1% năm 2011 lên 27,8% năm 2015. Bên cạnh sự cải thiện dần của biên gộp, biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh và biên ròng bình quân 3 năm gần đây cũng xấp xỉ bình quân các công ty cùng ngành (Bảng 6).

Bảng 6: Đánh giá hiệu quả hoạt động của SABECO với một số công ty bia trong khu vực

Công ty	Quốc Gia	Vốn hóa (triệu USD)	Biên lợi nhuận gộp (TB 3 năm)	Biên hoạt động kinh doanh (TB 3 năm)	Biên EBITDA (TB 3 năm)	Biên ròng (TB 3 năm)	ROA	ROE
Carlsberg Brewery Malaysia B	Malaysia	955	36,5	16,4	18,1	12,6	36,7	54,7
Carlsberg As-B	Trung Quốc	5.722	33,7	6,2	9,7	7,2	5,9	14,2
Thai Beverage Pcl	Thái Lan	15.027	28,8	14,1	16,6	13,5	12,7	22,8
Asahi Group Holdings Ltd	Nhật Bản	15.135	40,1	7,1	11,1	4,6	5,0	11,9
Nigerian Breweries Plc	Nigeria	3.653	50,1	24,0	33,0	15,0	8,7	39,4
Sapporo Holdings Ltd	Nhật Bản	1.998	34,8	2,8	8,3	1,6	2,3	5,9
Multi Bintang Pt	Indonesia	1.828	60,7	38,5	45,8	25,5	36,3	186,2
Bình quân ngành		6.331	40,7	15,6	20,4	11,4	15,4	47,9
SABECO	Việt Nam	3.800	25,8	12,4	14,7	11,2	16,6	26

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Tỷ suất sinh lời trên VCSH của SABECO là 26%, chỉ thấp hơn một vài công ty trong ngành như Carlsberg (Malaysia) và Multi Bintang (Indonesia), nguyên nhân chủ yếu là do vòng quay tài sản của SABECO thấp hơn. Chúng tôi kỳ vọng sự tham gia của cổ đông chiến lược sau khi Nhà nước thoái vốn có thể giúp hiệu quả hoạt động của SABECO cải thiện theo các hướng như:

- Sử dụng lượng tiền mặt hiện có hiệu quả hơn:** Tiền và tương đương tiền của SABECO chiếm 37% tổng tài sản, trong khi đó tỷ lệ này ở Carlsberg (Malaysia) chỉ 6,2% (BCTC năm 2015). Việc tăng chi trả cổ tức là một giải pháp có thể cân nhắc để làm tăng tỷ số vòng quay tài sản của doanh nghiệp.
- Thoái vốn các công ty ngoài ngành, tập trung nguồn lực để mở rộng thị phần.** Tổng giá trị các khoản đầu tư ngoài ngành của SABECO là 575 tỷ đồng (bao gồm cả khoản đầu tư vào công ty TNHH

Trung Tâm Mê Linh). Đây là những doanh nghiệp không trực tiếp phục vụ cho chuỗi cung ứng và không tạo ra nhiều giá trị gia tăng cho doanh nghiệp trong nhiều năm qua.

- (3) **Đa dạng hóa danh mục sản phẩm dựa trên kinh nghiệm của đối tác chiến lược nước ngoài:** Nhìn vào trường hợp Carlsberg (Malaysia), chúng tôi nhận thấy hiệu quả hoạt động cao của doanh nghiệp đến từ danh mục sản phẩm đa dạng, nhiều phân khúc, đáp ứng khá đầy đủ thị hiếu khách hàng. Trong đó, thành công trong phân khúc sản phẩm cấp cao là yếu tố giúp biên gộp của Carlsberg nhỉnh hơn so với các công ty cùng ngành.

Bảng 7: Phân tích Dupont 5-bước của SABECO và một số công ty bia cùng ngành

	SABECO	HABECO	CARLSBERG BREWERY	HEINEKEN MALAYSIA	MULTI BINTANG
<i>Quốc gia</i>	<i>Việt Nam</i>	<i>Việt Nam</i>	<i>Malaysia</i>	<i>Malaysia</i>	<i>Indonesia</i>
Vốn hóa (tỷ đồng)	84.649	25.452	21.633	24.858	41.401
Phân tích Dupont					
Hệ số gánh nặng thuế (LNST/LNTT)	81%	78,84%	76,12%	75,48%	73,52%
Hệ số gánh nặng lãi vay (LNTT/EBIT)	98%	94%	97,65%	99,73%	93,89%
Tỷ suất lợi nhuận trên DT (EBIT/Doanh thu)	17%	13%	17,50%	19,10%	26,69%
Vòng quay tài sản (Doanh thu/Tổng tài sản)	1,26	0,97	2,51	2,71	1,24
Số nhân vốn chủ (Tổng tài sản/VCSH)	1,53	1,63	2,04	1,92	3,28
Tỷ suất lợi nhuận trên VCSH (ROE)	26%	15,6%	67%	74,8%	75,3%

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Quan điểm và định giá

Là doanh nghiệp đầu ngành trong ngành bia Việt Nam, SABECO sở hữu nhiều lợi thế vượt trội so với các doanh nghiệp còn lại về (1) Thương hiệu nổi tiếng, (2) Hệ thống kênh sản xuất và phân phối rộng khắp cả nước. Tuy vậy, việc mang trong mình sứ mạng là “Gã khổng lồ” khiến doanh nghiệp có phần tăng trưởng chậm so với các đối thủ nước ngoài, đặc biệt là Heineken, trong việc giành và mở rộng thị phần ở phân khúc trung-cao cấp. Nhìn ở khía cạnh khác, trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp đã bắt đầu thâm nhập vào phân khúc bia cao cấp, việc SABECO vẫn giữ ổn định thị phần ở mức cao trong ba năm qua có thể coi là một thành tích. Do đó, chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng vẫn còn nhờ lấy thị phần ở phân khúc thấp-trung bình trong khi vẫn nghiên cứu để xâm nhập vào phân khúc cấp cao.

Việc phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu (đại mạch và hoa bia) khiến doanh nghiệp ít tự chủ được trước biến động của giá hàng hóa nông nghiệp toàn cầu, nhất là khi hai nguyên liệu này đang bắt đầu vào xu hướng tăng giá. Ngoài ra, thay đổi chính sách thuế TTĐB là một rủi ro khác sẽ ảnh hưởng đến triển vọng bán hàng của công ty. Trong trường hợp SABECO thực hiện trích lập dự phòng đầy đủ khoản truy thu thuế TTĐB trong quá khứ vào cuối năm 2016, chúng tôi cho rằng rủi ro này sẽ không còn trọng yếu đối với triển vọng kinh doanh. Trong khi đó, lộ trình tăng thuế TTĐB từ nay đến năm 2018, kỳ vọng sẽ không tác động lớn đến KQKD – do doanh nghiệp có khả năng chuyển phần tăng thuế sang khách hàng.

Dựa trên giả định sản lượng bia tiêu thụ năm 2017 của SABECO tăng trưởng 6%, chúng tôi ước tính Doanh thu và LNST của SABECO đạt lần lượt 32.689 tỷ đồng (+8,6% YoY) và 4.795 tỷ đồng (+5% YoY). EPS năm 2017 ước đạt 7.028 đồng. Sử dụng kết hợp hai phương pháp EV/EBITDA và P/E, mức giá hợp lý đối với cổ phiếu này là **143.000 đồng/cp**, cao hơn 8,3% so với mức giá đóng cửa ngày hôm nay.

Bảng 8: Các chỉ tiêu dự phóng

Chỉ tiêu	Dự phóng	
	FY2016E	FY2017F
Tăng trưởng doanh thu	11%	9%
Tăng trưởng sản lượng	10%	
Biên LN gộp	28%	28%
EBIT/Doanh thu	17%	17%

Nguồn: RongViet Research

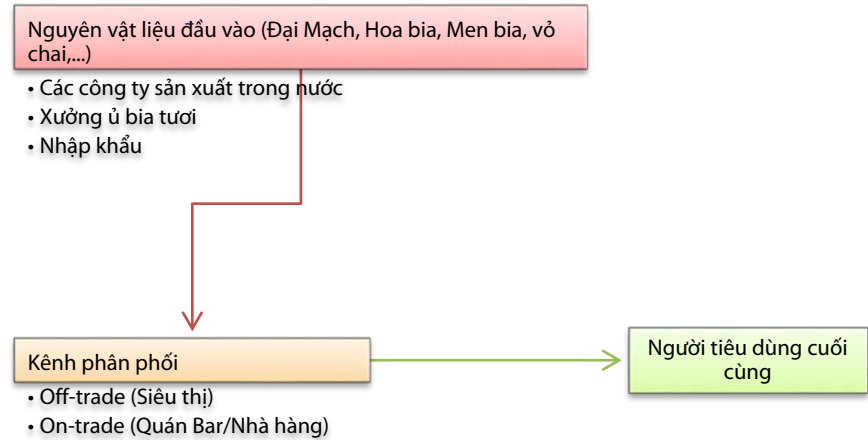
Bảng 9: Tỷ số P/E và EV/EBITDA tham khảo của một số công ty bia trên thế giới

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA	P/E
CARLSBERG BREWERY MALAYSIA	MALAYSIA	955	13	18
CARLSBERG AS-B	CHINA	5.722	12	23
THAI BEVERAGE PCL	THAILAND	15.027	17	23
ASAHI GROUP HOLDINGS LTD	JAPAN	15.135	10	38
NIGERIAN BREWERIES PLC	NIGERIA	3.653	15	36
SAPPORO HOLDINGS LTD	JAPAN	1.998	9	24
Bình quân		7.082	13	29

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

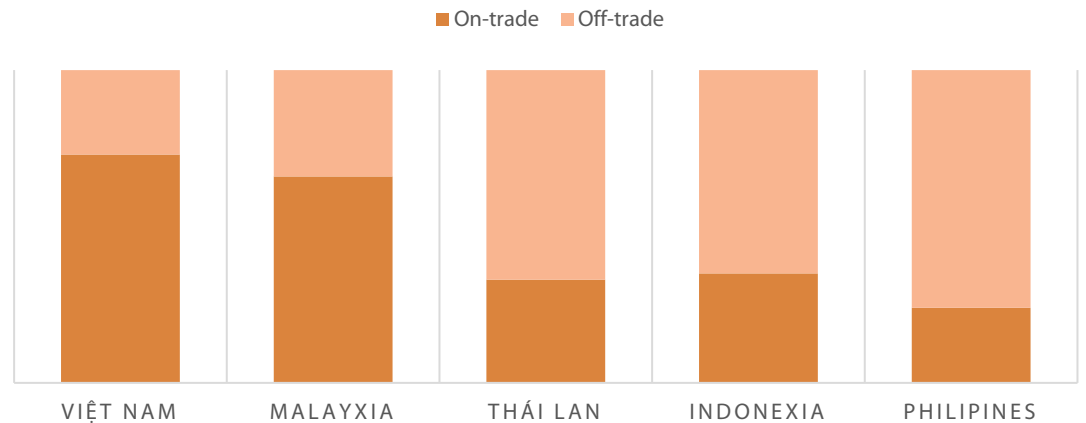
Phụ lục: Chuỗi cung ứng ngành Bia và các kênh phân phối

Hình 12: Chuỗi giá trị ngành bia



Nguồn: *cdiasiabusiness, RongViet Research*

Hình 13: Sản lượng bán hàng theo kênh phân phối



Nguồn: *cdiasiabusiness, RongViet Research, on-trade: Kênh quán bar/nhà hàng, off-trade: Kênh siêu thị*

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu thuần	24.611	27.144	30.111	32.689
Giá vốn	18.426	19.587	21.556	23.516
Lãi gộp	6.184	7.558	8.556	9.173
Chi phí bán hàng	2.342	2.683	2.710	2.942
Chi phí quản lý	912	1.110	723	686
Thu nhập từ HĐTC	367	419	572	417
Chi phí tài chính	89	122	90	63
Lợi nhuận khác	44	37	40	40
Lợi nhuận trước thuế	3.595	4.470	6.018	6.350
Thuế TNDN	787	870	1.204	1.270
Lợi ích CĐTS	181	190	237	285
Lợi nhuận sau thuế	2.627	3.410	4.577	4.795
EBIT	2.930	3.764	5.123	5.544
EBITDA	3.513	4.400	6.010	6.450

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2014	2015	2016F	2017F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	2,5	10,3	10,9	8,6
EBITDA	7,4	25,2	36,6	7,3
EBIT	6,6	28,5	36,1	8,2
Lợi nhuận sau thuế	22,2	29,8	34,2	4,8
Tổng tài sản	11,7	-0,5	14,4	12,9
Vốn chủ sở hữu	21,6	7,1	-3,0	15,3
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	25,1	27,8	28,4	28,1
EBITDA/ Doanh thu	14,3	16,2	20,0	19,7
EBIT/ Doanh thu	11,9	13,9	17,0	17,0
LNST/ Doanh thu	10,7	12,6	15,2	14,7
ROA	12,1	15,8	18,5	17,2
ROE	21,5	26,1	36,1	32,8
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	23,9	25,0	46,1	46,1
Vòng quay hàng tồn kho	9,9	10,2	11,0	11,0
Vòng quay khoản phải trả	2,7	3,6	2,5	2,5
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,4	1,9	1,7	1,9
Nhanh	1,2	1,6	1,5	1,7
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng nợ/ Vốn CSH	11,1	12,7	9,2	8,1
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	3,6	8,0	4,7	4,4
Vay dài hạn/ Vốn CSH	7,5	4,7	4,5	3,7

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2014	2015	2016F	2017F
Tiền	1.817	7.936	11.956	15.086
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5.720	943	943	943
Các khoản phải thu	1.031	1.085	653	709
Tồn kho	1.869	1.925	1.961	2.140
Tài sản ngắn hạn khác	110	306	321	337
Tài sản cố định hữu hình	5.348	4.970	4.354	3.721
Tài sản cố định vô hình	2.118	1.011	968	796
Tài sản dài hạn khác	1.363	1.176	1.235	1.297
TỔNG TÀI SẢN	21.674	21.572	24.680	27.873
Tiền hàng phải trả và ứng trước	6.896	5.409	8.786	9.392
Vay và nợ ngắn hạn	437	1.052	593	644
Vay và nợ dài hạn	912	610	574	538
Quỹ khen thưởng phúc lợi	226	299	574	861
Quỹ đầu tư KHCN	58	55	55	55
Tổng nợ	8.691	7.507	10.669	11.580
Vốn đầu tư của CSH	6.413	6.413	6.413	6.413
Cổ phiếu quỹ	-33	-26	-26	-26
Lợi nhuận giữ lại	4.742	5.558	5.073	6.919
Lợi nhuận khác	16	24	24	24
Nguồn kinh phí và quỹ khác	1.066	1.100	1.192	1.287
Nguồn vốn chủ sở hữu	12.204	13.069	12.675	14.617
Lợi ích CĐTS	780	996	1.336	1.676
TỔNG NGUỒN VỐN	21.674	21.572	24.680	27.873
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014	2015	2016F	2017F
LNTT	3.595	4.470	6.018	6.350
Khấu hao	542	656	887	906
Các điều chỉnh	-261	-740	0	0
Thay đổi vốn lưu động	-1.027	-2.228	2.554	-915
Tiền thuần từ HĐKD	2.849	2.158	9.459	6.340
Thay đổi TSCĐ	-973	509	-159	-162
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-1.348	-498	68	558
Lãi cho vay, cổ tức, LN được	370	372	340	340
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-1.951	383	249	736
Nhận/trả lại vốn góp	0	7	0	0
Vay mới/trả nợ vay	-320	313	-418	91
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-609	-1.679	-5.270	-4.038
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-930	-1.359	-5.688	-3.947
Tiền thuần trong kỳ				
Tiền đầu năm	1.849	6.755	7.936	11.956
Tiền và tương đương tiền	-32	1.181	4.020	3.129
Tiền cuối kỳ	1.821	7.936	11.956	15.086

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

95-97-99 Võ Văn Tần – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này