Vietcap

Mở tài khoản

Update

Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (SAB) MUA +27,5%

Ngành	**Bia**
Ngày báo cáo	**13/11/2023**
Giá hiện tại	63.900VND
Giá mục tiêu	**78.000VND**
Giá mục tiêu gần nhất	90.000VND
TL tăng	+22,1%
Lợi suất cổ tức	**5,5%**
Tổng mức sinh lời	**+27,5%**

GT vốn hóa	83 nghìn tỷ đồng
Room KN	31,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	39,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	36,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1.282,6 tr
Pha loãng	1.282,6 tr

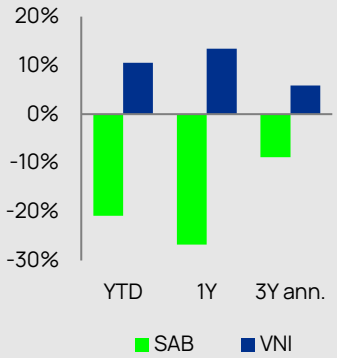
	SAB	Peers	VNI
P/E (trượt)*	19,5x	22,0x	14,7x
P/B (ht)	3,1x	8,9x	1,6x
ROE	17,0%	57,2%	11,8%
ROA	12,5%	21,0%	1,9%

* điều chỉnh cho phúc lợi & khen thưởng

Tổng quan Công ty

Sabeco là công ty bia lớn nhất Việt Nam. Công ty có 26 nhà máy bia trên cả nước, tổng công suất trên 2 tỷ lít/năm.

Diễn biến giá cổ phiếu



	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	34.979	30.299	32.006	34.088
% YoY	32,6%	-13,4%	5,6%	6,5%
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	5.224	4.216	4.281	4.665
% YoY	42,1%	-19,3%	1,6%	9,0%
EPS % YoY	50,4%	-19,3%	1,6%	9,0%
Biên LN gộp	30,8%	30,4%	30,5%	31,0%
Biên EBITDA	15,7%	13,1%	12,9%	13,4%
Biên LN từ HĐKD	17,4%	16,9%	19,8%	20,0%
Biên LN ròng	14,9%	13,9%	13,4%	13,7%
EV/EBITDA	9,7x	11,5x	9,3x	8,6x
P/E*	16,0x	19,8x	19,5x	17,9x
P/B	3,3x	3,2x	3,1x	3,1x
ROE	23,6%	17,9%	17,7%	19,1%
ROA	16,9%	12,9%	12,8%	13,5%

* điều chỉnh cho phúc lợi & khen thưởng

Lợi nhuận phục hồi nhẹ trong năm 2024

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 13% giá mục tiêu nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA cho Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB) do giá cổ phiếu của công ty đã giảm 21% trong 3 tháng qua.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi trong năm 2024 nhờ sản lượng tăng nhẹ và chi phí đầu vào giảm. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của SAB là hấp dẫn với P/E trượt là 19,5 lần, so với P/E trung bình 5 năm của SAB là 27,8 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng các năm 2023/2024 lần lượt là 24 lần/23 lần so với trung vị P/E trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 34 lần.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu là do (1) chúng tôi điều chỉnh giảm 14% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS trong năm 2024 và (2) chúng tôi điều chỉnh giảm 3% P/E mục tiêu dựa vào mức giảm của trung vị P/E trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành so với báo cáo trước đây của chúng tôi, được bù đắp một phần nhờ hiệu ứng tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá của chúng tôi sang cuối năm 2024. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 chủ yếu do chúng tôi giảm 10% dự báo doanh thu thuần trong năm 2024 do chúng tôi dự báo nhu cầu sẽ phục hồi chậm hơn. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận mảng bia sẽ tăng 40 điểm cơ bản nhờ chi phí đầu vào giảm sẽ một phần bù đắp cho chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) cao trong năm 2024.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS giai đoạn 2023-2025 là 5% do (1) lượng tiêu thụ bia phục hồi do nền kinh tế phục hồi và (2) khả năng sinh lời cải thiện trong dài hạn nhờ tối ưu chi phí.
- Rủi ro: Lượng tiêu thụ bia yếu hơn; mất thị phần; chi tiêu cao hơn cho marketing do cạnh tranh gay gắt; chi phí đầu vào biến động mạnh hơn.

Lượng tiêu thụ bia sẽ dần phục hồi từ năm 2024. Chúng tôi dự báo tốc độ phục hồi lượng tiêu thụ bia sẽ chậm hơn so với dự báo trước đây do (1) xuất khẩu cải thiện chậm hơn dự kiến, ảnh hưởng đến thu nhập và chi tiêu của người tiêu dùng, và (2) cạnh tranh gia tăng từ các thương hiệu toàn cầu. Hiện tại, chúng tôi dự báo sản lượng bia sẽ tăng 5% YoY trong khi chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ không tăng trong năm 2024, điều này dẫn đến doanh thu bia tăng tương đương so với cùng kỳ. Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi đưa đóng góp của Tập đoàn Bia Sài Gòn Bình Tây (Sabibeco) vào báo cáo tài chính hợp nhất. Trong cuộc họp báo cáo KQKD gần nhất với SAB vào tháng 11/2023, ban lãnh đạo cho biết quá trình này đang thực hiện đúng tiến độ và thương vụ sẽ kết thúc vào quý 1/2024. Chúng tôi dự báo sự hợp nhất này sẽ đóng góp nhỏ vào lợi nhuận.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện trong năm 2024 nhờ chi phí đầu vào giảm. Chúng tôi kỳ vọng hàng tồn kho có chi phí đầu vào cao hơn được phòng hộ rủi ro vào năm 2022 sẽ được sử dụng trong suốt năm 2023 và nửa đầu năm 2024, tùy thuộc vào mức tăng doanh số bán hàng. Do đó, chi phí đầu vào cho sản xuất bia sẽ giảm trong nửa cuối năm 2024. Chúng tôi nhận thấy giá thị trường của lúa mạch và nhôm trong 9 tháng đầu năm 2023 lần lượt giảm 28% YoY và 20% YoY. Trong thời

Vũ Hoàng Khánh
Chuyên viên

Hoàng Nam
Trưởng phòng cao cấp

gian tới, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng biên lợi nhuận gộp tiếp tục tăng chủ yếu nhờ tối ưu chi phí và cải thiện cơ cấu sản phẩm.

Tiếp tục đầu tư vào marketing trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt. Chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ duy trì chi tiêu cho quảng cáo và khuyến mại (A&P) trong năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi dự báo chi tiêu A&P/doanh thu mảng bia sẽ ở mức 10-11% trong giai đoạn 2023-2025. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc biên lợi nhuận gộp dần cải thiện sẽ một phần bù đắp chi phí A&P cao hơn, từ đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận ròng từ năm 2025.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	**34.979**	**30.299**	**32.006**	**34.088**
Giá vốn hàng bán	-24.208	-21.097	-22.250	-23.514
Lợi nhuận gộp	**10.771**	**9.202**	**9.756**	**10.573**
Chi phí bán hàng	-4.532	-4.438	-4.810	-5.150
Chi phí quản lí DN	-741	-796	-815	-850
LN thuần HĐKD	**5.498**	**3.968**	**4.132**	**4.573**
Thu nhập tài chính	1.091	1.351	1.290	1.337
Chi phí tài chính	-82	-89	-94	-87
Trong đó, chi phí lãi vay	-46	-74	-79	-72
Lợi nhuận từ công ty LDLK	323	279	265	282
Lỗ/lãi thuần khác	-16	-14	-14	-14
LNTT	**6.813**	**5.494**	**5.579**	**6.091**
Thuế TNDN	-1.314	-1.056	-1.076	-1.176
LNST trước CĐTS	**5.500**	**4.439**	**4.503**	**4.915**
Lợi ích CĐ thiểu số	-276	-223	-222	-250
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	**5.224**	**4.216**	**4.281**	**4.665**
EBITDA	6.090	5.121	6.327	6.814
EPS báo cáo, VND	3.991	3.221	3.271	3.564
DPS báo cáo, VND	2.500	3.500	3.500	3.500
DPS/EPS báo cáo (%)	63%	109%	107%	98%

TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	32,6%	-13,4%	5,6%	6,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	56,6%	-27,8%	4,1%	10,7%
Tăng trưởng LNTT	40,3%	-19,4%	1,5%	9,2%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	50,4%	-19,3%	1,6%	9,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	30,8%	30,4%	30,5%	31,0%
Biên LN từ HĐ %	15,7%	13,1%	12,9%	13,4%
Biên EBITDA	17,4%	16,9%	19,8%	20,0%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	14,9%	13,9%	13,4%	13,7%
ROE %	23,6%	17,9%	17,7%	19,1%
ROA %	16,9%	12,9%	12,8%	13,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	29,1x	35,5x	31,9x	31,5x
Số ngày phải thu	2,3x	3,8x	3,7x	3,8x
Số ngày phải trả	38,1x	44,7x	39,9x	40,5x
TG luân chuyển tiền	-6,7x	-5,4x	-4,3x	-5,2x
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,9x	3,3x	3,1x	3,1x
CS thanh toán nhanh	2,6x	3,0x	2,8x	2,8x
CS thanh toán tiền mặt	2,5x	3,0x	2,8x	2,7x
Nợ/Tài sản	3,0%	3,1%	3,4%	3,3%
Nợ/Vốn sử dụng	4,0%	4,0%	4,4%	4,4%
Nợ/Vốn CSH	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-0,9x
Khả năng thanh toán lãi vay	120,8x	53,8x	52,4x	63,2x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền và tương đương	4.069	4.120	4.453	4.804
Đầu tư TC ngắn hạn	19.411	19.650	20.234	21.063
Các khoản phải thu	338	293	348	357
Hàng tồn kho	2.194	1.912	1.983	2.080
TS ngắn hạn khác	848	734	786	832
Tổng TS ngắn hạn	**26.860**	**26.708**	**27.804**	**29.135**
TS dài hạn (gộp)	13.034	13.730	17.939	18.119
- Khấu hao lũy kế	-8.293	-8.901	-12.575	-13.475
TS dài hạn (ròng)	4.742	4.829	5.365	4.644
Đầu tư TC dài hạn	2.214	2.303	2.264	2.508
TS dài hạn khác	649	562	538	578
Tổng TS dài hạn	**7.605**	**7.695**	**8.167**	**7.730**
Tổng Tài sản	**34.465**	**34.403**	**35.970**	**36.865**
Phải trả ngắn hạn	2.766	2.328	2.555	2.681
Nợ ngắn hạn	659	700	790	780
Nợ ngắn hạn khác	5.789	5.014	5.621	5.945
Tổng nợ ngắn hạn	**9.214**	**8.042**	**8.966**	**9.406**
Nợ dài hạn	374	374	435	443
Nợ dài hạn khác	286	248	258	274
Tổng nợ dài hạn	**660**	**622**	**693**	**717**
Tổng nợ	**9.874**	**8.665**	**9.659**	**10.123**
Vốn cổ phần	6.413	12.826	12.826	12.826
Lợi nhuận giữ lại	15.565	10.077	9.897	10.091
Vốn khác	1.163	1.163	1.661	1.661
Lợi ích CĐTS	1.451	1.673	1.927	2.165
Vốn chủ sở hữu	**24.591**	**25.739**	**26.311**	**26.742**
Tổng cộng nguồn vốn	**34.465**	**34.403**	**35.970**	**36.865**
Số cp lưu hành cuối năm, tr	641	1.283	1.283	1.283

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền đầu năm	3.607	4.069	4.120	4.453
Lợi nhuận sau thuế	5.224	4.216	4.281	4.665
Khấu hao	561	608	891	900
Thay đổi vốn lưu động	519	-772	655	299
Điều chỉnh khác	-911	-92	-161	-172
Tiền từ hoạt động KD	**5.393**	**3.960**	**5.666**	**5.692**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-529	-696	-170	-180
Đầu tư	-2.353	-549	-287	-620
Tiền từ HĐ đầu tư	**-2.882**	**-745**	**-457**	**-800**
Cổ tức đã trả	-2.419	-3.206	-4.489	-4.489
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	337	41	90	-10
Tăng (giảm) nợ dài hạn	33	0	61	8
Tiền từ các hoạt động TC khác	1	0	-538	-50
Tiền từ hoạt động TC	**-2.048**	**-3.165**	**-4.876**	**-4.541**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**463**	**50**	**333**	**351**
Tiền cuối năm	**4.069**	**4.120**	**4.453**	**4.804**

Nguồn: SAB, dự báo của Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Hoàng Khánh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính
Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Trụ sở chính
Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi
Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa
9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Pasteur
Tòa nhà Sailing, tầng 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald
Giám đốc điều hành, ext 105
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Nguyễn Anh Duy
Trưởng phòng cao cấp, ext 123
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng
Hoàng Nam
Trưởng phòng cao cấp, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Trần Thị Thùy Linh, Chuyên viên, ext 196
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

Bất động sản
Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoan Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,
Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.