

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

MUA +37,6%

Ngành	Bia
Ngày báo cáo	08/11/2024
Giá hiện tại	55.600 VND
Giá mục tiêu	73.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	71.000 VND
TL tăng	+31,3%
Lợi suất cổ tức	6,3%
Tổng mức sinh lời	+37,6%

GT vốn hóa	72,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	27,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	30 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)	16,5x	17,0x	14,8x
P/B (ht)	2,9x	6,8x	1,7x
ROE	17,2%	52,4%	12,5%
ROA	13,1%	19,9%	1,9%

Tổng quan Công ty

Sabeco là một trong những công ty bia lớn nhất Việt Nam. Công ty có 26 nhà máy bia trên cả nước, tổng công suất trên 2,4 tỷ lít/năm.

Diễn biến giá cổ phiếu



Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên

Hoàng Nam
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	30.461	32.677	33.370	35.236
% YoY	-12,9%	7,3%	2,1%	5,6%
LNST - CĐTS	4.118	4.429	4.899	5.161
% YoY	-21,2%	7,6%	10,6%	5,4%
EPS*	-21,6%	8,1%	10,6%	5,4%
Biên LN gộp	29,8%	29,3%	31,9%	30,8%
Biên LN từ HĐKD	12,5%	14,6%	16,2%	15,3%
Biên EBITDA	14,3%	16,6%	18,1%	17,1%
Biên LN ròng	13,5%	13,6%	14,7%	14,6%
EV/EBITDA	11,3x	9,1x	8,2x	8,2x
P/E	17,8x	16,4x	14,9x	14,1x
P/B	2,9x	3,0x	2,9x	2,9x
ROE	17,4%	18,3%	20,2%	20,9%
ROA	12,1%	12,5%	13,8%	13,9%

Cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng bia thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng mạnh hơn trong năm 2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (SAB) và tăng 3% giá mục tiêu lên 73.000 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2025, một phần bị ảnh hưởng bởi P/E mục tiêu của chúng tôi giảm 2% từ 20,0x xuống 19,6x, phản ánh mức giảm 2% trong trung vị của P/E trung bình 10 năm của một số công ty cùng ngành.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 11% YoY, chủ yếu nhờ (1) sản lượng bia tăng trưởng 5% YoY và (2) biên lợi nhuận gộp mảng bia (theo kịch bản dự báo like-for-like/LFL) tăng 1,4 điểm % YoY (dự báo LFL: xem thêm chi tiết tại trang 4).
- Chúng tôi dự báo CAGR EPS giai đoạn 2024-2029 là 5% do (1) sự phục hồi dần dần của mức tiêu thụ bia và (2) biên lợi nhuận gộp bia tăng do chi phí đầu vào thấp hơn trong năm 2025 cũng như các nỗ lực tối ưu hóa sản xuất và thương mại.
- SAB là một cổ phiếu phòng thủ khá hấp dẫn do tình hình tài chính và dòng tiền vững chắc. Chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ duy trì chi trả cổ tức tiền mặt hấp dẫn là 3.500 đồng/cổ phiếu (lợi suất khoảng 6%) trong giai đoạn 2024-2029.
- Chúng tôi cho rằng định giá của SAB là hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 14,9 lần so với trung vị của P/E trung bình 10 năm của các công ty cùng ngành là 25,7 lần.
- Rủi ro:** Sản lượng tiêu thụ bia giảm; chi tiêu cho quảng cáo và khuyến mại (A&P) tăng.

Chúng tôi dự báo sản lượng bán bia sẽ tăng 5% YoY và giá bán trung bình tăng 2% YoY vào năm 2025. Chúng tôi dự báo sản lượng bán bia sẽ tăng 5% YoY vào năm 2025, dựa trên đà phục hồi từ năm 2024. Chúng tôi cho rằng đà tăng này sẽ được thúc đẩy bởi (1) chi tiêu tiêu dùng có khả năng phục hồi, được hỗ trợ bởi sự cải thiện trong hoạt động sản xuất và xuất khẩu, và (2) giảm lo ngại về mức phạt về nồng độ cồn khi điều khiển phương tiện giao thông nếu dự thảo nghị định (phiên bản tháng 10/2024) được thông qua. Ngoài ra, chúng tôi dự báo giá bán trung bình của SAB sẽ tăng 2% YoY vào năm 2025, chủ yếu nhờ chi tiêu tiêu dùng cao hơn.

Biên lợi nhuận gộp bia theo dự báo LFL dự kiến sẽ cải thiện 1,4 điểm % YoY vào năm 2025, chủ yếu nhờ chi phí đầu vào giảm: Chúng tôi dự báo toàn bộ đại mạch giá cao, do hoạt động mua hàng phòng hộ quá mức từ năm 2023, sẽ được sử dụng hết vào cuối năm 2024. Do đó, chúng tôi dự báo SAB sẽ bắt đầu sử dụng đại mạch giá thấp hơn từ năm 2025 do giá đại mạch trung bình 9T 2024 đã lần lượt giảm 36%/47% so với mức trung bình/mức đỉnh năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng việc hợp nhất CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn - Bình Tây (Sabibeco, UPCoM: SBB, công ty liên kết mà SAB nắm giữ 22,7% cổ phần), dự kiến sẽ hoàn tất vào cuối năm 2024, sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp bia của SAB. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo việc hợp nhất này sẽ không tác động đáng kể đến lợi nhuận ròng của SAB trong ngắn hạn.

Chi phí A&P có thể tăng để nắm bắt sự phục hồi dần của kênh bán hàng tại chỗ trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt từ năm 2025: Chúng tôi dự báo SAB sẽ tăng chi phí A&P lên mức 8,8% doanh

thu bìa vào năm 2025, từ mức 7,8% vào năm 2024. Khoản chi này có thể sẽ được dùng để tài trợ cho các hoạt động A&P năng động hơn trong kênh bán hàng tại chỗ, nhờ khả năng nới lỏng mức phạt về nồng độ cồn khi điều khiển phương tiện giao thông vào năm 2025 trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt.

KQKD 9T 2024: Lợi nhuận tăng trưởng chủ yếu nhờ tối ưu chi phí A&P

Hình 1: KQKD 9T 2024 của SAB

Tỷ đồng	9T 2023	9T 2024	YoY	9T 2024/ dự báo 2024 cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu	21.941	22.940	5%	70%	
Bia	19.583	20.379	4%	71%	* Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do giá bán trung bình tăng và sản lượng bán bia tăng so với cùng kỳ mặc dù quy định về nồng độ cồn vẫn được thực thi nghiêm ngặt.
Khác	2.358	2.561	9%	65%	
LN gộp	6.636	6.819	3%	70%	
Bia	6.683	6.846	2%	70%	
LN gộp khác & giảm trừ doanh thu	-48	-27	-44%	35%	
Chi phí bán hàng	-3.140	-2.612	-17%	58%	
Chi phí quản lý	-587	-610	4%	72%	
LN từ HĐKD (EBIT)	2.908	3.597	24%	82%	
Thu nhập tài chính ròng	1.028	799	-22%	65%	
Lãi/lỗ từ các công ty liên kết	199	67	-66%	27%	
Thu nhập ròng khác	-14	-26	80%	74%	
LNNT	4.121	4.408	7%	75%	
LNST sau lợi ích CĐTS	3.171	3.365	6%	75%	* Do lợi nhuận từ các công ty liên kết giảm và thu nhập tài chính ròng giảm, một phần được bù đắp bởi doanh thu bia tăng nhẹ và kiểm soát chặt chẽ chi phí A&P.
Biên LN					
Biên LN gộp	30,2%	29,7%	-0,5 điểm %		
Biên LN gộp mảng bia	34,1%	33,6%	-0,5 điểm %		* Do sử dụng các nguyên vật liệu mua phòng hộ quá mức với giá cao.
Biên LN từ HĐKD	13,3%	15,7%	2,4 điểm %		
EBIT/doanh thu mảng bia	14,9%	17,7%	2,8 điểm %		* Nhờ kiểm soát chặt chẽ chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) với chi phí A&P/doanh thu bia giảm xuống 7,4% trong 9T 2024.
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	14,5%	14,7%	0,2 điểm %		

Nguồn: SAB, Vietcap

Triển vọng năm 2024: Lợi nhuận dự kiến phục hồi từ mức cơ sở thấp của năm 2023

Hình 2: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2024 cũ	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu	30.461	32.677	32.757	7%	
Bia	26.923	28.754	28.825	7%	<p>* Sản lượng: Chúng tôi dự báo sản lượng bán bia năm 2024 sẽ tăng 5% YoY so với mức nền thấp của năm 2023, nhờ nền kinh tế phục hồi. Tuy nhiên, chúng tôi cũng tính đến (1) việc xử phạt nghiêm ngặt các trường hợp vi phạm nồng độ cồn, (2) việc thắt chặt chi tiêu không thiết yếu và (3) cạnh tranh gay gắt, điều này sẽ ảnh hưởng đến tốc độ phục hồi của SAB.</p> <p>* Giá bán: Chúng tôi dự báo giá bán trung bình của SAB sẽ tăng 2% YoY vào năm 2024.</p> <p>* Chủ yếu bao gồm bán nguyên vật liệu cho các nhà máy bia liên kết, ngoài nước giải khát và rượu mạnh.</p>
Khác	3.538	3.923	3.932	11%	
LN gộp	9.091	9.572	9.761	5%	
Bia	9.168	9.649	9.838	5%	
LN gộp khác & giảm trừ doanh thu	-77	-77	-77	0%	
Chi phí bán hàng	-4.479	-3.961	-4.499	-12%	
Chi phí quản lý	-801	-848	-851	6%	
LN từ HĐKD (EBIT)	3.811	4.763	4.411	25%	
LN ngoài HĐKD	1.559	1.060	1.435	-32%	* Chủ yếu nhờ (1) lãi suất trở lại mức bình thường và (2) lợi nhuận từ các công ty liên kết giảm.
LNTT	5.370	5.824	5.846	8%	
LNST sau lợi ích CĐTS	4.118	4.429	4.476	8%	* Chủ yếu nhờ sản lượng bán bia tăng so với cùng kỳ và chi phí A&P/doanh thu bia giảm.
Biên LN					
Biên LN gộp	29,8%	29,3%	29,8%	-0,6 điểm %	
Biên LN gộp mảng bia	34,1%	33,6%	34,1%	-0,5 điểm %	* Do sử dụng các nguyên vật liệu mua phòng hộ quá mức với giá cao.
Biên EBIT	12,5%	14,6%	13,5%	2,1 điểm %	
EBIT/doanh thu mảng bia	14,2%	16,6%	15,3%	2,4 điểm %	* EBIT/doanh thu bia tăng là do dự báo của chúng tôi về việc giảm chi phí A&P/doanh thu bia so với cùng kỳ do chúng tôi dự báo SAB sẽ chi tiêu có chọn lọc hơn cho các hoạt động marketing vào năm 2024.
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	13,5%	13,6%	13,7%	0,0 điểm %	

Nguồn: SAB, Vietcap

Triển vọng năm 2025: Biên lợi nhuận gộp mảng bia tăng hỗ trợ cho mức tăng 11% YoY trong LNST sau lợi ích CĐTS

Hình 3: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2024	Dự báo 2025	YoY	Nhận định của Vietcap
Tổng doanh thu	32.677	33.370	2%	
Bia	28.754	29.437	2%	<p>* Sản lượng: Chúng tôi dự báo sản lượng bán bia sẽ tăng 5% YoY vào năm 2025, dựa trên đà phục hồi từ năm 2024. Dự kiến điều này sẽ được thúc đẩy bởi (1) chi tiêu tiêu dùng có khả năng phục hồi, được hỗ trợ bởi sự cải thiện trong hoạt động sản xuất và xuất khẩu, và (2) giảm lo ngại về mức phạt về nồng độ cồn khi điều khiển phương tiện giao thông nếu dự thảo nghị định (phiên bản tháng 10/2024) được thông qua.</p> <p>* Giá bán: Chúng tôi dự báo SAB sẽ tăng giá bán trung bình thêm 2% YoY vào năm 2025, chủ yếu nhờ chi tiêu tiêu dùng tiếp tục phục hồi.</p> <p>* Chủ yếu bao gồm bán nguyên vật liệu cho các nhà máy bia liên kết, ngoài nước giải khát và rượu mạnh.</p>
Khác	3.923	3.933	0%	
Tổng LN gộp	9.572	10.636	11%	
LN gộp mảng bia	9.649	10.717	11%	
LN gộp khác & giảm trừ doanh thu	-77	-81	6%	
Chi phí bán hàng	-3.961	-4.353	10%	* Chúng tôi dự báo SAB sẽ tăng chi phí A&P/doanh thu bia lên 8,8% vào năm 2025 để triển khai các hoạt động A&P năng động hơn trong kênh bán hàng tại chỗ, nhờ khả năng nới lỏng mức phạt về nồng độ cồn khi điều khiển phương tiện giao thông vào năm 2025 trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt.
Chi phí quản lý	-848	-891	5%	
LN từ HĐKD (EBIT)	4.763	5.392	13%	
Thu nhập tài chính ròng	1.007	942	-6%	
Lãi/(lỗ) từ công ty liên kết	88	135	53%	* Do loại bỏ khoản lỗ ròng dự kiến từ Sabibeco sau khi hợp nhất.
LNST	5.824	6.433	10%	
LNST sau lợi ích CĐTS	4.429	4.899	11%	* Chủ yếu nhờ sản lượng bán bia tăng so với cùng kỳ và biên lợi nhuận gộp bia tăng.
Biên LN				
Biên LN gộp	29,3%	31,9%	2,6 điểm %	* Do (1) sử dụng các nguyên vật liệu có chi phí thấp hơn từ năm 2025 (giá đại mạch trung bình 9T 2024 đã lần lượt giảm 36%/47% so với mức trung bình/mức đỉnh năm 2022) và (2) tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp bia từ việc hợp nhất Sabibeco.
Biên LN gộp mảng bia	33,6%	36,4%	2,8 điểm %	
Biên EBIT	14,6%	16,2%	1,6 điểm %	
EBIT/doanh thu mảng bia	16,6%	18,3%	1,7 điểm %	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	13,6%	14,7%	1,1 điểm %	
Dự báo LFL*				
Tổng doanh thu	32.677	34.348	5%	
Doanh thu mảng bia	28.754	30.424	6%	
Khác	3.923	3.924	0%	
Tổng LN gộp	9.572	10.554	10%	
LN gộp mảng bia	9.649	10.635	10%	
LN gộp khác & giảm trừ doanh thu	-77	-81	6%	
Biên LN				
Biên LN gộp	29,3%	30,7%	1,4 điểm %	
Biên LN gộp mảng bia	33,6%	35,0%	1,4 điểm %	

Nguồn: SAB, Vietcap. Lưu ý: (*) Chúng tôi cung cấp dự báo trên cơ sở LFL để dự báo tác động của việc không hợp nhất Sabibeco. Phân tích của chúng tôi chỉ ra rằng việc hợp nhất Sabibeco sẽ dẫn đến (1) doanh thu thuần giảm do loại bỏ doanh thu tăng thêm do thuế tiêu thụ đặc biệt đối với sản lượng mua từ các công ty liên kết và (2) biên lợi nhuận gộp mảng bia tăng do SAB sẽ ghi nhận toàn bộ lợi nhuận gộp trên sản lượng mua từ Sabibeco. Chúng tôi lưu ý rằng việc hợp nhất Sabibeco sẽ tác động không đáng kể đến lợi nhuận của SAB.

Hoạt động A&P quy mô nhỏ hơn kể từ đầu năm 2024

Hình 4: SAB đã phát động chiến dịch quảng cáo cho Saigon Special và sản phẩm mới của hãng, 333 Pilsner

SAB sẽ tổ chức một sự kiện âm nhạc tại Hà Nội để quảng bá cho Saigon Special



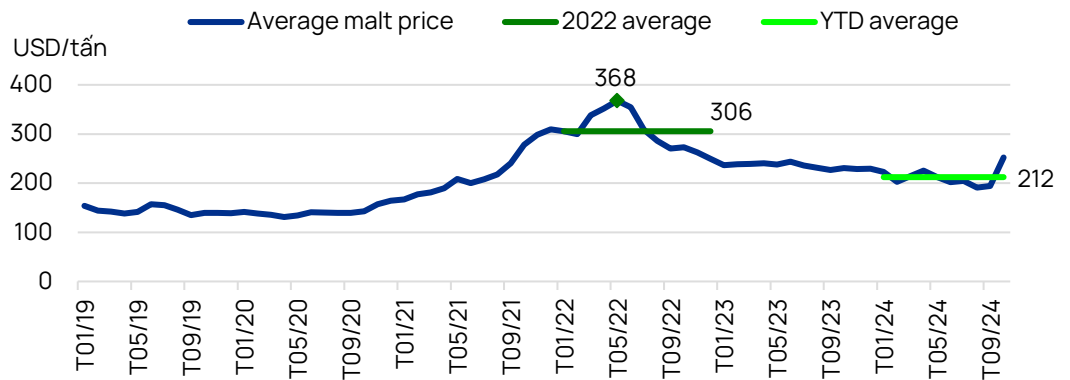
SAB tổ chức “ngày kết nối thương hiệu” quảng bá bia 333 Pilsner tại TP.HCM



Nguồn: SAB, Vietcap tổng hợp

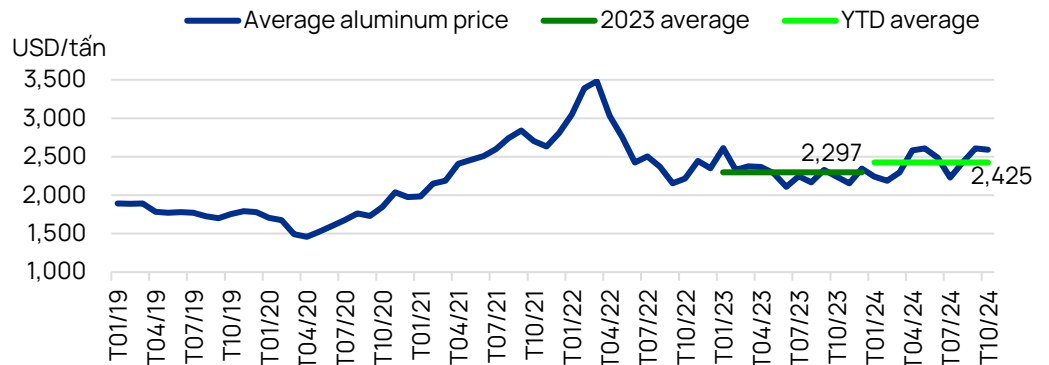
Giá đại mạch giảm dự kiến hỗ trợ biên lợi nhuận gộp mảng bia từ năm 2025

Hình 5: Giá đại mạch trung bình 9T 2024 giảm 36%/47% so với giá trung bình năm 2022/giá đỉnh năm 2022



Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp

Hình 6: Giá nhôm trung bình 10T 2024 tăng 6% so với mức trung bình năm 2023



Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp

Định giá

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi tăng giá mục tiêu cho SAB thêm 3%. Điều này là do tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2025, một phần bị ảnh hưởng bởi P/E mục tiêu giảm 2% từ 20,0 lần xuống 19,6 lần, phản ánh mức giảm 2% trong P/E trung bình 10 năm của các công ty cùng ngành.

SAB hiện đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 14,9 lần so với P/E trung bình 10 năm của các công ty cùng ngành là 25,7 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng năm 2025 của SAB ở mức 19,1 lần, thấp hơn 26% so với P/E trung bình 10 năm của các công ty cùng ngành là 25,7 lần (không bao gồm giai đoạn tháng 6/2020–tháng 2/2022 do COVID-19).

Hình 7: Tóm tắt định giá

Tóm tắt định giá	
P/E mục tiêu (x)	19,6
EPS dự phóng năm 2025 (đồng)	3.743
Giá mục tiêu (đồng)	73.000
P/E dự phóng năm 2025 tại giá mục tiêu (x)	19,1

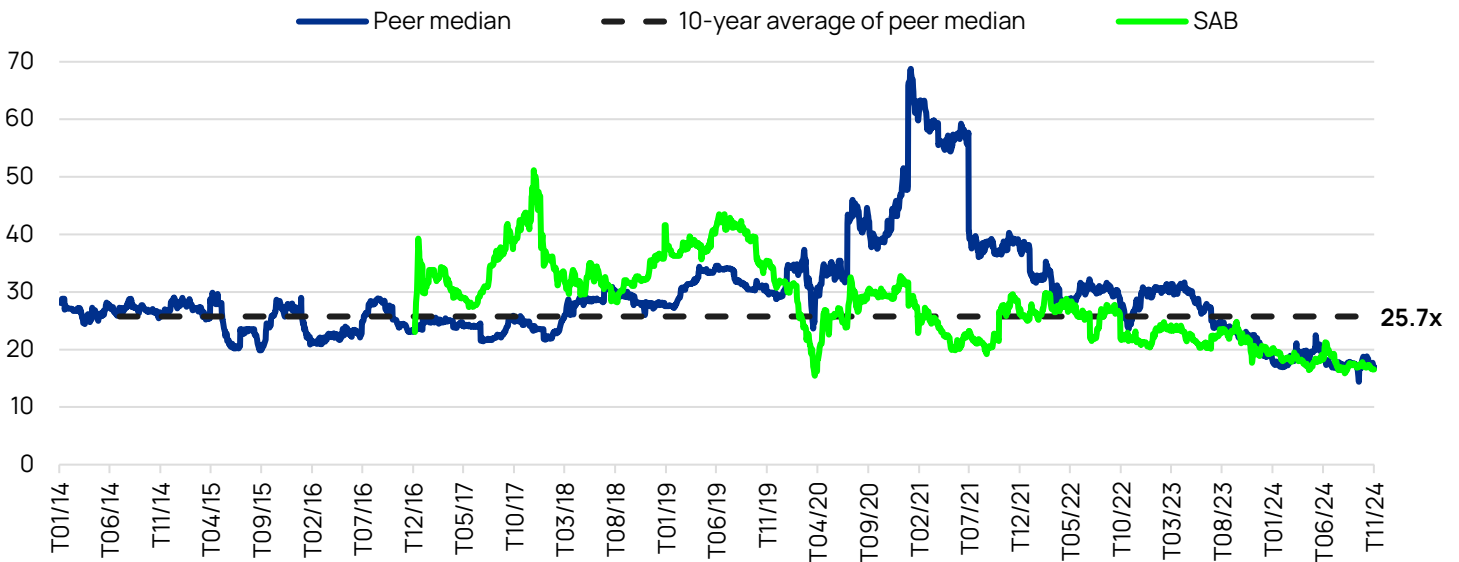
Nguồn: Vietcap

Hình 8: Công ty cùng ngành trong khu vực

Mã	Quốc gia	VHTT (tr USD)	ROA (%)	ROE (%)	ROIC (%)	Nợ vay ròng/ vốn CSH (%)	Biên LN từ HĐKD (%)	Biên LN ròng (%)	P/E trượt (x)	EV/EBITDA trượt (x)	P/B quỹ gần nhất (x)
CHINA RESOURCES	Trung Quốc	12.226	7,0	16,4	12,2	-0,7	17,9	12,5	16,7	8,1	2,7
TSINGTAO BREW-A	Trung Quốc	10.947	8,7	15,0	13,6	-85,8	15,1	12,0	21,0	N/A	3,1
CARLSBERG BREWER	Malaysia	1.369	31,1	147,2	74,1	15,5	17,6	14,5	18,3	12,1	24,6
HEINEKEN MALAYSI	Malaysia	1.585	32,6	100,0	87,1	21,9	19,6	14,7	17,3	10,4	17,0
BUDWEISER APAC	Hồng Kông	13.576	5,3	7,9	7,1	-24,8	19,1	11,9	16,5	7,2	1,3
MULTI BINTANG INDO	Indonesia	881	33,6	88,5	61,6	-29,4	42,5	32,1	12,3	6,6	10,5
Trung vị		6.764	19,7	62,5	42,6	-17,2	22,0	16,3	17,0	8,9	9,9
Trung bình		6.266	19,9	52,4	37,6	-12,7	18,5	13,5	17,0	8,1	6,8
SABECO	Việt Nam	2.852	13,1	17,2	16,2	-78,2	14,3	13,7	16,5	13,8	2,9

Nguồn: SAB, dữ liệu công ty, Vietcap tổng hợp (Dữ liệu công ty cùng ngành trong khu vực tính đến ngày 04/11/2024)

Hình 9: P/E (x) của SAB so với các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: trung bình 10 năm của trung vị các công ty cùng ngành không bao gồm giai đoạn tháng 6/2020 – tháng 2/2022 do COVID-19.

Phân tích Kịch bản

Chúng tôi xem xét ba kịch bản như trong Hình 10, bao gồm:

Kịch bản 1: Không tăng thuế tiêu thụ đặc biệt.

Kịch bản 2 (phương án 1 của Bộ Tài chính): Giả định thuế tiêu thụ đặc biệt lần lượt là 70%/75%/80%/85% trong các năm 2026/27/28/29, phù hợp với phương án 1 của Bộ Tài chính trong đề xuất sửa đổi Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt.

Kịch bản 3 (phương án 2 của Bộ Tài chính & kịch bản cơ sở của chúng tôi): Giả định thuế tiêu thụ đặc biệt lần lượt là 80%/85%/90%/95% trong các năm 2026/27/28/29, phù hợp với phương án 2 của Bộ Tài chính trong đề xuất sửa đổi Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt.

Dựa trên các dự báo lợi nhuận tương ứng, chúng tôi áp dụng bội số P/E mục tiêu cho SAB và đưa ra giá trị hợp lý của chúng tôi cho mỗi kịch bản. Trong lựa chọn 1 & 2 của Bộ Tài chính, chúng tôi giả định SAB sẽ chuyển hoàn toàn thuế tiêu thụ đặc biệt tăng thêm sang người tiêu dùng. Chúng tôi tin rằng điều này là khả thi do (1) yêu cầu của Chính phủ về việc kiểm soát tình trạng uống rượu bia, (2) kỳ vọng kinh tế sẽ tiếp tục phục hồi vào năm 2026 và (3) giá bia ở Việt Nam so với GDP bình quân đầu người là thấp nhất so với các nước Đông Nam Á có GDP bình quân đầu người tương đương.

Hình 10: Phân tích kịch bản cho dự báo và định giá của chúng tôi đối với SAB tương quan với sự thay đổi về thuế tiêu thụ đặc biệt

	(1) Không tăng thuế	(2) Phương án 1 của Bộ Tài chính	(3) Phương án 2 của Bộ Tài chính (kịch bản cơ sở của chúng tôi)
Thuế tiêu thụ đặc biệt			
2024/25F	65%/65%		
2026/27/28/29F	65%/65%/65%/65%	70%/75%/80%/85%	80%/85%/90%/95%
CAGR giai đoạn 2024-2029			
Sản lượng bán bia	5,2%	5,0%	4,6%
Doanh thu	5,4%	4,9%	4,7%
LNST sau lợi ích CDTS	10,5%	6,2%	5,1%
Xu hướng trong giai đoạn 2024-2029			
Tăng trưởng sản lượng bán bia			
Biên lợi nhuận gộp mảng bia			
Định giá			
P/E mục tiêu	22,1x	20,6x	19,6x
Giá trị hợp lý (đồng/cp)	83.000	77.000	73.000
Tỷ lệ tăng	49,3%	38,5%	31,3%
Lợi suất cổ tức	6,3%	6,3%	6,3%
Tổng mức sinh lời	55,6%	44,8%	37,6%
Khuyến nghị	BUY	BUY	BUY

Nguồn: Vietcap

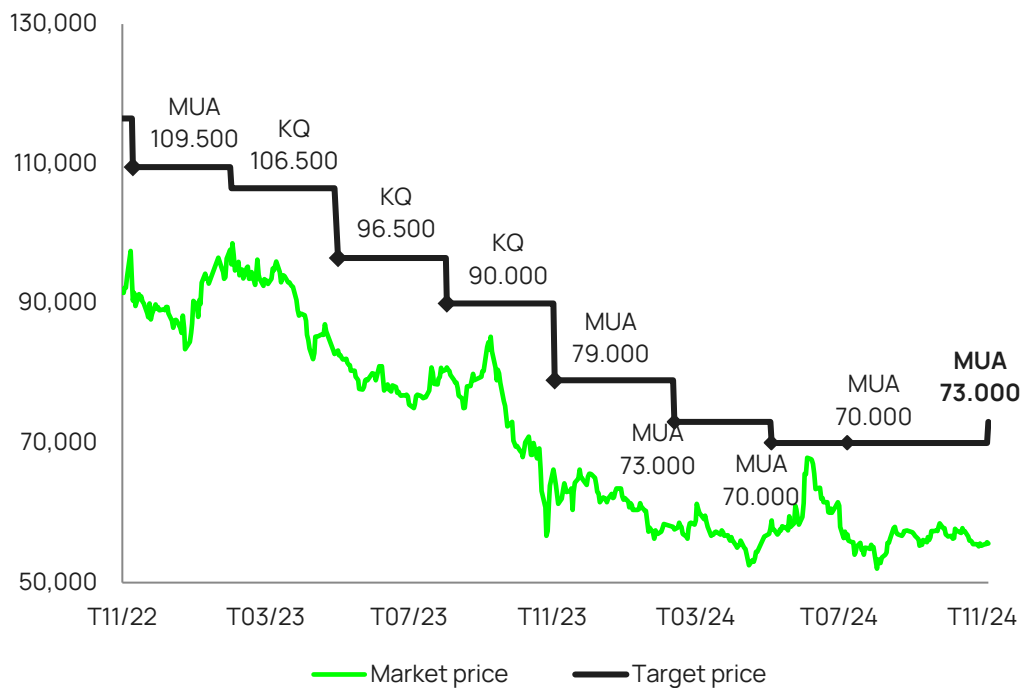
Hình 11: Tác động của những thay đổi về thuế tiêu thụ đặc biệt đối với KQKD của SAB trong kịch bản cơ sở của chúng tôi

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia	65%	80%	85%	90%	95%
Tăng trưởng sản lượng bán bia của SAB so với cùng kỳ	4,9%	3,9%	3,9%	6,4%	3,9%
Biên lợi nhuận gộp mảng bia của SAB	36,4%	35,3%	34,5%	34,6%	33,7%
Giá đại mạch trung bình so với cùng kỳ	-20%	3%	3%	3%	3%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Diễn biến Khuyến nghị

Hình 12: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (giá mục tiêu trong quá khứ được điều chỉnh cho sự thay đổi trong số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	30.461	32.677	33.370	35.236
Giá vốn hàng bán	-21.370	-23.104	-22.734	-24.372
Lợi nhuận gộp	9.091	9.572	10.636	10.864
Chi phí bán hàng	-4.479	-3.961	-4.353	-4.549
Chi phí quản lí DN	-801	-848	-891	-938
LN thuần HĐKD	3.811	4.763	5.392	5.377
Thu nhập tài chính	1.433	1.071	1.014	1.368
Chi phí tài chính	-73	-64	-72	-72
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-50</i>	<i>-47</i>	<i>-55</i>	<i>-55</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	232	88	135	142
Lỗ/lãi thuần khác	-32	-35	-35	-37
LNTT	5.370	5.824	6.433	6.777
Thuế TNDN	-1.115	-1.161	-1.275	-1.343
LNST trước CĐTS	4.255	4.663	5.158	5.434
Lợi ích CĐ thiểu số	-137	-234	-259	-273
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	4.118	4.429	4.899	5.161
EBITDA	4.358	5.416	6.044	6.029
EPS báo cáo, VND	3.131	3.384	3.743	3.944
DPS báo cáo, VND	3.500	3.500	3.500	3.500
DPS/EPS báo cáo (%)	112%	103%	94%	89%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-12,9%	7,3%	2,1%	5,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	-30,7%	25,0%	13,2%	-0,3%
Tăng trưởng LNTT	-21,2%	7,3%	2,1%	5,6%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-21,6%	8,1%	10,6%	5,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	29,8%	29,3%	31,9%	30,8%
Biên LN từ HĐ %	12,5%	14,6%	16,2%	15,3%
Biên EBITDA %	14,3%	16,6%	18,1%	17,1%
Biên LNST-CĐTS điều chỉnh %	13,5%	13,6%	14,7%	14,6%
ROE %	17,4%	18,3%	20,2%	20,9%
ROA %	12,1%	12,5%	13,8%	13,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	39	41	42	38
Số ngày phải thu	5	7	7	5
Số ngày phải trả	45	43	46	40
TG luân chuyển tiền	-1	5	3	4
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	3,2	2,9	3,3	3,3
CS thanh toán nhanh	2,8	2,5	2,9	2,9
CS thanh toán tiền mặt	2,8	2,4	2,8	2,8
Nợ/Tài sản	2,1%	2,8%	2,8%	2,7%
Nợ/Vốn sử dụng	2,7%	3,7%	3,7%	3,5%
Nợ/Vốn CSH	-86,6%	-85,7%	-94,3%	-97,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	75,9x	100,9x	97,5x	97,2x

Nguồn: SAB, dự báo của Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	5.040	4.938	5.526	5.898
Đầu tư TC ngắn hạn	17.741	17.977	20.117	21.469
Các khoản phải thu	467	784	512	541
Hàng tồn kho	2.318	2.814	2.465	2.643
TS ngắn hạn khác	988	1.061	1.082	1.142
Tổng TS ngắn hạn	26.553	27.575	29.702	31.693
TS dài hạn (gộp)	13.232	17.188	13.232	13.232
- Khấu hao lũy kế	-8.839	-12.229	-9.984	-10.556
TS dài hạn (ròng)	4.393	4.960	3.248	2.676
Đầu tư TC dài hạn	2.287	1.949	1.770	1.722
TS dài hạn khác	823	1.007	902	952
Tổng TS dài hạn	7.503	7.917	5.919	5.350
Tổng Tài sản	34.057	35.491	35.621	37.043
Phải trả ngắn hạn	2.476	3.074	2.579	2.828
Nợ ngắn hạn	530	821	821	821
Nợ ngắn hạn khác	5.218	5.621	5.716	6.036
Tổng nợ ngắn hạn	8.225	9.516	9.116	9.685
Nợ dài hạn	171	171	171	171
Nợ dài hạn khác	176	234	193	204
Tổng nợ dài hạn	347	405	364	374
Tổng nợ	8.571	9.921	9.480	10.060
Vốn cổ phần	12.826	12.826	12.826	12.826
Lợi nhuận giữ lại	10.217	10.069	10.381	11.034
Vốn khác	1.169	1.169	1.169	1.169
Lợi ích CĐTS	1.273	1.507	1.766	2.038
Vốn chủ sở hữu	25.485	25.570	26.141	26.983
Tổng cộng nguồn vốn	34.057	35.491	35.621	37.043
Số cợ lưu hành cuối năm, tr	1.283	1.283	1.283	1.283

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	4.070	5.040	4.938	5.526
Lợi nhuận sau thuế	4.118	4.429	4.899	5.161
Khấu hao	570	653	653	653
Thay đổi vốn lưu động	-1.254	113	201	302
Điều chỉnh khác	-130	-928	1.149	-92
Tiền từ hoạt động KD	3.304	4.267	6.902	6.024
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-271	0	0	0
Đầu tư	1.623	-171	-1.826	-1.163
Tiền từ HĐ đầu tư	1.352	-170	-1.825	-1.163
Cổ tức đã trả	-3.354	-4.489	-4.489	-4.489
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-128	291	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-204	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	1	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-3.686	-4.198	-4.489	-4.489
Tổng lưu chuyển tiền tệ	970	-102	588	372
Tiền cuối năm	5.040	4.938	5.526	5.898

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lý Phúc Thanh Ngân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi đối với các 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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

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 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

- 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

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

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
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

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.