

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

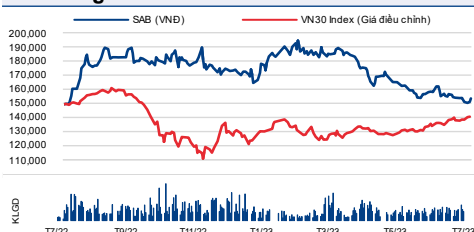
Giá mục tiêu: VNĐ175,900 (từ VNĐ213,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/7/2023)	153,500
Mã Bloomberg	SAB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	149,589-194,331
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	151,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	98,381
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,157
Slg CP lưu hành (tr.đv)	641
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	641
Slg CP NN được mua (tr.đv)	239
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	62.8%
Tỷ lệ freefloat	10.4%
Cổ đông lớn	Vietnam Beverage (53.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.13)	(8.58)	2.88
So với chỉ số	(8.47)	(15.0)	8.29
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	7,335	7,562	(3.0)
2024F	8,625	8,354	3.2
2025F	9,360	9,180	2.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Sabeco là một trong hai doanh nghiệp bia lớn nhất Việt Nam. Ngoài bia, công ty còn sản xuất nước giải khát, rượu, cồn và các sản phẩm khác.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Kỳ vọng hồi phục trong năm 2024 nhờ tỷ suất lợi nhuận và tiêu thụ cải thiện; khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng hạ 18% giá mục tiêu xuống 175.900đ. Mặc dù triển vọng năm 2023 được dự báo sẽ khó khăn do sức mua suy yếu, nhưng chúng tôi dự báo tình hình sẽ hồi phục trong năm 2024 nhờ sản lượng tiêu thụ bia cải thiện với kỳ vọng nền kinh tế hồi phục và tỷ suất lợi nhuận cải thiện.
- Chúng tôi hạ bình quân 16% dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2023-2025, tương đương giảm 8% trong năm 2023 sau đó sẽ tăng trưởng lần lượt 18% và 9% trong năm 2024-2025.
- Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 20,9 lần và 17,8 lần. SAB đang giao dịch với định giá sát với các công ty cùng ngành tại châu Á.

Sự kiện: Đánh giá Q2/2023 và phân tích triển vọng giai đoạn 2023-2025

Sản lượng sản xuất bia của Việt Nam giảm 5% so với cùng kỳ trong Q2/2023, cho thấy niềm tin tiêu dùng yếu và việc triển khai nghiêm ngặt hơn đối với Nghị định 100 về uống rượu bia khi lái xe. Đối với SAB, HSC dự báo doanh thu thuần trong Q2/2023 là 8.018 tỷ đồng, giảm 11% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần là 1.273 tỷ đồng, giảm 24% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự báo lợi nhuận giảm mạnh hơn doanh thu dựa trên giả định tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm xuống 30,9%, từ mức đỉnh là 34,3% trong Q2/2022, trong bối cảnh chi phí đầu vào tăng.

Tác động: Kỳ vọng hồi phục trong năm 2024

HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm 8% so với cùng kỳ trong năm 2023 xuống 4.797 tỷ đồng trong khi chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ hồi phục 18% đạt 5.641 tỷ đồng trong năm 2024 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 5% và tỷ suất lợi nhuận thuần tăng 170 điểm cơ bản, dựa trên giả định chi phí đầu vào giảm, hợp nhất công ty liên kết và mua nhiều thành phẩm hơn từ các công ty con.

Lưu ý, theo dự báo mới, chúng tôi hạ lần lượt 17%, 15% và 17% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023, 2024 và 2025.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu SAB đã giảm 9% trong 3 tháng vừa qua, phản ánh đầy đủ kỳ vọng về lợi nhuận âm đậm trong năm 2023. Chúng tôi dự báo nhu cầu trong nước sẽ hồi phục trong năm 2024 với kỳ vọng nhu cầu toàn cầu hồi phục sẽ hỗ trợ hoạt động xuất khẩu, cùng với sự trở lại của du khách quốc tế. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của SAB sẽ hồi phục nhờ giá vốn hàng bán giảm do những nguyên nhân bao gồm (1) chi phí đầu vào giảm, (2) Sabibeco và các công ty liên kết khác sẽ hợp nhất với SAB và (3) Công ty ưu tiên mua thành phẩm từ các công ty con. Từ đó, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu là 175.900đ, tiềm năng tăng giá là 15%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,068	6,059	5,368 ▼	6,373 ▼	7,011 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	3,623	5,203	4,797 ▼	5,641 ▼	6,122 ▼
EPS ĐC (đồng)	5,502	7,983	7,335 ▼	8,625 ▼	9,360 ▼
DPS (đồng)	3,500	3,500	4,000	5,000	6,000
BVPS (đồng)	33,111	36,105	39,019	42,297 ▼	45,232 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	23.8	16.0	18.1	15.3	14.0
P/E ĐC (lần)	27.9	19.2	20.9	17.8	16.4
Lợi suất cổ tức (%)	2.28	2.28	2.61	3.26	3.91
P/B (lần)	4.64	4.25	3.93	3.63	3.39
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(22.9)	45.1	(8.12)	17.6	8.53
ROAE (%)	17.6	23.5	19.9	21.6	21.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với kỳ vọng phục hồi trong năm tới

Do niềm tin tiêu dùng yếu, HSC cho rằng lợi nhuận của SAB khó có thể tăng trưởng trong năm 2023 và dự báo lợi nhuận thuần giảm 8% so với cùng kỳ trong năm nay. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ hồi phục trong năm 2024-2025 nhờ sản lượng tiêu thụ bia cải thiện khi nền kinh tế chung hồi phục và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu là 175.900đ, tiềm năng tăng giá là 15%.

Sản lượng sản xuất toàn ngành giảm trong Q2/2023 và được kỳ vọng vẫn sẽ thấp trong nửa cuối năm 2023

Theo Tổng cục Thống kê, sản lượng sản xuất bia của Việt Nam giảm 5% so với cùng kỳ trong Q2/2023, do niềm tin tiêu dùng yếu và việc triển khai chặt chẽ hơn Nghị Định 100 về uống rượu bia khi lái xe.

Bảng 1: Sản lượng sản xuất bia tại Việt Nam

Sản lượng Q2/2023 giảm 4.6%

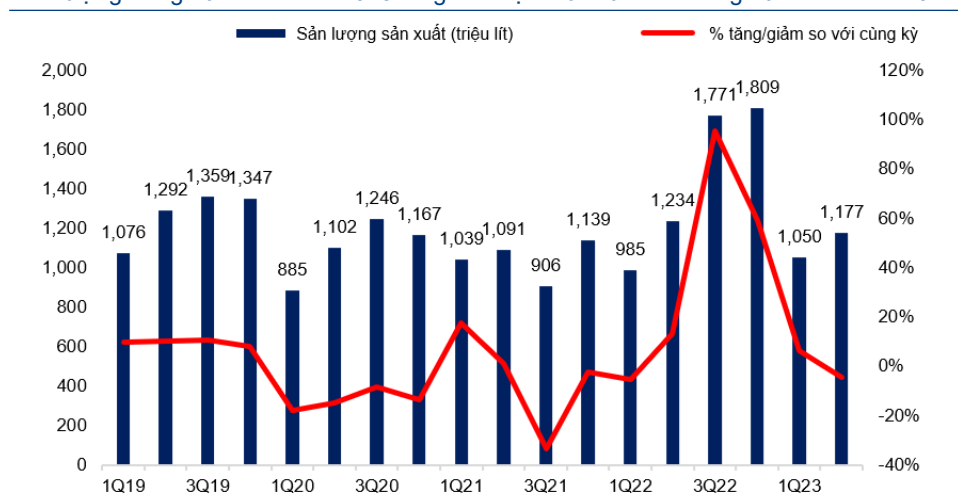
(triệu lít)	Q1/2023	Q2/2023	6T2023	Q3/2023F	Q4/2023F	2023F
Tổng sản lượng sản xuất toàn ngành	1,050	1,177	2,226	1,505	1,662	5,394
% tăng/giảm so với cùng kỳ	6%	-5%	0%	-15%	-8%	-7%

Nguồn: MOIT, GSO, HSC

Chúng tôi cho rằng sản lượng toàn ngành sẽ tiếp tục giảm so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2023 do chúng tôi kỳ vọng người tiêu dùng sẽ tiếp tục thận trọng trong khi mức nền trong nửa cuối năm 2022 cũng ở mức cao. Lưu ý, sản lượng trong Q3 và Q4/2022 tăng lần lượt 95% và 59% so với cùng kỳ nhờ kênh bán hàng tại chỗ phục hồi sau khi mở cửa trở lại. Từ đó, sản lượng toàn ngành trong Q3 và Q4/2023 được dự báo sẽ giảm lần lượt 15,0% và 8% so với mức nền cao cùng kỳ năm ngoái.

Biểu đồ 2: Sản lượng sản xuất bia tại Việt Nam

Sản lượng trong nửa đầu năm 2023 đã giảm mạnh từ mức cao trong nửa cuối năm 2022



Nguồn: MOIT, GSO, HSC

SAB: Lợi nhuận sẽ giảm chậm lại từ Q3/2023

Đối với Sabeco, chúng tôi dự báo doanh thu thuần trong Q2/2023 là 8.018 tỷ đồng, giảm 11% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần là 1.273 tỷ đồng, giảm 24% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự báo lợi nhuận giảm mạnh hơn so với doanh thu dựa trên giả định tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 30,9%, từ mức đỉnh là 34,3% trong Q2/2022, do chi phí đầu vào tăng (giá malt tăng 77%, giá hoa bia tăng 10% so với cùng kỳ).

Trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ bia và doanh thu thuần của SAB sẽ tiếp tục giảm so với cùng kỳ, sát theo xu hướng của ngành. Tuy nhiên, lợi nhuận sẽ giảm chậm lại nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí quảng cáo và khuyến mãi/doanh thu trong nửa cuối năm 2023 sẽ giảm so với nửa cuối năm 2022 do nhiều chi phí đã được chi trả trong 6 tháng đầu năm 2023. Mặc dù chúng tôi dự báo doanh thu thuần trong Q3 và Q4/2023 sẽ giảm lần lượt 5% và 7% so với cùng kỳ, nhưng chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm chậm hơn so với doanh thu, giảm 4% so với cùng kỳ trong Q3/2023 sau đó phục hồi 21% so với cùng kỳ trong Q4/2023.

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận theo quý, SAB

HSC dự báo lợi nhuận thuần Q2/2023 giảm 24% so với cùng kỳ, nhưng lợi nhuận sẽ giảm chậm hơn trong Q3/2023, sau đó phục hồi 21% so với cùng kỳ trong Q4/2023.

	Q1/22	Q1/23	% so với cùng kỳ	Q2/22	Q2/23F	% so với cùng kỳ	Q3/22	Q3/23F	% so với cùng kỳ	Q4/22	Q4/23F	% so với cùng kỳ
Sản lượng bia	342	290	-15%	430	375	-13%	415	383	-8%	464	420	-10%
Doanh thu thuần	7,306	6,214	-15%	9,008	8,018	-11%	8,635	8,203	-5%	10,029	9,314	-7%
Lợi nhuận thuần	1,171	967	-17%	1,668	1,273	-24%	1,342	1,291	-4%	1,043	1,266	21%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29.8%	30.8%		34.3%	30.9%		31.2%	31.0%		28.1%	31.0%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	16.0%	15.6%		18.5%	15.9%		15.5%	15.7%		10.4%	13.6%	

Nguồn: SAB, HSC

HSC hạ 16% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025, kỳ vọng tăng trưởng trong năm 2024-2025

Dựa trên các dự phóng cho từng quý, HSC dự báo doanh thu thuần trong năm 2023 sẽ là 31.749 tỷ đồng, giảm 9% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần sẽ là 4.797 tỷ đồng, giảm 8% so với cùng kỳ.

Trong năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu thuần sẽ tăng trưởng 4,4% đạt 33.504 tỷ đồng và lợi nhuận sẽ phục hồi 18% đạt 5.641 tỷ đồng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 5% và tỷ suất lợi nhuận thuần tăng 170 điểm cơ bản, dựa trên giả định chi phí đầu vào giảm, hợp nhất các công ty liên kết, và mua nhiều thành phẩm hơn từ các công ty con.

Trong năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 34.957 tỷ đồng, tăng trưởng 4% và lợi nhuận thuần đạt 6.122 tỷ đồng, tăng trưởng 9%.

Lưu ý, theo dự báo mới, chúng tôi giảm lần lượt 17%, 15% và 17% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023, 2024 và 2025.

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận, SAB

Chúng tôi giảm 17% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025

(tỷ đồng)	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2022	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	
Doanh thu thuần	34,979	38,315	38,396	41,017	31,749	33,504	34,957	-17%	-13%	-15%	
Tăng trưởng		32.6%	10%	0%	7%	-9%	5.5%	4%			
Lợi nhuận thuần	5,224	5,814	6,606	7,406	4,797	5,641	6,122	-17%	-15%	-17%	
Tăng trưởng		42.1%	11%	14%	12%	-8%	18%	9%			

Nguồn: SAB, HSC

Sản lượng tiêu thụ bia tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ cải thiện trong năm 2024

HSC dự báo sản lượng tiêu thụ bia tại Việt Nam sẽ giảm 7% so với cùng kỳ trong năm 2023 do suy thoái kinh tế tác động tới thu nhập và niềm tin của người tiêu dùng, đặc biệt là nhóm thu nhập thấp, cùng với việc thực hiện nghiêm ngặt hơn Nghị định 100 về uống rượu bia khi lái xe. Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thận trọng hơn so với dự báo trước đó ở mức 7%.

Chúng tôi tin rằng sản lượng tiêu thụ sẽ cải thiện từ năm 2024 nhờ triển vọng kinh tế hồi phục. Chúng tôi dự báo kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sẽ hồi phục 9% so với cùng kỳ, so với giảm 4,3% so với cùng kỳ trong năm 2023 và GDP sẽ tăng trưởng 6,5% trong năm 2024, so với tăng trưởng 5,0% trong năm 2023 (Nguồn: Bộ phận phân tích vĩ mô HSC).

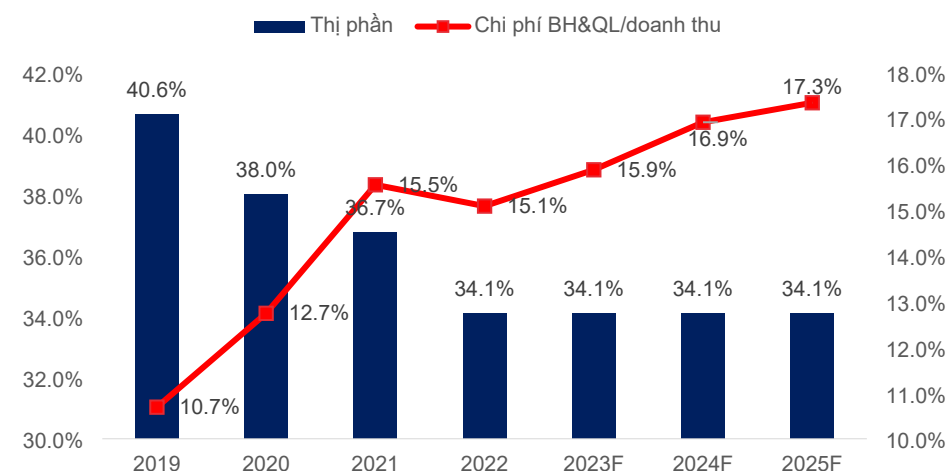
HSC giả định SAB sẽ duy trì được thị phần

Mặc dù thị phần sụt giảm trong giai đoạn 2020-2022, chúng tôi vẫn kỳ vọng SAB sẽ có thể duy trì thị phần (về sản lượng tiêu thụ) ở mức 34,1% trong 3 năm tới nhờ (1) tăng cường đầu tư xây dựng thương hiệu và đẩy mạnh chi tiêu cho các chương trình khuyến mãi, và (2) hoạt động thương mại suy yếu tác động tiêu cực tới các thương hiệu cao cấp (như Heineken) và đem lại lợi ích cho các thương hiệu bình dân như Sabeco.

Do đó, sản lượng tiêu thụ của SAB sẽ tăng trưởng sát với mức tăng trưởng của ngành, giảm 7% so với cùng kỳ trong năm 2023, tăng trưởng 5% trong năm 2024-2025 và tăng trưởng 4% trong các năm sau đó. Ngoài ra, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu sẽ tăng lên lần lượt 15,9%, 16,9% và 17,3% trong giai đoạn 2023-2025 (từ 15,1% trong năm 2022).

Biểu đồ 5: Thị phần và chi phí BH&QL/doanh thu, SAB

Chúng tôi vẫn kỳ vọng SAB sẽ có thể duy trì thị phần trong giai đoạn 2023-2025, nhờ nâng tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu



Nguồn: Euromonitor, HSC ước tính

Bảng 6: Giả định doanh thu, SAB và ngành bia tại Việt Nam

Chúng tôi hạ dự báo sản lượng của SAB và của toàn ngành

	Thực tế 2022	2023F	2024F	Dự báo cũ 2025F	Dự báo mới 2023F	Dự báo mới 2024F	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh 2023F	Điều chỉnh 2024F	Điều chỉnh 2025F
Sản lượng tiêu thụ của ngành (triệu lít)	4,840	5,642	6,037	6,399	4,501	4,727	5,010	-20%	-22%	-22%
Tăng/giảm	43%	7%	7%	6%	-7%	5%	5%			
Thị phần của SAB	34.1%	31.0%	31.0%	31.0%	34.1%	34.1%	34.1%	3%	3%	3%
Sản lượng tiêu thụ của SAB (triệu lít)	1,651	1,749	1,872	1,984	1,535	1,612	1,708	-12%	-14%	-14%
% tăng trưởng	23%	7%	7%	6%	-7%	5%	6%			

Nguồn: HSC

Tỷ suất lợi nhuận gộp được kỳ vọng sẽ cải thiện sau khi hợp nhất và chi trả thành phẩm nhiều hơn từ các công ty con

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2023 sẽ là 30,9%, cải thiện một chút so với năm 2022, do tác động tức việc hợp nhất các công ty liên kết và mua nhiều thành phẩm hơn từ các công ty con (giúp giá vốn trên mỗi lít giảm 7,1% so với cùng kỳ). Trong khi đó, chi phí đầu vào tăng sẽ khiến giá vốn trên mỗi lít tăng 7,1% dựa trên giả định giá malt tăng 77%, giá hoa bia tăng 10%, giá lon giữ nguyên và giá hộp các-tông giảm 5% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ giữ nguyên trong năm 2023, ngoại trừ tác động trong cả năm từ đợt tăng giá trong năm 2022. Theo đó, giá bán bình quân sẽ tăng 2% so với cùng kỳ trong năm 2023.

Đối với việc hợp nhất, lưu ý, Sabibeco (nhà máy bia SAB sở hữu 20% cổ phần) sẽ trở thành công ty con của SAB trong những tháng tới. Sau đó, giá vốn hợp nhất sẽ không còn bao gồm thuế tiêu thụ đặc biệt của Sabibeco, ước tính khoảng 1.500 tỷ đồng trong năm 2024, trong khi doanh thu thuần hợp nhất cũng sẽ khấu trừ một khoản tương đương. SAB cũng đã lên kế hoạch nắm quyền kiểm soát các công ty liên kết khác, từ đó sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận tiếp tục cải thiện.

Trong năm 2024, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện đáng kể so với cùng kỳ đạt 34,2% nhờ (1) chi phí đầu vào giảm – chúng tôi dự báo giá malt sẽ giảm 27% và giá lon giảm 13%, và (2) tiếp tục hợp nhất và đẩy mạnh mua thành phẩm từ các nhà máy bia của công ty con.

Biểu đồ 7: Giá malt France Sebastian (FOB - Creil)/Hợp đồng giao ngay tháng 7 (EUR/MT)

HSC giả định giá malt năm 2023 tăng 77%, sau đó sẽ giảm 27% vào năm 2024



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 8: Giá hợp đồng giao ngay nhôm LME (USD/MT)

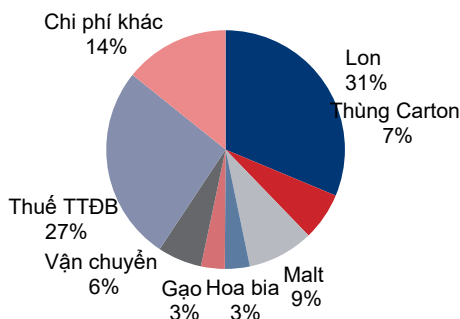
Chúng tôi dự báo chi phí lon bia giữ nguyên trong năm 2023, sau đó giảm 13% năm 2024



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 9: Cơ cấu giá vốn hàng bán, SAB hợp nhất

Chúng tôi giả định giá nguyên liệu chính và giá bao bì đóng góp 55% vào tổng chi phí giá vốn hàng bán hợp nhất



Nguồn: HSC

Bảng 10: Dự báo tỷ suất lợi nhuận, SAB

Tỷ suất lợi nhuận gộp được kỳ vọng sẽ cải thiện sau khi hợp nhất và chi trả thành phẩm nhiều hơn từ các công ty con

	Thực hiện 2022	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	Điều chỉnh (điểm cơ bản)		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	30.8%	31.5%	34.0%	35.3%	30.9%	34.2%	35.6%	-56	17	34
Chi phí BH&QL/DT	15.1%	16.0%	16.3%	16.3%	15.9%	16.9%	17.3%	-13	60	103
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.9%	15.2%	17.2%	18.1%	15.1%	16.8%	17.5%	-9	-36	-594

Nguồn: SAB, HSC

Bảng 11: Giả định tỷ suất lợi nhuận gộp

	2021	2022	2023F	2024F	2024F
Tác động của giá vốn hàng bán trên mỗi lít bia					
Sáng kiến tiết kiệm chi phí	-0.54%	-3.38%	-0.20%	0.00%	0.00%
Thay đổi giá nguyên liệu	6.01%	6.16%	7.13%	-3.00%	3.00%
Những thay đổi trong việc tìm nguồn cung ứng thành phẩm	-0.31%	0.81%	-7.34%	-2.04%	-7.35%
Tác động tổng thể	5.16%	3.58%	-0.41%	-5.04%	-4.35%
Giá vốn hàng bán trên mỗi lít bia (đồng)	11,565	11,979	11,930	11,329	10,836
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.8%	30.8%	30.9%	34.2%	35.6%

Nguồn: HSC

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và hạ giá mục tiêu xuống 175.900đ

Kết luận và phương pháp

Sau khi hạ dự báo, chúng tôi giảm 17% giá mục tiêu đối với SAB xuống 175.900đ, tiềm năng tăng giá là 15%.

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá SAB, với các tính toán cơ sở trong Bảng 9-13. Chúng tôi nâng giả định WACC lên 11,1% (từ 10,9% trước đó), sau khi nâng tỷ trọng vốn CSH lên 99% (từ 95% trước đó).

Bảng 12: Tính toán WACC, SAB

	Value
Tỷ trọng vốn CSH	99.0%
Beta	0.77
Lãi suất phi rủi ro	5.0%
Phần bù rủi ro	8.0%
Chi phí vốn CSH	11.2%
Tỷ trọng nợ	1.0%
Thuế TNDN	20.0%
Chi phí nợ	7.2%
Chi phí nợ sau thuế	5.8%
WACC	11.1%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Dự báo dòng tiền tự do cho doanh nghiệp, SAB

Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	31,749	33,504	34,957	36,122	38,334	40,620
Tỷ suất EBIT	19.5%	21.7%	22.5%	23.4%	22.9%	22.0%
EBIT	6,178	7,261	7,876	8,441	8,787	8,942
- Thuế điều chỉnh	(1,236)	(1,452)	(1,575)	(1,688)	(1,757)	(1,788)
NOPLAT	4,942	5,809	6,301	6,753	7,030	7,154
Cộng: Khấu hao	582	589	611	629	644	649
Trừ: Tăng/giảm vốn lưu động	(565)	(5)	65	97	317	371
Trừ: đầu tư tài sản cố định	(450)	(350)	(300)	(100)	(100)	(100)
FCFF	4,509	6,043	6,677	7,379	7,890	8,074

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: Giá trị dài hạn, định giá cuối năm 2023, SAB

	Đơn vị	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	7,890
WACC dài hạn		11.1%
Tăng trưởng dài hạn		2.5%
WACC-Tăng trưởng		8.6%
Dòng tiền dài hạn*(1+tăng trưởng)/(WACC-tăng trưởng)	Tỷ đồng	93,973
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	61,667
Hệ số EBITDA dài hạn		10.0x

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Giá mục tiêu, định giá cuối năm 2023, SAB

	Đơn vị	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	25,914
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	61,667
Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	24,170
Lợi ích cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	(1,696)
Giá trị chiết khấu dòng tiền	Tỷ đồng	110,055
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	CP	640,916,186
DCF-Giá trị mỗi cổ phiếu	Đồng	171,716

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Giá trị dài hạn, định giá cuối năm 2024, SAB

	Unit	Value
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	8,074
WACC dài hạn		11.1%
Tăng trưởng dài hạn		3.0%
WACC-Tăng trưởng		8.1%
Dòng tiền dài hạn*(1+tăng trưởng)/(WACC-tăng trưởng)	Tỷ đồng	102,588
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	67,320
Hệ số EBITDA dài hạn		11.3x

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Giá mục tiêu, định giá cuối năm 2024, SAB

	Đơn vị	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	29,081
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	61,528
Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	26,787
Lợi ích cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	(1,985)
Giá trị chiết khấu dòng tiền	Tỷ đồng	115,411
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	CP	640,916,186
DCF-Giá trị mỗi cổ phiếu	Đồng	180,072

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Giá trị DCF trên mỗi cổ phiếu

Chỉ tiêu	Value
Giá trị DCF trên mỗi cổ phiếu – định giá cuối năm 2023	171,716
Giá trị DCF trên mỗi cổ phiếu – định giá cuối năm 2024	180,072
Giá trị DCF trên mỗi cổ phiếu - bình quân	175,894

Nguồn: HSC

Bảng 19: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn

		Lãi suất phi rủi ro				
		4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	186,110	177,686	170,208	163,523	157,512
	2.0%	189,597	180,731	172,885	165,893	159,622
	3.0%	193,575	184,177	175,894	168,538	161,963
	4.0%	198,154	188,106	179,297	171,510	164,576
	5.0%	203,481	192,631	183,180	174,873	167,512

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

SAB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,1 lần, thấp hơn 1,2 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 24,7 lần (từ tháng 7/2020). Trong khi đó, P/E dự phóng 2023 của SAB là 20,9 lần, sát với mức trung vị của các công ty cùng ngành tại châu Á.

Biểu đồ 20: P/E trượt dự phóng 1 năm, SAB

SAB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,1 lần, dựa trên ước tính của chúng tôi



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 21: Độ lệch chuẩn so với giá trị trung bình

thấp hơn 1,2 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 24,7 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 22: Định giá các công ty ngành đồ uống tại châu Á

SAB hiện giao dịch khá sát với các công ty ngành

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	2023 P/E	2023 EV/EB ITDA	2023 P/B	2023 Lợi suất cổ tức	Tăng trưởng EPS 2023	ROE	Tỷ suất EBITDA	Tỷ suất lợi nhuận gộp
Tsingtao Brewery	Hong Kong	16,438	21.0	15.8	3.2	2.8%	23.4%	15.7%	17.1%	36.85%
China ReNguons Beer	Hong Kong	21,667	28.8	16.3	5.1	1.4%	22.2%	16.9%	19.4%	38.46%
Chongqing Brewery Co. Ltd.	Trung Quốc	6,291	29.2	10.5	16.1	2.8%	13.9%	66.3%	26.2%	50.48%
Budweiser APAC	Hong Kong	34,585	30.4	14.4	3.0	1.4%	14.7%	8.4%	30.1%	50.02%
ThaiBev	Singapore	10,712	12.4	12.1	1.7	4.1%	13.3%	16.0%	17.3%	29.54%
Carlsberg Malaysia	Bursa Malaysia	1,336	20.0	13.0	34.3	4.6%	-7.5%	118.5%	19.5%	33.00%
Heineken Malaysia	Bursa Malaysia	1,705	18.3	12.1	16.2	5.3%	2.3%	93.4%	23.8%	33.8%
Median		10,712	21.0	13.0	5.1	2.8%	13.9%	16.9%	19.5%	36.9%
Sabeco	Việt Nam	4,151	20.9	14.3	3.7	2.3%	-8.1%	22.1%	20.2%	30.8%

Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	26,374	34,979	31,749	33,504	34,957
Lợi nhuận gộp	7,609	10,771	9,823	11,447	12,458
Chi phí BH&QL	(4,098)	(5,273)	(5,037)	(5,663)	(6,057)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,510	5,498	4,786	5,784	6,400
Lãi vay thuần	800	978	1,319	1,409	1,414
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	173	323	206	217	227
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	374	13.9	(7.40)	2.60	2.60
LN TT	4,857	6,813	6,304	7,412	8,044
Chi phí thuế TNDN	(982)	(1,334)	(1,261)	(1,482)	(1,609)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(252)	(276)	(246)	(289)	(314)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	3,623	5,203	4,797	5,641	6,122
Lợi nhuận thuần ĐC	3,623	5,203	4,797	5,641	6,122
EBITDA ĐC	4,068	6,059	5,368	6,373	7,011
EPS (đồng)	5,502	8,118	7,485	8,801	9,552
EPS ĐC (đồng)	5,502	7,983	7,335	8,625	9,360
DPS (đồng)	3,500	3,500	4,000	5,000	6,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	641	641	641	641	641
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	641	641	641	641	641
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	641	641	641	641	641

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	3,606	4,069	3,754	3,837	3,376
Đầu tư ngắn hạn	16,991	19,411	21,411	23,911	26,911
Phải thu khách hàng	101	338	307	324	338
Hàng tồn kho	1,668	2,194	2,185	2,199	2,244
Các tài sản ngắn hạn khác	510	848	742	800	847
Tổng tài sản ngắn hạn	22,877	26,860	28,400	31,071	33,716
TSCĐ hữu hình	3,301	3,369	2,931	2,802	2,551
TSCĐ vô hình	933	924	914	904	894
Bất động sản đầu tư	41.3	153	143	133	123
Đầu tư dài hạn	115	26.3	26.3	26.3	26.3
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,010	2,188	2,188	2,188	2,188
Tài sản dài hạn khác	1,209	945	1,204	1,134	1,108
Tổng tài sản dài hạn	7,610	7,605	7,405	7,186	6,890
Tổng cộng tài sản	30,487	34,465	35,805	38,257	40,606
Nợ ngắn hạn	322	659	659	659	659
Phải trả người bán	2,400	2,766	2,505	2,520	2,571
Nợ ngắn hạn khác	3,056	4,131	3,828	3,899	4,000
Tổng nợ ngắn hạn	7,258	9,214	8,493	8,589	8,770
Nợ dài hạn	341	374	337	303	273
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	33.3	36.6	33.1	33.3	34.0
Nợ dài hạn khác	260	249	237	238	240
Tổng nợ dài hạn	634	660	607	574	547
Tổng nợ phải trả	7,892	9,874	9,101	9,164	9,318
Vốn chủ sở hữu	21,221	23,140	25,008	27,109	28,990
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,373	1,451	1,696	1,985	2,299
Tổng vốn chủ sở hữu	22,595	24,591	26,704	29,094	31,289
Tổng nợ phải trả và VCSH	30,487	34,465	35,805	38,257	40,606
BVPS (đ)	33,111	36,105	39,019	42,297	45,232
Nợ thuần/(tiền mặt)	(2,943)	(3,036)	(2,759)	(2,875)	(2,444)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	3,510	5,498	4,786	5,784	6,400
Khấu hao	(557)	(561)	(582)	(589)	(611)
Lãi vay thuần	800	978	1,319	1,409	1,414
Thuế TNDN đã nộp	(919)	(1,330)	(1,261)	(1,482)	(1,609)
Thay đổi vốn lưu động	527	(187)	(565)	(5.13)	65.5
Khác	(958)	(1,142)	(1,520)	(1,603)	(1,646)
LCT thuần từ HĐKD	3,518	4,379	3,341	4,691	5,236
Đầu tư TS dài hạn	(330)	(533)	(450)	(350)	(300)
Góp vốn & đầu tư	(18,160)	(22,641)	(2,000)	(2,500)	(3,000)
Thanh lý	16,154	20,293	0	0	0
Khác	1,112	1,014	1,395	1,480	1,478
LCT thuần từ HĐĐT	(1,223)	(1,868)	(1,055)	(1,370)	(1,822)
Cổ tức trả cho CSH	(1,096)	(2,419)	(2,564)	(3,205)	(3,845)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(318)	371	(37.4)	(33.7)	(30.3)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(1,414)	(2,048)	(2,601)	(3,238)	(3,876)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,726	3,606	4,069	3,754	3,837
LCT thuần trong kỳ	880	463	(315)	83.3	(462)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.16)	(0.20)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,606	4,069	3,754	3,837	3,376
Dòng tiền tự do	3,188	3,846	2,891	4,341	4,936

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	28.8	30.8	30.9	34.2	35.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	15.4	17.3	16.9	19.0	20.1
Tỷ suất LNT (%)	13.7	14.9	15.1	16.8	17.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.2	19.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.68)	32.6	(9.24)	5.53	4.34
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(26.5)	48.9	(11.4)	18.7	10.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(23.3)	43.6	(7.80)	17.6	8.53
Tăng trưởng EPS (%)	(22.9)	47.6	(7.80)	17.6	8.53
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(22.9)	45.1	(8.12)	17.6	8.53
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	14.3	25.0	20.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	63.6	43.1	53.4	56.8	62.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.6	23.5	19.9	21.6	21.8
ROACE (%)	15.5	22.7	18.2	20.3	20.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.91	1.08	0.90	0.90	0.89
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.00	0.80	0.70	0.81	0.82
Số ngày tồn kho	32.4	33.1	36.4	36.4	36.4
Số ngày phải thu	1.96	5.09	5.10	5.36	5.48
Số ngày phải trả	46.7	41.7	41.7	41.7	41.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(13.6)	(13.0)	(10.9)	(10.5)	(8.31)
Nợ/tài sản (%)	2.38	3.10	2.87	2.60	2.38
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.18	0.18	0.19	0.16	0.14
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.15	2.92	3.34	3.62	3.84
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.67	2.77	3.07	2.91	2.81
EV/EBITDA ĐC (lần)	23.8	16.0	18.1	15.3	14.0
P/E (lần)	27.9	18.9	20.5	17.4	16.1
P/E ĐC (lần)	27.9	19.2	20.9	17.8	16.4
P/B (lần)	4.64	4.25	3.93	3.63	3.39
Lợi suất cổ tức (%)	2.28	2.28	2.61	3.26	3.91

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn