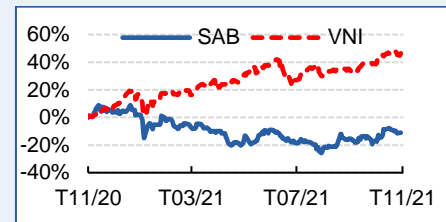




Tổng CT Bia rượu NGK Sài Gòn (SAB) [KHẢ QUAN +19,0%]

Cập nhật

Ngành	Bia		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	29/11/2021	Tăng trưởng DT	-26,2%	-15,6%	32,8%	17,3%
Giá hiện tại	156.100VND	Tăng trưởng EPS**	-4,6%	-33,5%	35,5%	26,1%
Giá mục tiêu hiện tại	180.000VND	Biên LN gộp	30,4%	30,2%	31,1%	32,4%
Giá mục tiêu gần nhất	180.000VND	Biên LN ròng	16,9%	14,2%	13,7%	14,8%
TL tăng	+15,3%	EV/EBITDA	15,1x	23,1x	17,0x	13,5x
Lợi suất cổ tức	3,7%	Giá CP/DTHĐ	19,2x	29,3x	18,4x	15,9x
Tổng mức sinh lời	+19,0%	P/E**	21,9x	32,9x	24,3x	19,3x



		SAB	Peers	VNI
GT vốn hóa	4,4 tỷ USD			
Room KN	1,6 tỷ USD	P/E (trượt)	27,0x	38,4x
GTGD/ngày (30n)	0,9tr USD	P/B (hiện tại)	4,4x	13,8x
Cổ phần Nhà nước	36,0%	Nợ ròng/CSH	-0,7x	-0,2x
SL cổ phiếu lưu hành	641,3 tr	ROE	17,6%	34,7%
Pha loãng	641,3 tr	ROA	13,6%	13,4%

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.

* Trung vị của các CT cùng ngành trong khu vực (trượt); ** không bao gồm các khoản bất thường

Đào Danh Long Hà
CFA

Chuyên viên cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA

Phó Giám đốc

Dần phục hồi trong bối cảnh kênh hàng quán hạn chế

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN do giá cổ phiếu của Tổng CT Bia rượu NGK Sài Gòn (SAB) đã tăng 5% trong 3 tháng qua trong khi chúng tôi duy trì mức giá mục tiêu và triển vọng của công ty.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo tổng LNST trong giai đoạn 2022-2024 gần như không thay đổi khi chúng tôi nâng dự phóng cho cả doanh thu bán bia và chi phí quảng cáo và khuyến mại (A&P).
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS 26% trong giai đoạn 2021-2024 nhờ (1) nhu cầu phục hồi cùng các gián đoạn do dịch COVID-19 giảm dần, (2) SAB giành được thị phần nhờ các sản phẩm mới và hiệu quả hoạt động marketing được cải thiện, và (3) các kế hoạch cải thiện biên lợi nhuận.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E 2022 của SAB ở mức 28 lần - phù hợp với mức trung bình 4 năm trượt của các công ty cùng ngành.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Các gián đoạn nghiêm trọng do COVID-19 kéo dài; mất thị phần vào tay đối thủ chính; chi tiêu cho mktet mạnh hơn dự kiến do cạnh tranh gay gắt.

Chúng tôi kỳ vọng ngành bia sẽ dần phục hồi. Kênh bán mang về (off-premise) đã mở lại hoàn toàn kể từ cuối quý 3/2021. Trong khi đó, các cơ quan chức năng đang duy trì các hạn chế chặt chẽ đối với việc tiêu thụ rượu bia tại chỗ (on-premise) – không được mở đồng nhất ngay cả ở các khu vực được phân loại là “vùng xanh”, theo phân loại đánh giá kiểm soát dịch COVID-19 của Chính phủ. Ngoài ra, COVID-19 tiếp tục bùng phát ở những một số nơi như khu vực Đồng bằng sông Cửu Long. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tiến độ tiêm chủng tích cực của Việt Nam sẽ hỗ trợ việc mở lại rộng rãi kênh bán on-premise trong tương lai.

Đầu tư vào phân phối, marketing và sản phẩm mới sẽ tiếp tục thúc đẩy sự phục hồi doanh số bán hàng của SAB. Theo quan sát của chúng tôi, SAB đã tăng cường sự hiện diện của mình trong các chuỗi cửa hàng tiện lợi hàng đầu như Circle K và GS25 bên cạnh việc thành lập các gian hàng chính thức tại các trang thương mại điện tử hàng đầu như Tiki và Lazada. Đồng thời, SAB cũng tích cực tung ra bao bì phiên bản giới hạn cho các thương hiệu chủ lực là Saigon Lager và Saigon Export, nhằm tiếp tục nhấn mạnh chiến lược xây dựng thương hiệu “Tự hào quốc gia” của công ty. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng đóng góp ngày càng lớn từ dòng sản phẩm phổ thông cao cấp mới của SAB là Saigon Chill (ra mắt vào tháng 10/2020), được hỗ trợ bởi nỗ lực mở rộng kênh phân phối của SAB.

Chúng tôi dự báo sự cải thiện về cơ cấu sản phẩm/giá cả, lợi thế kinh tế về quy mô và các kế hoạch tiết kiệm chi phí sẽ thúc đẩy tăng biên lợi nhuận từ mức thấp vào năm 2021 bất chấp sự ga tăng trong chi tiêu cho khuyến mãi & quảng cáo (A&P). Trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt - đặc biệt với bối cảnh thách thức chung của ngành - chúng tôi dự báo chi phí

A&P/doanh số bán bia của SAB sẽ vẫn tăng ở mức 10,6%/10,8% trong các năm 2021/2024, so với 6,3% vào năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo LN từ HĐKD (EBIT)/doanh số bán bia sẽ tăng từ 14,2% vào năm 2021 (2020: 19,9%) lên 17,9% vào năm 2024, được hỗ trợ bởi lợi thế kinh tế về quy mô trong bối cảnh doanh thu dự kiến phục hồi, xu hướng cao cấp hóa sản phẩm, tăng giá bán, tích cực bảo hiểm rủi ro cho nguyên liệu và các sáng kiến tối ưu hóa cơ cấu chi phí (ví dụ: hiệu quả sản xuất và chuyển đổi số).

Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	27.961	23.586	31.314	36.717
Giá vốn hàng bán	-19.460	-16.467	-21.581	-24.835
Lợi nhuận gộp	8.501	7.118	9.732	11.882
Chi phí bán hàng	-2.859	-3.520	-4.653	-5.417
Chi phí quản lý DN	-702	-594	-791	-928
LN thuần HĐKD	4.940	3.004	4.288	5.537
Thu nhập tài chính	974	1.153	1.049	1.222
Chi phí tài chính	-105	-64	-65	-68
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-64	-54	-54	-54
Lợi nhuận từ công ty LDLK	267	218	278	320
Lỗ/lãi thuần khác	35	30	40	46
LNTT	6.112	4.341	5.589	7.057
Thuế TNDN	-1.175	-825	-1.062	-1.347
LNST trước CĐTS	4.937	3.516	4.527	5.709
Lợi ích CĐ thiểu số	-228	-176	-226	-285
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	4.723	3.340	4.301	5.424
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	4.723	3.182	4.301	5.424
EBITDA	5.534	3.615	4.919	6.197
EPS báo cáo, VND	7.133	4.993	6.429	8.108
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	7.133	4.746	6.429	8.108
EPS pha loãng, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	7.133	4.746	6.429	8.108
DPS, VND	3.500	3.500	3.500	3.500
DPS/EPS (%)	49%	74%	54%	43%
⁽¹⁾ Điều chỉnh cho khoản mục bất thường				
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-26,2%	-15,6%	32,8%	17,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	-10,2%	-39,2%	42,8%	29,1%
Tăng trưởng LNTT	-8,6%	-29,0%	28,8%	26,3%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-4,6%	-33,5%	35,5%	26,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	30,4%	30,2%	31,1%	32,4%
Biên LN từ HĐ %	17,7%	12,7%	13,7%	15,1%
Biên EBITDA	19,8%	15,3%	15,7%	16,9%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	16,9%	14,2%	13,7%	14,8%
ROE %	24,4%	16,4%	19,7%	22,4%
ROA %	18,2%	12,8%	15,3%	17,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	32	30	24	25
Số ngày phải thu	1	1	1	1
Số ngày phải trả	39	34	28	30
TG luân chuyển tiền	-6	-4	-3	-4
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	3,8	4,6	4,0	4,2
CS thanh toán nhanh	3,4	4,1	3,6	3,8
CS thanh toán tiền mặt	3,3	4,1	3,6	3,8
Nợ/Tài sản	3,6%	3,5%	3,1%	2,7%
Nợ/Vốn sử dụng	4,4%	4,2%	3,8%	3,4%
Nợ/Vốn CSH	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
Khả năng thanh toán lãi vay	77,6	56,0	80,0	103,3

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương	2.726	2.904	3.306	3.974
Đầu tư TC ngắn hạn	14.547	15.497	17.639	21.205
Các khoản phải thu	69	58	78	91
Hàng tồn kho	1.447	1.224	1.605	1.846
TS ngắn hạn khác	724	610	810	950
Tổng TS ngắn hạn	19.513	20.294	23.438	28.066
TS dài hạn (gộp)	12.177	12.552	13.522	13.654
- Khấu hao lũy kế	-7.212	-7.824	-8.455	-9.114
TS dài hạn (ròng)	4.964	4.728	5.067	4.539
Đầu tư TC dài hạn	2.351	2.237	2.184	2.172
TS dài hạn khác	546	460	611	717
Tổng TS dài hạn	7.862	7.426	7.862	7.428
Tổng Tài sản	27.375	27.720	31.300	35.494
Phải trả ngắn hạn	1.653	1.418	1.917	2.188
Nợ ngắn hạn	449	449	449	449
Nợ ngắn hạn khác	3.071	2.591	3.440	4.033
Tổng nợ ngắn hạn	5.173	4.457	5.805	6.670
Nợ dài hạn	526	526	526	526
Nợ dài hạn khác	460	388	516	605
Tổng nợ	6.160	5.372	6.847	7.801
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	6.413	6.413	6.413	6.413
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	12.374	13.332	15.210	18.165
Vốn khác	1.153	1.153	1.153	1.153
Lợi ích CĐTS	1.275	1.451	1.677	1.963
Vốn chủ sở hữu	21.215	22.348	24.453	27.693
Tổng cộng nguồn vốn	27.375	27.720	31.300	35.494
Số cp lưu hành cuối năm. tr	641,3	641,3	641,3	641,3
Số cp quỹ cuối năm. tr	0,0	0,0	0,0	0,0
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền đầu năm	4.116	2.726	2.904	3.306
Lợi nhuận sau thuế	4.723	3.340	4.301	5.424
Khấu hao	593	612	631	660
Thay đổi vốn lưu động	-387	-369	748	470
Điều chỉnh khác	5	-167	-254	-276
Tiền từ hoạt động KD	5.218	3.416	5.426	6.278
Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-444	-375	-970	-132
Đầu tư	-2.181	-618	-1.811	-3.234
Tiền từ HĐ đầu tư	-2.626	-993	-2.780	-3.366
Cổ tức đã trả	-3.734	-2.244	-2.244	-2.244
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-112	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	32	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-169	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-3.982	-2.244	-2.244	-2.244
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.390	178	401	668
Tiền cuối năm	2.726	2.904	3.306	3.974

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà, 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 VCSC

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 VCSC 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 Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.