



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

MUA +27,6%

Ngành	Bia
Ngày báo cáo	10/05/2024
Giá hiện tại	57.600VND
Giá mục tiêu	70.000VND
GMT gần nhất	73.000VND
TL tăng	+21,5%
Lợi suất cổ tức	6,1%
Tổng mức sinh lời	+27,6%

GT vốn hóa	75 nghìn tỷ đồng
Room KN	30 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	55 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 (trung)*	20,5x	20,0x	15,6x
P/B (ht)	2,9x	6,4x	1,7x
ROE	16,8%	46,1%	12,1%
ROA	13,2%	19,0%	1,9%

*điều chỉnh cho khen thưởng & phúc lợi

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



Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên

Hoàng Nam
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	30.461	32.757	34.491	37.543
% YoY	-12,9%	7,5%	5,3%	8,8%
LNST - CĐTS	4.118	4.470	4.848	4.534
% YoY	-21,2%	8,6%	8,5%	-6,5%
EPS*	-21,2%	8,6%	8,5%	-6,5%
Biên LN gộp	29,8%	29,8%	31,2%	28,5%
Biên LN từ HĐKD	12,5%	13,4%	14,0%	11,6%
Biên EBITDA	15,9%	16,2%	16,6%	14,4%
Biên LN ròng	13,5%	13,6%	14,1%	12,1%
EV/EBITDA	10,5x	9,6x	8,9x	9,4x
P/E*	18,3x	16,9x	15,5x	16,6x
P/B	3,1x	3,1x	3,0x	3,0x
ROE	17,4%	18,5%	20,0%	18,6%
ROA	12,4%	13,7%	14,5%	13,2%

*điều chỉnh cho khen thưởng & phúc lợi

Thuế tiêu thụ đặc biệt cao hơn sẽ tác động đến tăng trưởng lợi nhuận từ năm 2026

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với SAB nhưng giảm giá mục tiêu 4% xuống 70.000 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ việc chúng tôi giảm 11% P/E mục tiêu từ 22,2 lần xuống 19,8 lần; một phần được bù đắp bởi việc chúng tôi tăng dự báo EPS cho các năm 2024/25 và cập nhật giá mục tiêu đến giữa năm 2025.
- Chúng tôi giảm P/E mục tiêu do chúng tôi giảm 3% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi (lần lượt thay đổi 1%/3%/-9%/-5%/-4% trong các năm 2024/25/26/27/28), dẫn đến dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2028 còn 5% so với trước đây là 6%, vì chúng tôi đưa việc điều chỉnh tăng thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia từ 65% lên 75% từ năm 2026 vào trong dự báo của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ tăng 9% YoY, nhờ sản lượng bán bia tăng 7% và chi phí cho hoạt động quảng cáo & khuyến mãi (A&P)/doanh thu bia thấp hơn.
- Chúng tôi dự báo CAGR EPS giai đoạn 2023-2028 sẽ ở mức 5% do (1) sản lượng tiêu thụ bia dần phục hồi trong bối cảnh những thách thức đến từ việc thực thi nghiêm ngặt luật không điều khiển phương tiện sau khi sử dụng rượu bia và việc sửa đổi thuế tiêu thụ đặc biệt, và (2) tối ưu hóa hoạt động vận hành & thương mại.
- SAB là cổ phiếu phòng thủ hấp dẫn nhờ tình hình tài chính và dòng tiền vững mạnh. Chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ duy trì mức cổ tức tiền mặt hấp dẫn là 3.500 đồng/cổ phiếu (lợi suất 6%) trong giai đoạn 2024-28.
- P/E dự phóng năm 2024 của SAB là 16,9 lần so với trung bình 10 năm của trung vị P/E của các công ty cùng ngành là 26,5 lần.
- Rủi ro:** Sản lượng tiêu thụ bia yếu hơn dự kiến; chi tiêu A&P cao hơn do cạnh tranh gay gắt; chi phí nguyên liệu đầu vào cao hơn; thuế tiêu thụ đặc biệt cao hơn.

Thuế tiêu thụ đặc biệt cao hơn đối với bia sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận từ năm 2026. Dự thảo luật thuế tiêu thụ đặc biệt sửa đổi đề xuất duy trì phương pháp tính thuế theo giá trị để tính thuế tiêu thụ đặc biệt đối với đồ uống có cồn (cụ thể là áp dụng 65% thuế tiêu thụ đặc biệt tính trên giá bán bia) và thiết lập lộ trình để tăng thuế suất. Dự thảo luật dự kiến sẽ được thảo luận tại kỳ họp Quốc Hội vào tháng 10/2024 và có khả năng được thông qua vào tháng 5/2025. Ngoài ra, SAB kỳ vọng việc điều chỉnh thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia sẽ bị trì hoãn ít nhất 1 năm. Chúng tôi có quan điểm thận trọng và giả định rằng thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia sẽ tăng lên 75% từ năm 2026 (tham khảo chi tiết ở trang 8). Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiêu thụ bia sẽ chậm lại trong giai đoạn 2026-2027. Chúng tôi cũng kỳ vọng SAB sẽ chuyển một phần thuế tiêu thụ đặc biệt cao hơn cho người tiêu dùng do theo ban lãnh đạo thì SAB cần đáp ứng yêu cầu của Chính phủ về việc kiểm soát tiêu thụ rượu bia.

Quy định về bắt buộc tái chế bao bì nhôm có hiệu lực từ năm 2024 sẽ có tác động tiêu cực không đáng kể đối với SAB. Theo Nghị định 08/2022/NĐ-CP của Chính Phủ, các nhà sản xuất và nhập khẩu lốp xe, các sản phẩm pin & ắc quy, bao bì (giấy, lon nhôm, v.v.) của một số sản phẩm, và các sản phẩm khác, được yêu cầu phải bắt đầu thực hiện trách nhiệm tái chế từ ngày 01/01/2024. Dựa trên Nghị định 08 và dự báo sản lượng bán bia của chúng tôi đối với SAB, chúng tôi ước tính chi phí tái chế của công ty vào khoảng 50-60 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2024-2028, tương đương với 1,1%-1,2% LNST sau lợi ích CĐTTS dự báo mỗi năm của chúng tôi trong giai đoạn này.

KQKD quý 1/2024: Tín hiệu phục hồi sớm của sản lượng bán bia

Hình 1: KQKD quý 1/2024 của SAB

Tỷ đồng	Quý 1/2023	Quý 1/2024	YoY	Quý 1/2024/ Dự báo 2024 cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu	6.214	7.184	16%	22%	
Bia	5.564	6.388	15%	23%	* Được thúc đẩy bởi (1) sản lượng bán bia cao hơn chủ yếu do thời điểm diễn ra Tết Nguyên đán khác nhau của năm 2023 và năm 2024, và (2) tác động đẩy đủ của việc tăng giá vào đầu năm 2023. Cụ thể, sản lượng bán bia trong Tết Nguyên đán năm 2024 chủ yếu được ghi nhận vào tháng 1-2/2024 vì Tết Nguyên đán diễn ra vào giữa tháng 2/2024. Trong khi đó, Tết Nguyên đán năm 2023 diễn ra vào cuối tháng 1, dẫn đến việc một phần nhỏ của sản lượng bán bia trong Tết Nguyên đán được ghi nhận vào tháng 1/2023. * SAB ước tính công ty đã giành được thêm thị phần trong bối cảnh thị trường đang cạnh tranh gay gắt trong quý 1/2024.
Khác	650	796	22%	21%	
LN gộp	1.915	2.100	10%	21%	
Bia	1.874	2.109	13%	21%	
LN gộp khác & khấu trừ doanh thu	41	-9	N.M.	12%	
Chi phí bán hàng	-861	-842	-2%	18%	
Chi phí quản lý	-182	-209	14%	25%	
LN từ HĐKD	871	1.050	20%	24%	
Thu nhập tài chính ròng	337	270	-20%	22%	* Do lãi suất thấp hơn.
Lãi/lỗ từ các công ty liên kết	44	-11	N.M.	N.M.	* Công Ty Liên Doanh TNHH Crown Sài Gòn (công ty liên kết mà SAB sở hữu 30% cổ phần chuyên sản xuất và cung cấp lon nhôm cho SAB và các công ty rượu, bia và nước giải khát khác) ghi nhận lỗ vì một số khách hàng của công ty đã dự trữ lon trong quý 4/2023 để sử dụng trong quý 1/2024, dẫn đến số lượng đơn đặt hàng giảm trong quý 1/2024. * Khoản lỗ của CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn - Bình Tây (công ty liên kết mà SAB sở hữu 22,18% cổ phần) chủ yếu do doanh số bán các mặt hàng của thương hiệu của công ty kém hiệu quả và những thách thức trong mảng kinh doanh bao bì của công ty.
Thu nhập ròng khác	-1	-5	594%	16%	
LNTT	1.252	1.303	4%	23%	
LNST sau lợi ích CĐTS	967	997	3%	23%	* Do các công ty liên kết thua lỗ và thu nhập tài chính ròng thấp hơn ảnh hưởng đến tác động tích cực của việc sản lượng bán bia tăng trưởng ổn định và chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) được kiểm soát chặt chẽ.
Biên LN					
Biên LN gộp	30,8%	29,2%			
Biên LN gộp mảng bia	33,7%	33,0%			* Ghi nhận nguyên liệu có chi phí cao do dự phòng quá mức.
Biên EBIT	14,0%	14,6%			
EBIT/doanh thu mảng bia	15,7%	16,4%			* Kiểm soát chặt chẽ chi phí SG&A với tỷ lệ chi phí cho hoạt động quảng cáo và khuyến mãi (A&P)/doanh thu bia giảm xuống mức 7%.
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	15,6%	13,9%			

Nguồn: SAB, Vietcap

Triển vọng năm 2024: Lợi nhuận 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	32.757	32.267	8%	
Bia	26.923	28.825	28.389	7%	<p>* Sản lượng bán: Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng sản lượng bán bia năm 2024 của chúng tôi từ 5% YoY lên 7% YoY do chúng tôi kỳ vọng đã phục hồi sẽ tiếp tục đến cuối năm. Ngoài ra, sự phục hồi trong năm 2024 từ mức cơ sở thấp trong năm 2023 sẽ được hỗ trợ bởi đã phục hồi của nền kinh tế. Tuy nhiên, chúng tôi cũng đưa các yếu tố sẽ gây ảnh hưởng đến tốc độ phục hồi của SAB vào báo của chúng tôi, bao gồm: (1) việc xử phạt nghiêm ngặt các trường hợp vi phạm nồng độ cồn, (2) các khoản chi tiêu không thiết yếu sẽ tiếp tục được thắt chặt trong nửa đầu năm 2024, và (3) sự cạnh tranh gay gắt.</p> <p>* Giá bán: Chúng tôi duy trì dự báo của chúng tôi rằng SAB sẽ không tăng giá bán của công ty trong năm 2024 do cạnh tranh ngày càng gay gắt.</p>
Khác	3.538	3.932	3.878	11%	
LN gộp	9.091	9.753	9.810	7%	
Bia	9.168	9.830	9.884	7%	
LN gộp khác & khấu trừ doanh thu	-77	-77	-74	1%	
Chi phí bán hàng	-4.479	-4.499	-4.632	0%	* Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí A&P/doanh thu bia sẽ giảm so với cùng kỳ năm ngoái vì chúng tôi dự báo SAB sẽ chi tiêu có chọn lọc hơn đối với các hoạt động marketing trong năm 2024.
Chi phí quản lý	-801	-851	-839	6%	
LN từ HĐKD	3.811	4.403	4.340	16%	
LN ngoài HĐKD	1.559	1.435	1.427	-8%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi lãi suất quay về mức bình thường, trong khi chúng tôi kỳ vọng các khoản lỗ tại các công ty liên kết trong quý 1/2024 sẽ chỉ là khoản lỗ bất thường (one-off). Ban lãnh đạo của SAB đang tích cực làm việc với Sabibeco nhằm giải quyết những thách thức này cũng như nâng cao hiệu quả bán hàng của Sabibeco và hiệu quả hoạt động trong mảng bao bì của công ty.
LNTT	5.370	5.837	5.767	9%	
LNST sau lợi ích CĐTS	4.118	4.470	4.416	9%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi sản lượng bán bia cao hơn so với cùng kỳ năm trước và tỷ lệ chi phí A&P/doanh thu bia thấp hơn.
Biên LN					
Biên LN gộp	29,8%	29,8%	30,4%		* Bất chấp những thách thức do chi phí nguyên liệu đầu vào được phòng hộ rủi ro quá mức trong năm 2024, chúng tôi cho rằng việc cải thiện tiêu chuẩn sản xuất và giảm thiểu lãng phí có thể giúp giảm thiểu các tác động.
Biên LN gộp mảng bia	34,1%	34,1%	34,8%		
Biên EBIT	12,5%	13,4%	13,5%		* Chúng tôi cho rằng (1) cải thiện hiệu quả hoạt động & thương mại và (2) chi tiêu A&P hiệu quả hơn sẽ hỗ trợ biên LNST sau lợi ích CĐTS.
EBIT/doanh thu mảng bia	14,2%	15,3%	15,3%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	13,5%	13,6%	13,7%		

Nguồn: SAB, Vietcap

Tóm tắt cuộc họp HĐQT quý 1/2024

Tín hiệu phục hồi sớm trong 4 tháng đầu năm 2024; việc sửa đổi thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia có khả năng sẽ bị trì hoãn 1 năm

* **Tổng quan:** Ban lãnh đạo cho rằng kết quả quý 1/2024 cho thấy tín hiệu phục hồi rất sớm trong năm 2024. Cùng với KQKD tích cực trong tháng 4 của công ty, SAB kỳ vọng đà phục hồi sẽ tiếp tục kéo dài đến cuối năm. Ngoài ra, SAB duy trì quan điểm lạc quan đối với mức tiêu thụ bia dài hạn của Việt Nam.

* **Lợi nhuận:**

- SAB dự kiến duy trì biên lợi nhuận gộp trong nửa cuối năm 2024 bằng với mức trong nửa đầu năm 2024. Bất chấp những thách thức do chi phí nguyên liệu đầu vào được phòng hộ rủi ro quá mức trong năm 2024, SAB có kế hoạch giảm thiểu các tác động thông qua việc cải thiện tiêu chuẩn sản xuất và giảm thiểu lãng phí.

- Đối với năm 2025, SAB kỳ vọng chi phí đầu vào sẽ trở về mức bình thường khi chi phí cao hơn từ năm 2024 đã được hấp thụ hoàn toàn. Việc chi phí đầu vào trở về mức bình thường được kỳ vọng sẽ bắt đầu tác động tích cực lên biên lợi nhuận gộp từ năm 2025, tạo ra môi trường chi phí thuận lợi hơn cho công ty.

* **Chi phí A&P:** Ban lãnh đạo nhắc lại chiến lược chi tiêu cho A&P một cách có chọn lọc.

* **Mua lại CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn - Bình Tây (Sabibeco, UPCoM SBB):** Ban lãnh đạo kỳ vọng tăng tỷ lệ sở hữu của SAB tại Sabibeco từ 22% (vào cuối năm 2023) lên hơn 50% trong nửa cuối năm 2024 (sớm nhất là vào quý 3/2024).

* **Thuế tiêu thụ đặc biệt:** SAB kỳ vọng việc sửa đổi luật thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia sẽ bị trì hoãn ít nhất 1 năm. Nếu thuế tiêu thụ đặc biệt tăng, SAB dự kiến sẽ tăng giá bán để chuyển thuế tăng lên sang khách hàng nhằm giảm mức tiêu thụ bia, vì SAB cần đáp ứng các yêu cầu từ Chính phủ về việc kiểm soát tiêu thụ rượu bia.

* **Áp dụng nghiêm khắc luật không tiêu thụ rượu bia khi điều khiển phương tiện:** Ban lãnh đạo kỳ vọng thị trường sẽ dần đạt được trạng thái "bình thường mới" để thích nghi với việc áp dụng nghiêm ngặt luật không tiêu thụ rượu bia khi điều khiển phương tiện đang diễn ra tại Việt Nam.

* **Triển vọng dài hạn:** Ban lãnh đạo duy trì quan điểm tích cực về triển vọng trong 5 năm tới của thị trường bia Việt Nam, được củng cố bởi dân số trẻ, văn hóa tiêu thụ bia mạnh mẽ và quá trình đô thị hóa đang diễn ra tại Việt Nam.

Hoạt động quảng cáo & khuyến mãi (A&P)

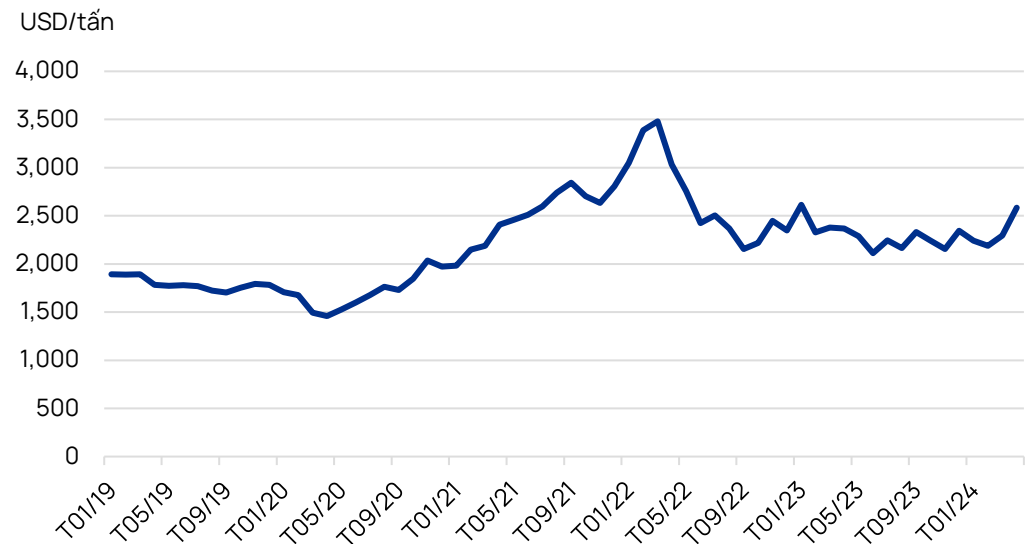
Hình 3: SAB tung ra thị trường bao bì Tết cho các sản phẩm nhân dịp Tết Nguyên Đán 2024 và chiến dịch khuyến mãi hè cho sản phẩm Saigon Export Premium



Nguồn: SAB, Vietcap tổng hợp

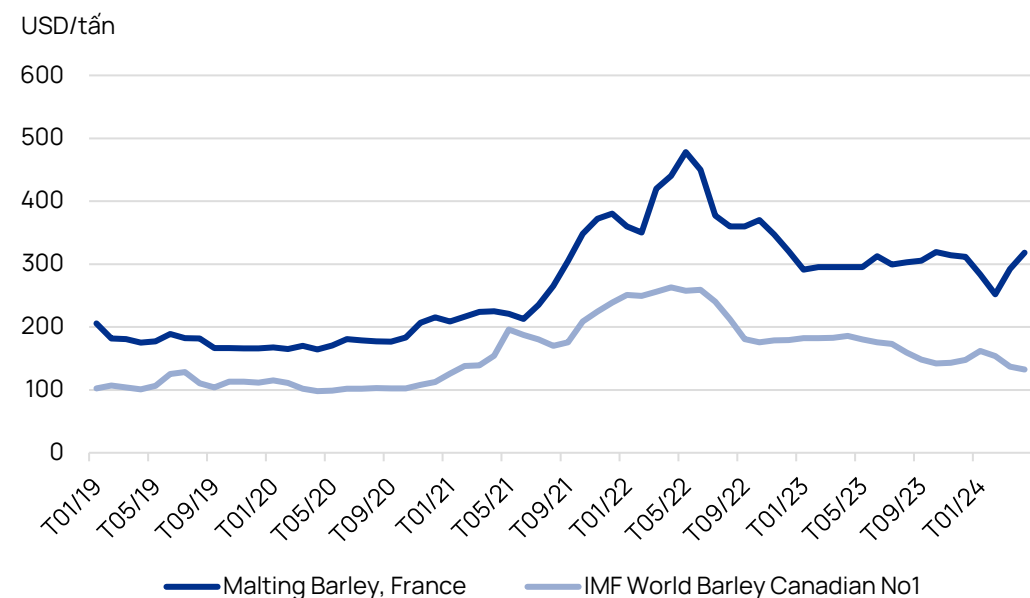
Diễn biến giá nguyên vật liệu

Hình 4: Giá nhôm trung bình 4 tháng đầu năm 2024 giảm 4% YoY



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Hình 5: Giá đại mạch trung bình 4 tháng đầu năm 2024 giảm 9% YoY



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Định giá

Trong báo cáo nhật này, chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu xuống 70.000 đồng. Chúng tôi duy trì phương pháp định giá P/E mục tiêu của chúng tôi nhưng giảm 11% P/E mục tiêu (từ 22,2 lần xuống 19,8 lần), được bù đắp một phần bởi việc tăng dự báo EPS năm 2024/25 của chúng tôi và cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2025. Chúng tôi hạ P/E mục tiêu của chúng tôi vì chúng tôi giảm 3% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028, dẫn đến CAGR LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng cho giai đoạn 2023-2028 giảm từ 6% xuống 5% do chúng tôi đưa việc điều chỉnh tăng thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia từ 65% lên 75% từ năm 2026 vào dự báo của chúng tôi.

SAB hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2024 là 16,9 lần so với trung bình 10 năm của trung vị P/E của các công ty ngành là 26,5 lần. Giá trung bình của chúng tôi đặt P/E dự phóng năm 2024/25 của SAB ở mức 20,5 lần/18,9 lần, lần lượt tương ứng với mức chiết khấu 24%/28% so với

trung bình 10 năm của trung vị P/E của các công ty cùng ngành là 26,5 lần (không bao gồm giai đoạn tháng 6/2020 – tháng 2/2022 do dịch COVID-19).

Hình 6: Tóm tắt định giá

Tóm tắt định giá	
P/E mục tiêu (x)	19,8x
EPS trung bình giai đoạn 2024-2025 (đồng)	3.560
Giá mục tiêu (đồng)	70.000
P/E dự phóng tại giá mục tiêu năm 2024/2025 (x)	20,5x/18,9x

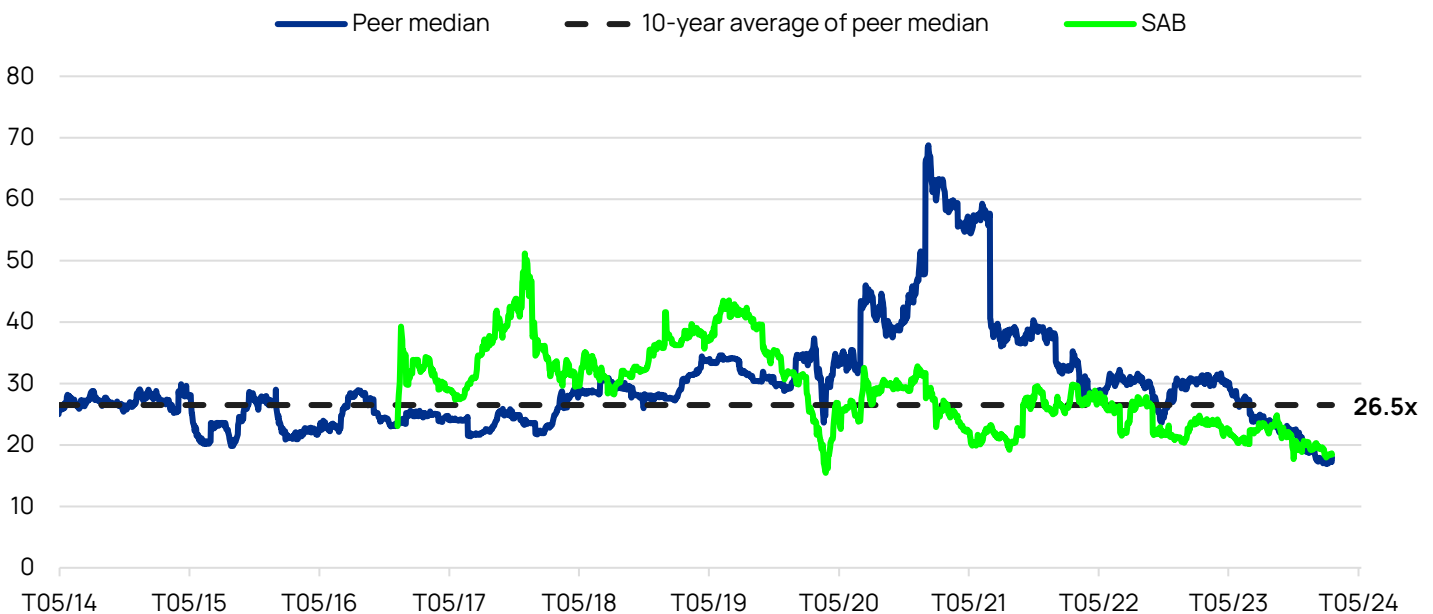
Nguồn: Vietcap

Hình 7: Công ty cùng ngành trong khu vực

Mã	Quốc gia	VHTT (tr USD)	ROA (%)	ROE (%)	ROIC (%)	Nợ vay ròng/vốn CSH (%)	Biên LN từ HDKD (%)	Biên LN ròng (%)	P/E trượt (x)	EV/EBITDA trượt (x)	P/B quý gần nhất (x)
CHINA RESOURCES	Trung Quốc	15.272	8,0	18,0	15,2	-0,7	17,9	12,5	21,5	11,3	3,6
TSINGTAO BREW-A	Trung Quốc	13.514	8,8	15,7	14,2	-85,8	15,1	12,0	26,8	N/A	4,1
CARLSBERG BREWER	Malaysia	1.253	32,1	176,9	87,7	15,5	17,6	14,5	17,8	12,9	25,9
HEINEKEN MALAYSI	Malaysia	1.513	29,1	81,7	58,1	21,9	19,6	14,7	18,6	12,3	15,7
BUDWEISER APAC	Hồng Kông	18.636	5,3	7,9	7,3	-24,8	19,1	11,9	21,8	11,3	1,7
MULTI BINTANG INDO	Indonesia	859	30,3	74,3	53,9	-29,4	42,5	32,1	12,9	8,2	8,7
Trung vị		8.508	18,9	62,4	39,4	-17,2	22,0	16,3	19,9	11,2	9,9
Trung bình		7.514	19,0	46,1	34,5	-12,7	18,5	13,5	20,0	11,3	6,4
SABECO	Việt Nam	2.955	13,2	16,8	11,2	-86,6	12,5	13,5	20,5	11,7	2,9

Nguồn: SAB, dữ liệu công ty, Vietcap tổng hợp (Dữ liệu công ty cùng ngành trong khu vực tính đến ngày 09/05/2024)

Hình 8: P/E (x) của SAB so với các công ty cùng ngành trong khu vực


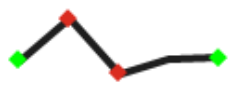
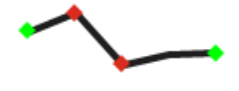
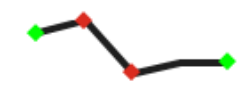


Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: trung bình 10 năm của trung vị các công ty cùng ngành không bao gồm giai đoạn tháng 6/2020 – tháng 2/2022 do dịch COVID-19.

Phân tích kịch bản

Chúng tôi xem xét 4 kịch bản với thuế tiêu thụ đặc biệt lần lượt ở mức 65%/70%/75%/80% bắt đầu từ năm 2026. Dựa trên dự báo lợi nhuận tương ứng, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu và xác định giá mục tiêu của chúng tôi cho SAB ở từng kịch bản. Trong kịch bản 2-4, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tiêu thụ bia sẽ chậm lại trong giai đoạn 2026-2027 do thuế tiêu thụ đặc biệt cao hơn, và theo sau là sự phục hồi vào năm 2028. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng SAB sẽ chuyển một phần thuế tiêu thụ đặc biệt cao hơn cho người tiêu dùng. Do đó, chúng tôi giả định rằng công ty sẽ hạ giá bán (giá trước áp dụng thuế tiêu thụ đặc biệt) trong năm 2026, điều này bị ảnh hưởng một phần bởi giả định của chúng tôi về việc tăng giá trong năm 2026 (sau khi duy trì giá bán ổn định trong giai đoạn 2024-2025). Vì vậy, mức thuế tiêu thụ đặc biệt cao hơn sẽ tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận và dự báo tăng trưởng lợi nhuận của chúng tôi. Do dự thảo luật vẫn chưa được thông qua và thông tin chi tiết vẫn chưa được công bố, nên chúng tôi hiện có lập trường thận trọng và giả định mức thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ tăng lên 75% bắt đầu từ năm 2026 (kịch bản 3).

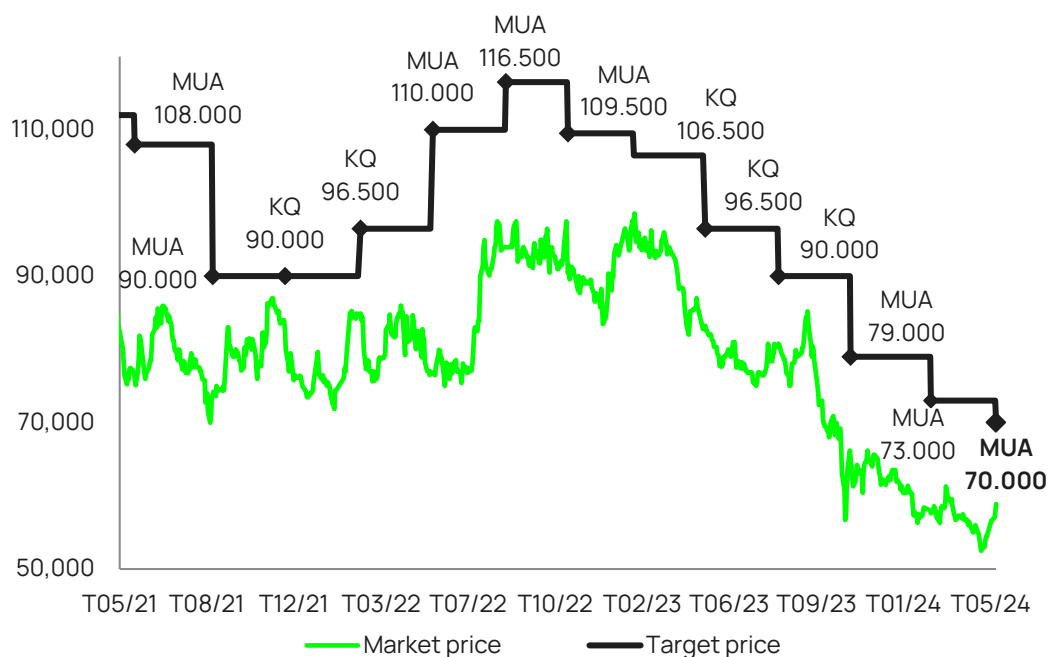
Hình 9: Phân tích kịch bản cho dự báo và định giá của chúng tôi đối với SAB tương quan với sự thay đổi về thuế tiêu thụ đặc biệt

	Kịch bản 1 (65%)	Kịch bản 2 (70%)	Kịch bản 3 (75%)	Kịch bản 4 (80%)
Thuế suất tiêu thụ đặc biệt				
2024-25F	65%	65%	65%	65%
2026-28F	65%	70%	75%	80%
CAGR giai đoạn 2023-2028				
Sản lượng bán bia	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Doanh thu	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
LNST sau lợi ích CĐTS	9,7%	7,7%	5,4%	3,0%
EPS	9,7%	7,7%	5,4%	3,0%
Giai đoạn 2024-2028				
Xu hướng lợi nhuận				
Định giá				
P/E mục tiêu	22,6x	21,2x	19,8x	18,4x
Giá mục tiêu (đồng/cp)	80.000	75.000	70.000	65.000
Tỷ lệ tăng	38,9%	30,2%	21,5%	12,8%
Lợi suất cổ tức	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Tổng mức sinh lời	45,0%	36,3%	27,6%	18,9%
Khuyến nghị	MUA	MUA	MUA	KQ

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 10: 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	32.757	34.491	37.543
Giá vốn hàng bán	-21.370	-23.004	-23.738	-26.857
Lợi nhuận gộp	9.091	9.753	10.753	10.686
Chi phí bán hàng	-4.479	-4.499	-5.023	-5.364
Chi phí quản lí DN	-801	-851	-893	-964
LN thuần HĐKD	3.811	4.403	4.837	4.358
Thu nhập tài chính	1.433	1.277	1.326	1.380
Chi phí tài chính	-73	-56	-56	-56
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-50</i>	<i>-39</i>	<i>-39</i>	<i>-39</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	232	248	262	274
Lỗ/lãi thuần khác	-32	-35	-36	-40
LNTT	5.370	5.837	6.333	5.915
Thuế TNDN	-1.115	-1.131	-1.229	-1.142
LNST trước CĐTS	4.255	4.706	5.104	4.774
Lợi ích CĐ thiểu số	-137	-236	-256	-240
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	4.118	4.470	4.848	4.534
EBITDA	4.852	5.320	5.724	5.399
EPS báo cáo, VND	3.146	3.415	3.704	3.464
DPS báo cáo, VND	3.500	3.500	3.500	3.500
DPS/EPS báo cáo (%)	111%	102%	94%	101%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-12,9%	7,5%	5,3%	8,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	-30,7%	15,5%	9,9%	-9,9%
Tăng trưởng LNTT	-21,2%	7,5%	5,3%	8,8%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-21,2%	8,6%	8,5%	-6,5%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	29,8%	29,8%	31,2%	28,5%
Biên LN từ HĐ %	12,5%	13,4%	14,0%	11,6%
Biên EBITDA %	15,9%	16,2%	16,6%	14,4%
Biên LNST-CĐTS điều chỉnh %	13,5%	13,6%	14,1%	12,1%
ROE %	17,4%	18,5%	20,0%	18,6%
ROA %	12,4%	13,7%	14,5%	13,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	39	38	39	37
Số ngày phải thu	5	5	5	5
Số ngày phải trả	45	41	41	39
TG luân chuyển tiền	-1	3	3	3
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	3,2	3,1	3,1	3,0
CS thanh toán nhanh	2,8	2,7	2,7	2,6
CS thanh toán tiền mặt	2,8	2,7	2,7	2,5
Nợ/Tài sản	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%
Nợ/Vốn sử dụng	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%
Nợ/Vốn CSH	-86,6%	-89,3%	-91,6%	-94,4%
Khả năng thanh toán lãi vay	75,9x	112,7x	123,8x	111,5x

Nguồn: SAB, Vietcap dự báo

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	5.040	5.213	5.451	5.656
Đầu tư TC ngắn hạn	17.741	18.349	19.187	19.909
Các khoản phải thu	467	503	529	576
Hàng tồn kho	2.318	2.495	2.574	2.913
TS ngắn hạn khác	988	1.062	1.118	1.217
Tổng TS ngắn hạn	26.553	27.621	28.859	30.270
TS dài hạn (gộp)	13.232	13.347	13.469	13.601
- Khấu hao lũy kế	-8.839	-9.414	-9.995	-10.582
TS dài hạn (ròng)	4.393	3.933	3.474	3.019
Đầu tư TC dài hạn	2.287	2.346	2.418	2.503
TS dài hạn khác	823	885	932	1.014
Tổng TS dài hạn	7.503	7.164	6.824	6.537
Tổng Tài sản	34.057	34.785	35.683	36.806
Phải trả ngắn hạn	2.476	2.671	2.744	3.133
Nợ ngắn hạn	530	530	530	530
Nợ ngắn hạn khác	5.218	5.611	5.908	6.431
Tổng nợ ngắn hạn	8.225	8.812	9.183	10.094
Nợ dài hạn	171	171	171	171
Nợ dài hạn khác	176	189	199	217
Tổng nợ dài hạn	347	360	370	388
Tổng nợ	8.571	9.172	9.553	10.482
Vốn cổ phần	12.826	12.826	12.826	12.826
Lợi nhuận giữ lại	10.217	10.109	10.370	10.325
Vốn khác	1.169	1.169	1.169	1.169
Lợi ích CĐTS	1.273	1.509	1.765	2.005
Vốn chủ sở hữu	25.485	25.613	26.131	26.324
Tổng cộng nguồn vốn	34.057	34.785	35.683	36.806
Số cp 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	5.213	5.451
Lợi nhuận sau thuế	4.118	4.470	4.848	4.534
Khấu hao	570	575	581	587
Thay đổi vốn lưu động	-1.254	301	208	428
Điều chỉnh khác	-130	-151	-140	-190
Tiền từ hoạt động KD	3.304	5.195	5.497	5.359
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-271	-115	-122	-132
Đầu tư	1.623	-418	-648	-532
Tiền từ HĐ đầu tư	1.352	-533	-770	-665
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	0	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	-4.489	-4.489	-4.489
Tổng lưu chuyển tiền tệ	970	173	238	205
Tiền cuối năm	5.040	5.213	5.451	5.656

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 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

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
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

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
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- 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

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.