Shinhan Securities



TỔNG CTCP BIA – RƯỢU – NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN

[Việt Nam / Thực phẩm và đồ uống]

Mã Bloomberg (SAB VN) | Mã Reuters (SAB.HM)

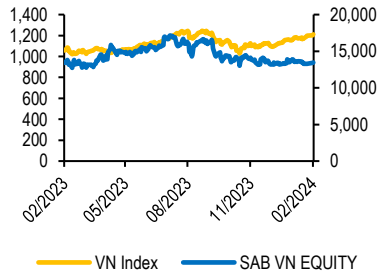
Mua

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng)	**73,900 VND**
Giá hiện tại (22/02/2024)	58,000 VND
Suất sinh lời (%)	27%

VNINDEX	1,223
P/E thị trường	11.0
Vốn hóa (tỷ VND)	74,389
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,283
Tự do giao dịch (triệu CP)	134
52-tuần cao/thấp (VND)	98,000/54,900
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.67
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	42
Sở hữu nước ngoài (%)	n.a
Cổ đông lớn (%)	CT TNHH Vietnam Beverage 54
	Bộ Công thương 36

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-8.7	-22.7	-38.0
So với VN-Index (%)	-18.8	-26.3	-51.0



Nguồn: Bloomberg

Hừng đông sau màn đêm

Cập nhật khuyến nghị Mua, giá mục tiêu 73,900 đồng

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB) là doanh nghiệp đứng thứ 2 về sản xuất bia tại Việt Nam với thị phần đạt 34%. SAB đứng đầu về số lượng nhà máy bia (26 nhà máy) với công suất 2.4 tỷ lít/năm, cung cấp các sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Chúng tôi kì vọng (1) tiêu thụ bia được cải thiện vào năm 2024 nhờ sự quay trở lại của các giải bóng đá lớn (Asian Cup, Euro 2024, Copa America) và sự thích nghi và chuyển đổi thói quen từ tiêu thụ tại chỗ (on-trade) sang mua mang về (off-trade) khi Nghị định 100/2019/NĐ-CP phạt vi phạm nồng độ cồn tiếp tục thực thi quyết liệt hơn, (2) với tiềm lực tài chính vững mạnh, SAB tiếp tục duy trì cổ tức ổn định. Dựa trên phương pháp FCFF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua SAB với giá mục tiêu ở mức 73,900 đồng. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu do công ty thưởng cổ phiếu tỷ lệ 1:1 tại ngày 14/9/2023 và điều chỉnh giảm dự phóng LNST khi lượng tiêu thụ bia các năm sau giảm khi siết chặt việc uống rượu bia khi tham gia giao thông.

Cập nhật KQKD Q4/2023

Quý 4/2023, SAB ghi nhận doanh thu thuần đạt 8,520 tỷ đồng (-15% YoY) và LNST đạt 967 tỷ đồng (-10.1% YoY). Tính cả năm 2023, công ty ghi nhận doanh thu thuần đạt 30,461 tỷ đồng (-12.9% YoY) và LNST đạt 4,255 tỷ đồng (-22.6% YoY). Nhìn chung, kết quả doanh thu và lợi nhuận cả năm đạt tương ứng 95% và 86% dự phóng của chúng tôi.

Kết quả kinh doanh kém khả quan chủ yếu đến từ (1) chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu của người dân giảm trong bối cảnh kinh tế khó khăn, (2) tiêu thụ giảm khi siết chặt Nghị định 100/2019/NĐ-CP, (3) tỷ lệ chi tiêu cho bán hàng/doanh thu tăng để gia tăng nhận diện và bảo vệ thị phần và (4) sử dụng nguyên vật liệu nhập khẩu giá cao được chốt trước từ năm 2022. Biên lợi nhuận gộp của công ty chỉ đạt 29.8% so với mức 30.8% năm 2022.

Triển vọng năm 2024

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2024 đạt 32,392 tỷ đồng (+6.3% YoY). Chúng tôi cũng lưu ý rằng việc chuyển đổi thói quen tiêu thụ từ tiêu thụ tại chỗ sang mua mang về có thể cần nhiều thời gian hơn chúng tôi ước tính.

Biên lợi nhuận gộp bia kì vọng được cải thiện lên mức 34.6% từ mức 33.4% nhờ sự giảm giá của nguyên vật liệu đầu vào. Trong đó, giá nhôm (dùng làm vỏ lon bia) tiếp tục trong xu hướng giảm từ đỉnh năm 2022. Giá malt đại mạch cũng hạ nhiệt, giảm 14% so với đầu năm 2023. Chúng tôi kì vọng doanh nghiệp chỉ tăng chi phí bán hàng/doanh thu thêm 0.5% lên mức 15.2% từ mức nền cao của năm 2023. Từ đó, chúng tôi dự phóng LNST năm 2024 đạt 4,375 tỷ đồng (+2.8% YoY).

Rủi ro: (1) Rủi ro chính sách; (2) Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu, (3) Rủi ro nhu cầu tiêu thụ yếu trong ngắn hạn, (4) Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB)

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**34,979**	**30,461**	**32,392**	**32,852**	**36,323**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	5,498	3,811	4,068	4,067	4,386
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**5,500**	**4,256**	**4,375**	**4,324**	**4,657**
EPS (VND)	7,980	3,132	3,170	3,155	3,395
BPS (VND)	36,083	18,877	19,986	21,070	22,213
OPM	15.7	12.5	12.6	12.4	12.1
NPM	15.7	14.0	13.5	13.2	12.8
ROE	22.4	16.7	16.2	15.1	15.4
PER (x)	19.5	21.5	21.3	21.4	19.9
PBR (x)	4.3	3.6	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA (x)	14.2	13.7	13.8	13.9	12.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trang Võ

☎ (84-28) 6299-7751
✉ trang.vo@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029
✉ ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Định giá và khuyến nghị

Cập nhật khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 73,900 VND

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá SAB. Chúng tôi cập nhật khuyến nghị Mua đối với Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn với giá mục tiêu ở mức 73,900 đồng tương ứng với mức tăng 27% so với thị giá hiện tại. Giá mục tiêu của chúng tôi thay đổi bởi công ty chia cổ phiếu thưởng tỷ lệ 1:1 tại ngày 14/9/2023 và sự thận trọng trong dự phóng lượng tiêu thụ bia các năm sau khi các chính sách phạt vi phạm nồng độ cồn được thực thi quyết liệt hơn.

Phương pháp định giá

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành với SAB hoạt động trong nước và khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Trung bình P/E của các doanh nghiệp trong thống kê (ngoại trừ SAB) ở mức 24.8x. Kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2024 ở mức 3,170 đồng, chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu 12 tháng SAB ở mức 78,616 VND.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Mã chứng khoán	PE	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS (%)	ROA (%)	ROE (%)
000858 CH Equity	24.2	72,461	14.16	20.62	25.74
000568 CH Equity	23.4	1,584	31.40	24.25	36.07
002304 CH Equity	25.3	523	24.15	16.72	21.18
291 HK Equity	27.4	12,567	(4.96)	7.77	17.88
TWE AU Equity	28.6	6,224	(3.29)	3.07	5.40
2503 JP Equity	22.2	13,072	3.02	4.16	10.67
Trung bình	24.8				
EPS forward	3,170				
Giá mục tiêu	**78,616**				

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Company

Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 2.5% là lãi suất phi rủi ro, Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử của SAB và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của SAB được định giá ở mức 69,209 đồng.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	**10.0**
Lãi suất phi rủi ro (%)	2.5
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9.0
Beta	0.85
Chi phí nợ (%)	5.0
Chi phí sử dụng vốn (%)	10.2
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.01
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	701

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

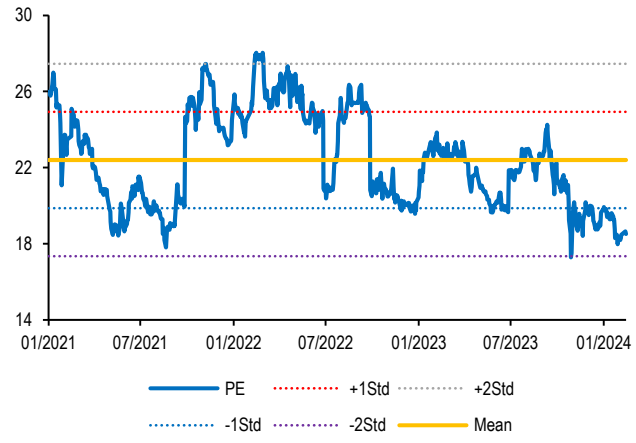
Mô hình định giá FCF của SAB

Đơn vị: tỷ VND	**2024F**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
LN ròng	4,375	4,324	4,657	4,715	5,200
Cộng: Lãi vay sau thuế	45	38	41	42	45
Cộng: Khấu hao	555	565	579	590	604
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(736)	(102)	(272)	(117)	(467)
Trừ: Vốn đầu tư	448	312	307	337	321
Dòng tiền tự do (FCFF)	**5,263**	**4,717**	**5,242**	**5,127**	**5,995**
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	21,830				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	45,951				
Giá trị doanh nghiệp	67,781				
Nợ vay	701				
Tiền và tương đương tiền	22,781				
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,273				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	1.28 (*)				
Giá mục tiêu (VND)	**69,209**				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

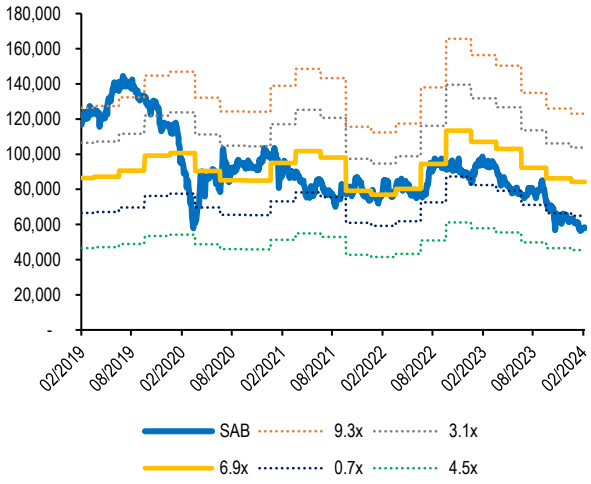
(*) Thưởng cổ phiếu tỷ lệ 1:1 ngày 14/09/2023

PER của SAB từ 2021



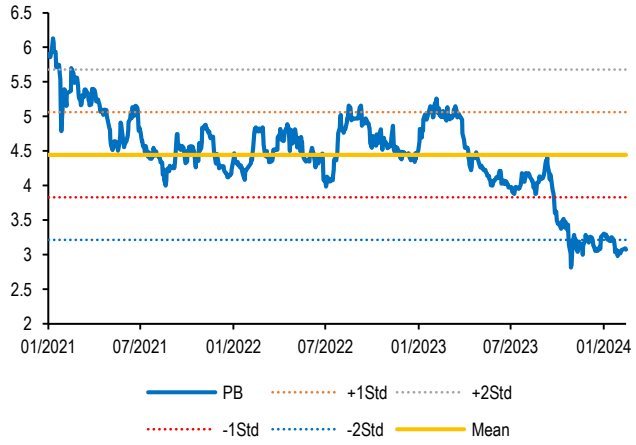
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của SAB



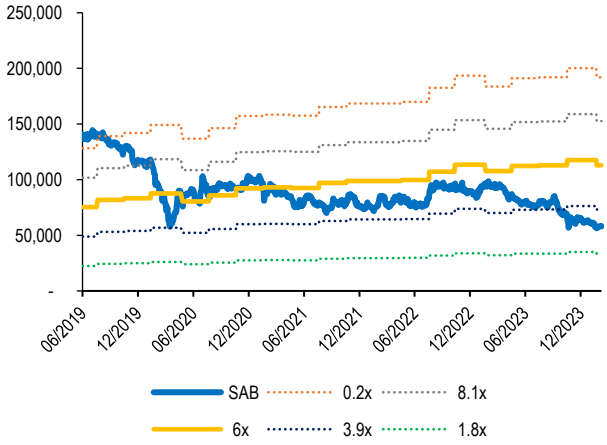
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của SAB từ 2021



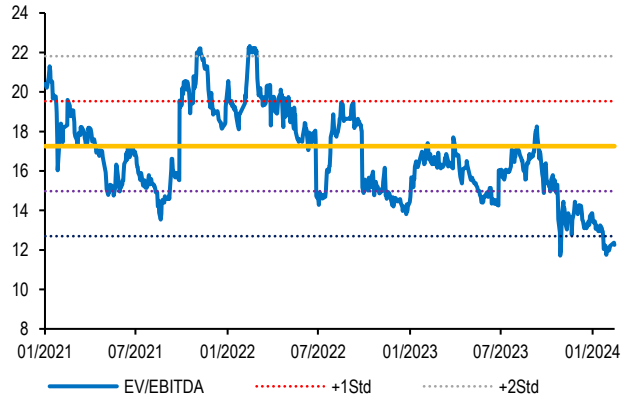
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của SAB



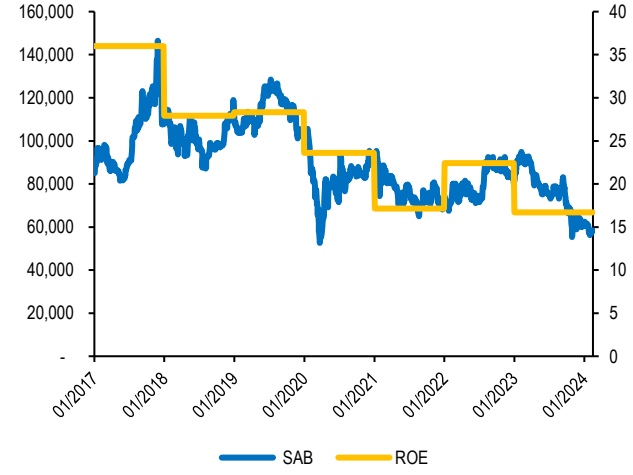
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của SAB từ năm 2021



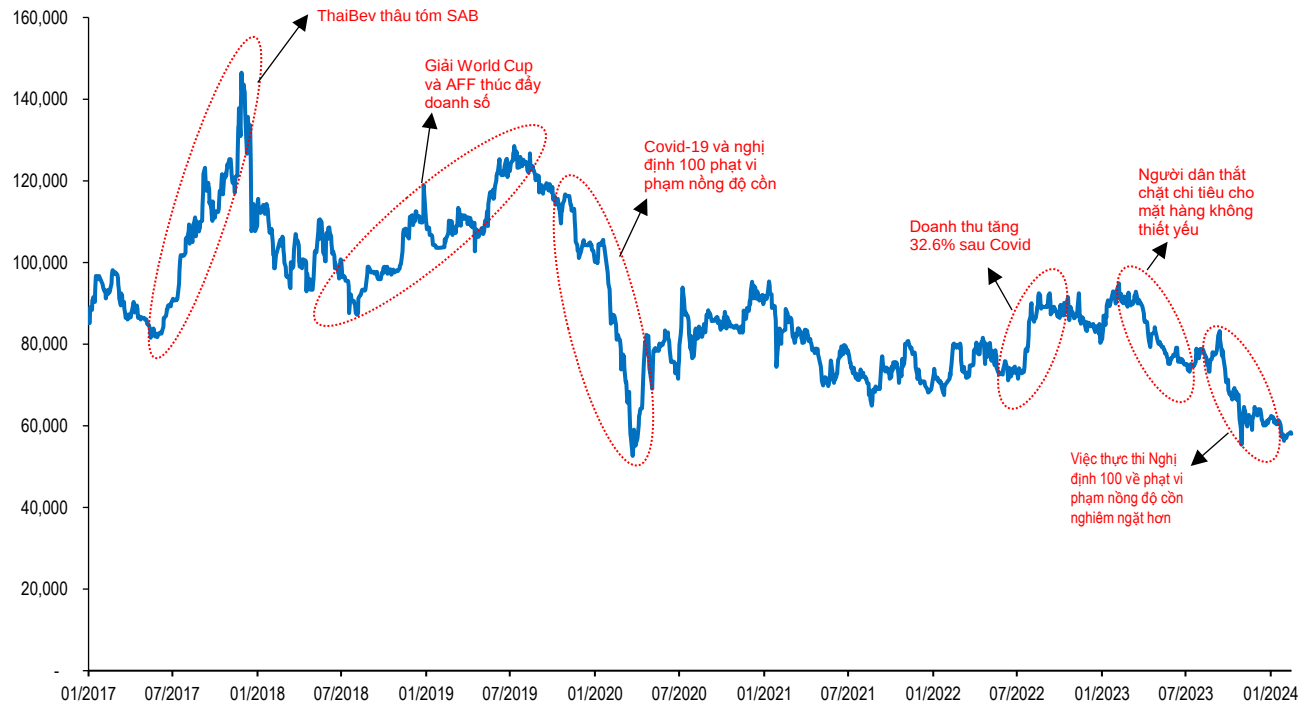
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE dự phóng của SAB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của SAB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

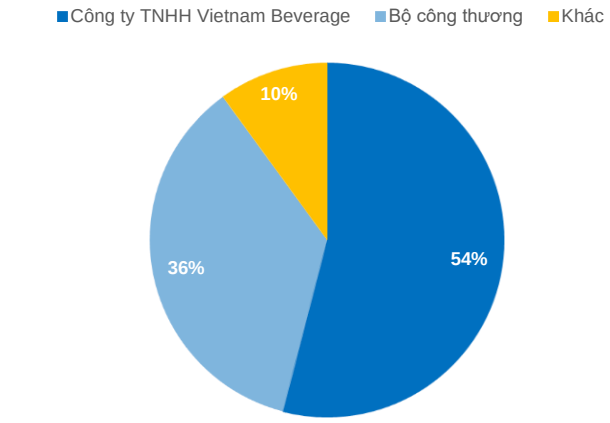
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB) ban đầu là một xưởng bia nhỏ được người Pháp thành lập tại Sài Gòn năm 1875. Đến năm 2016, SAB chính thức được niêm yết trên sàn HOSE. Trải qua 145 năm lịch sử, đến nay, Sabeco đã đưa Bia Việt vươn ra 38 quốc gia và vùng lãnh thổ.

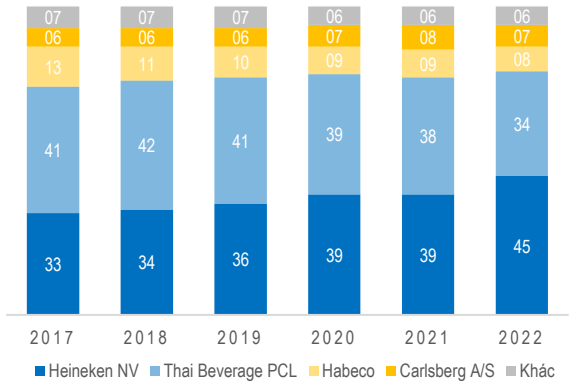
Năm 2017 đánh dấu một cột mốc lịch sử cho SAB khi ThaiBev thâu tóm thành công SAB với giá trị lên đến 4.8 tỷ USD thông qua Vietnam Beverage. Đây là thương vụ kỷ lục của ngành bia châu Á được thực hiện tính đến thời điểm đó. Sau thâu tóm, SAB tiếp tục tăng trưởng và đạt doanh thu lên đến 37,999 tỷ đồng vào năm 2019, trước khi chịu tác động của đại dịch Covid-19 và Nghị định 100/2019/NĐ-CP phạt vi phạm nồng độ cồn.

Tỷ lệ sở hữu tại SAB tại ngày 20/02/2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần bia tại Việt Nam (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

SAB là một trong hai doanh nghiệp đầu ngành sản xuất bia tại Việt Nam. Thị phần SAB bắt đầu bị thu hẹp từ năm 2019 trước sự bành trướng của Hãng bia Heniken. Heniken liên tục ra mắt các dòng sản phẩm mới như Heniken Silver, Heniken 0 độ cồn. So với đối thủ đang chiếm lĩnh thị phần hàng đầu, SAB có ưu thế về thương hiệu Việt. Cụ thể, SAB được nhận diện rộng rãi qua các dòng sản phẩm từ bình dân đến cao cấp mang hương vị Việt như bia 333, bia Saigon Chill. Việc nghiên cứu và cho ra mắt các dòng sản phẩm cao cấp góp phần giúp doanh nghiệp giữ được vị thế và bành trướng thị phần của mình.

2. Phân khúc và sản phẩm

Ngành bia được chia làm 4 phân khúc: bình dân, phổ thông, cao cấp và siêu cao cấp dựa vào hương vị, chất lượng và giá cả. Trong đó:

- Phân khúc bình dân: Đối tượng khách hàng chủ yếu là tầng lớp bình dân thu nhập trung bình thấp với giá cả từ dưới 30 nghìn/lít (tương đương 10,000 -12,000 VND/lon). Hai nhãn hiệu nổi bật trong phân khúc này gồm Huda và Larue. Ngoài ra còn có bia hơi Việt Nam, được sản xuất chủ yếu tại nhà và phân phối tại các nhà hàng, quán ăn nhỏ tại khu vực nông thôn và cận thành thị.

- Phân khúc phổ thông: Đối tượng chủ yếu là người lao động thu nhập trung bình với giá cả từ 30,000 VND – 40,000 VND/lít. Các công ty lớn trong phân khúc này gồm có Habeco, Sabeco, Heniken và Carlsberg. Sản phẩm thuộc phân khúc phổ thông được phân phối rộng rãi từ thành thị đến nông thông qua kênh tiêu dùng tại chỗ (on-trade) và kênh phân phối mua về nhà (Off-trade).

- Phân khúc cao cấp và siêu cao cấp: đối tượng khách hàng chủ yếu là người tiêu dùng có thu nhập trung bình cao với giá bán khoảng 40,000 VND/lít. Số lượng công ty chiếm lĩnh thị phần trong phân khúc này không nhiều, trong đó Heniken với hai sản phẩm Heniken và Tiger có thị phần khoảng 68% và tiếp đến là Sabeco với Saigon Chill và Saigon Gold. Các sản phẩm trong phân khúc này được phân phối chủ yếu qua kênh on-trade tại các nhà hàng, khách sạn. Tuy vậy, với việc nhận diện thương hiệu hiệu quả và qua thời gian dài, các sản phẩm cao cấp của Heniken và Sabeco ở phân khúc này đã tiếp cận được người tiêu dùng tại cả các khu vực nông thôn và tại các quán nhậu bình dân.

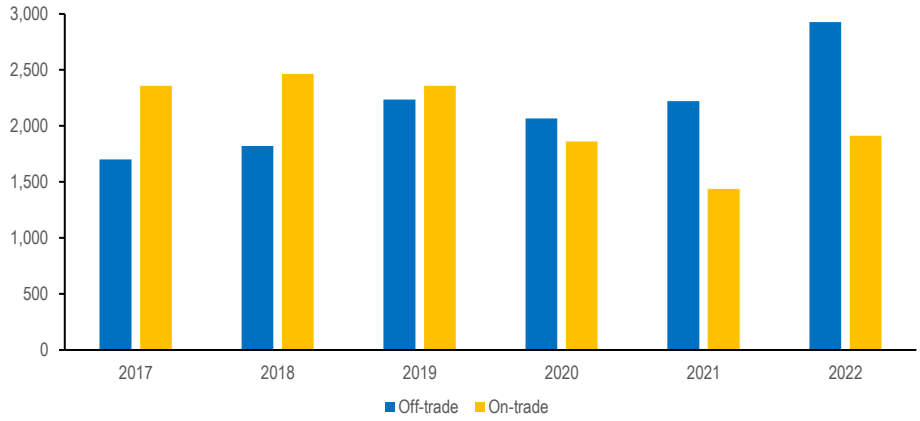
STT	Công ty	Thị trường chủ lực	Phân khúc chính	Giá cả (VND/lon)	Sản phẩm
1	Sabeco (SAB)	Miền Nam	Phổ thông và cao cấp	12,000 - 22,000	Sài Gòn Export, Sài Gòn Chill, Sài Gòn Special Sleek, Sài Gòn Gold
2	Habeco (BHN)	Miền Bắc	Bình dân và phổ thông	11,500 - 15,000	Bia Hà Nội Bold, Hà Nội Light, Bia hơi Hà Nội, Bia Hà Nội Premium
3	Heniken	Miền Trung và Miền Nam	Phổ thông, cao cấp	15,000 - 22,000	Heniken Bạc, Heniken Zero, Tiger Platinum
4	Carlsberg	Miền Trung	Phổ thông và cao cấp	20,000 -21,000	Carlsberg Danish Pilsner

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, theo sự gia tăng trong thu nhập, người tiêu dùng có xu hướng chuyển từ phân khúc bình dân sang phân khúc phổ thông và từ phân khúc phổ thông sang phân khúc cao cấp. Theo Euromonitor, bia cao cấp được dự báo tăng trưởng kép 12.7% trong giai đoạn 2021-2026, cao hơn so với tăng trưởng bình quân của ngành ở mức 4%.

3. Kênh phân phối

Lượng bia qua các kênh bán hàng (triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Về kênh phân phối, bia được tiêu thụ qua hai kênh là tiêu dùng tại chỗ (on-trade) tại các quán nhậu, nhà hàng, khách sạn; và kênh phân phối mua về (off-trade) tại siêu thị, cửa hàng tiện lợi và đại lý. Do văn hóa mang tính tập thể, người Việt chuộng tiêu thụ bia tại các quán nhậu. Do đó, trước năm 2019, việc tiêu dùng tại chỗ là kênh phân phối bia chính. Tuy vậy, với sự phát triển của thương mại điện tử, sự bùng phát của dịch Covid-19 cùng Nghị định 100 phạt vi phạm nồng độ cồn, nhiều doanh nghiệp như SAB và Heniken đã triển khai bán hàng online từ năm 2021 để bù đắp một phần sự sụt giảm doanh thu tại các quán nhậu, nhà hàng. Cũng từ đó, kênh off-trade vượt qua on-trade trở thành kênh bán hàng chủ yếu.

Chúng tôi kì vọng kênh on-trade sẽ được phục hồi từ năm 2024 nhờ sự phục hồi của tiêu dùng, đồng thời, kênh off-trade vẫn sẽ tiếp tục phát triển do nghị định về vi phạm nồng độ cồn khiến một bộ phận người tiêu dùng chuyển sang tiêu thụ tại nhà nhiều hơn.

Về hệ thống phân phối, Sabeco hiện sở hữu 26 nhà máy bia với công suất 2.4 tỷ lít/năm và 11 công ty thương mại toàn quốc, vượt trội hơn hẳn Heniken với chỉ 6 nhà máy bia và 8 văn phòng bán hàng. Mạng lưới phân phối rộng khắp từ Bắc vào Nam là thế mạnh của Sabeco, giúp tiếp cận được các quán nhậu, nhà hàng ở kênh on-trade. Với kênh off-trade, Sabeco hiện đang có mặt tại cửa hàng tiện lợi và nhiều trang thương mại điện tử từ Tiki đến Bách Hóa Xanh.

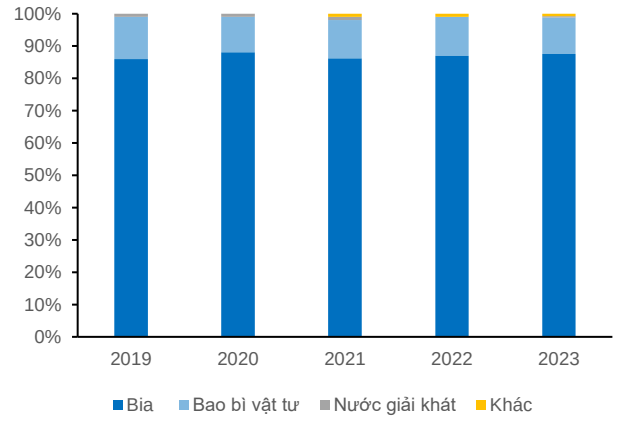
4. Cơ cấu doanh thu, lợi nhuận gộp và chi phí hoạt động

Bia là sản phẩm chủ lực của SAB, chiếm gần 90% doanh thu và đến 98% lợi nhuận gộp. Sabeco sản xuất chủ yếu bia ở hai phân khúc là phổ thông và cao cấp. Biên lợi nhuận gộp của mảng bia được cải thiện qua các năm.

Mảng bao bì vật tư là các bao bì, nguyên liệu đầu vào cho bia, chủ yếu được giao dịch với các bên liên quan. Do đó, tuy chiếm hơn 10% doanh thu, nhưng biên lợi nhuận gộp cho mảng này là rất thấp, chỉ chiếm rơi vào khoảng 1%.

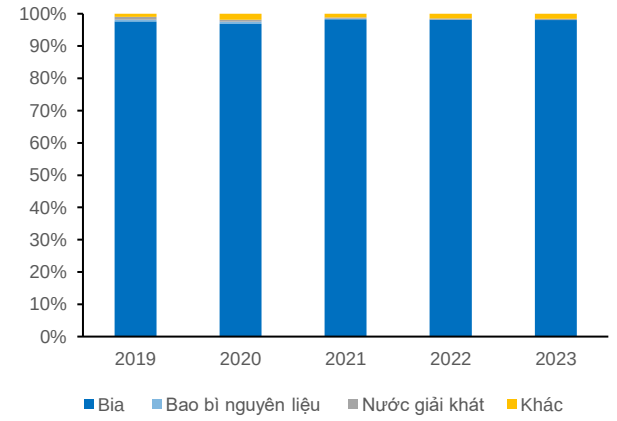
Nước giải khát gồm các sản phẩm nước có gas và nước tinh khiết. Dù biên lợi nhuận gộp trung bình ở mức 25%, doanh thu mảng này chỉ đóng góp một tỷ trọng rất nhỏ (1% tổng doanh thu).

Cơ cấu doanh thu SAB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu lợi nhuận gộp SAB

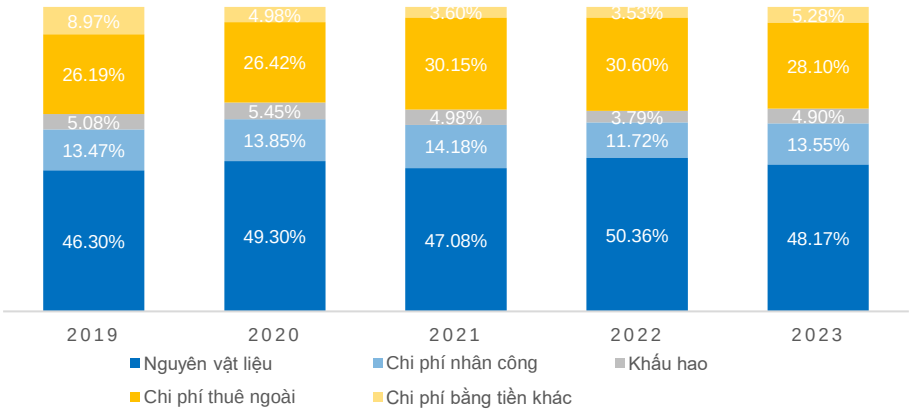


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trong cơ cấu chi phí hoạt động, chi phí nguyên vật liệu có tỷ trọng cao nhất, với khoảng 46-50% tổng chi phí hoạt động của doanh nghiệp. Trong đó, nguyên vật liệu đầu vào gồm đại mạch, hoa bia và nhôm quyết định 38% chi phí giá vốn và được doanh nghiệp nhập khẩu. Tùy vào từng loại, thông thường, doanh nghiệp thực hiện chốt trước nguyên liệu từ 6-9 tháng. Các biến động vĩ mô như chiến tranh Nga – Ukraine đã đẩy giá nguyên vật liệu lên cao vào năm 2022. Tuy nhiên, việc chốt trước nguyên liệu từ năm 2021 góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp năm 2022 của mảng bia lên mức 35%, cao nhất trong 10 năm qua.

Chi phí thuê ngoài được cấu thành chủ yếu bởi chi phí bán hàng. Chi phí bán hàng tại các doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống thường chiếm tỷ trọng cao bởi việc cạnh tranh trong lĩnh vực này ngày càng gay gắt. Do đó, việc nhận diện thương hiệu là một trong những yếu tố quan trọng để duy trì doanh thu và thị phần. Tại Sabeco, chi phí bán hàng tại SAB duy trì quanh mức 12% doanh thu.

Cơ cấu chi phí hoạt động



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	**34,465**	**34,056**	**35,483**	**37,150**	**39,451**
Tài sản ngắn hạn	26,860	26,553	28,269	30,174	32,680
Tiền và tương đương tiền	4,069	5,040	6,217	8,352	8,401
Đầu tư TC ngắn hạn	19,411	17,741	19,134	18,821	21,027
Các khoản phải thu	898	1,229	696	748	791
Hàng tồn kho	1,447	1,668	2,194	2,318	1,998
Tài sản ngắn hạn khác	1,035	875	28	-65	463
Tài sản dài hạn	7,605	7,503	7,214	6,976	6,771
Tài sản cố định	4,455	3,970	3,737	3,491	3,132
Chi phí xây dựng cơ bản	134	144	271	266	355
Tài sản dài hạn khác	3,150	3,533	3,477	3,485	3,639
Tổng nợ	**9,874**	**8,571**	**8,398**	**8,516**	**9,169**
Nợ ngắn hạn	9,214	8,225	8,113	8,277	8,977
Khoản phải trả	2,766	2,476	2,663	2,602	2,880
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	659	530	634	636	694
Khác	5,789	5,219	4,816	5,039	5,403
Nợ dài hạn	660	347	285	239	192
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	374	171	109	63	16
Khác	286	176	176	176	176
Vốn chủ sở hữu	**24,591**	**25,485**	**27,087**	**28,636**	**30,284**
Vốn góp chủ sở hữu	6,413	12,826	12,826	12,826	12,826
Thặng dư vốn	0	0	0	0	0
Vốn khác	2,613	2,442	2,622	2,781	2,963
Lợi nhuận giữ lại	15,565	10,217	11,639	13,029	14,495
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,275	1,373	1,451	1,273	1,453
*Nợ vay	1,033	701	743	699	710
*Nợ ròng (tiền)	(22,447)	(22,080)	(24,608)	(26,474)	(28,718)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**34,979**	**30,461**	**32,392**	**32,852**	**36,323**
Tăng trưởng (%)	32.6	-12.9	6.3	1.4	10.6
Giá vốn hàng bán	**(24,208)**	**(21,370)**	**(22,577)**	**(22,763)**	**(25,036)**
Lợi nhuận gộp	**10,771**	**9,091**	**9,815**	**10,089**	**11,287**
Biên lợi nhuận gộp (%)	30.8	29.8	30.3	30.7	31.1
Chi phí BH & QLDN	**(5,273)**	**(5,280)**	**(5,747)**	**(6,022)**	**(6,901)**
LN từ HĐKD	**5,498**	**3,811**	**4,068**	**4,067**	**4,386**
Tăng trưởng (%)	56.6	(30.7)	6.7	0.0	7.8
Biên LN từ HĐKD (%)	15.7	12.5	12.6	12.4	12.1
LN khác	**1,316**	**1,560**	**1,382**	**1,333**	**1,445**
Thu nhập tài chính	1,091	1,433	1,126	1,059	1,195
Chi phí tài chính	(82)	(73)	38	37	30
Trong đó: Chi phí lãi vay	(46)	(50)	56	47	51
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	307	200	218	237	220
LNTT	**6,814**	**5,371**	**5,450**	**5,400**	**5,831**
Thuế TNDN	(1,314)	(1,115)	(1,075)	(1,076)	(1,174)
LNST	**5,500**	**4,256**	**4,375**	**4,324**	**4,657**
Tăng trưởng (%)	40.0	(22.6)	2.8	(1.2)	7.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.7	14.0	13.5	13.2	12.8
LNST cổ đông công ty mẹ	5,224	4,118	4,195	4,165	4,475
Lợi ích CĐTS	276	138	180	159	182
LN trước thuế và lãi vay	**6,859**	**5,420**	**5,394**	**5,353**	**5,780**
Tăng trưởng (%)	39.8	(21.0)	(0.5)	(0.8)	8.0
Biên LN (%)	19.6	17.8	16.7	16.3	15.9
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**7,420**	**5,990**	**5,949**	**5,918**	**6,359**
Tăng trưởng (%)	35.8	(19.3)	(0.7)	(0.5)	7.5
Biên LN (%)	21.2	19.7	18.4	18.0	17.5

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	**4,377**	**1,930**	**4,645**	**3,873**	**4,360**
Lợi nhuận ròng	6,813	5,370	5,450	5,400	5,831
Khấu hao TSCĐ	561	570	555	565	579
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,031)	(1,626)	(957)	(941)	(1,051)
Thay đổi vốn lưu động	(199)	(1,106)	736	102	272
Thay đổi khác	(1,767)	(1,278)	(1,139)	(1,253)	(1,271)
Tiền từ HĐ đầu tư	**(1,867)**	**2,727**	**(884)**	**942**	**(1,462)**
Thay đổi tài sản cố định	(529)	(271)	(448)	(312)	(307)
Thay đổi tài sản đầu tư	(2,352)	1,634	(1,393)	313	(2,206)
Khác	1,014	1,364	957	941	1,051
Tiền từ HĐ tài chính	**(2,048)**	**(3,684)**	**(2,588)**	**(2,680)**	**(2,849)**
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	371	(330)	42	(44)	11
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(2,419)	(3,354)	(2,630)	(2,636)	(2,860)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**462**	**973**	**1,173**	**2,135**	**49**
Tổng tiền đầu năm	3,609	4,069	5,040	6,217	8,352
Thay đổi trong tỷ giá	(2)	(2)	4	-	-
Tổng tiền cuối năm	4,069	5,040	6,217	8,352	8,401

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

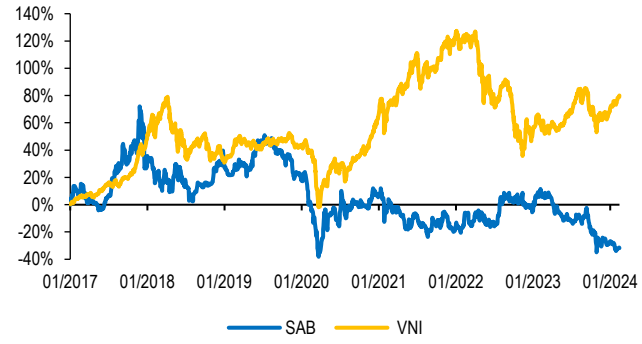
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	7,980	3,132	3,170	3,155	3,395
BPS (đồng)	36,083	18,877	19,986	21,070	22,213
DPS (đồng)	1,890	2,620	2,055	2,059	2,234
PER (x)	19.5	21.5	21.3	21.4	19.9
PBR (x)	4.3	3.6	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	14.2	13.7	13.8	13.9	12.9
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	61.4	78.8	60.1	61.0	61.4
Lãi cổ tức (%)	1.5	2.1	1.7	1.7	1.8
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	21.2	19.7	18.4	18.0	17.5
Biên LN từ HĐKD (%)	15.7	12.5	12.6	12.4	12.1
Biên LNST (%)	15.7	14.0	13.5	13.2	12.8
ROA (%)	16.0	12.5	12.3	11.6	11.8
ROE (%)	22.4	16.7	16.15	15.1	15.4
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	4.2	2.8	2.7	2.4	2.3
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(302.5)	(368.6)	(413.6)	(447.3)	(451.6)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	254.8	277.0	312.5	328.3	327.8
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	149.1	108.4	(96.3)	(113.9)	(113.3)
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	38.1	44.5	42.1	42.2	39.6
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	30.4	39.8	36.2	33.6	32.1
Số ngày khoản phải thu (ngày)	2.3	4.8	3.8	2.4	2.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
18/08/2023 (BC lần đầu)	MUA	182,700	-0.2	-12.4/13.2
22/02/2024 (BC cập nhật)	MUA	73,900	1.2	-25.6/25.1

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Diem Ngo

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: SAB VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000