



FLASH NOTE | SAB – TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU (19/11/2020)

Trương Đức Nguyên – Tư vấn Cá nhân

SAB : TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Năm 2020 chịu ảnh hưởng kép từ nghị định 100 và giãn cách xã hội.** Doanh thu và lợi nhuận của SAB đều giảm mạnh trong 6 tháng 2020, tuy nhiên sự phục hồi về sản lượng trong quý 3 và hiệu quả kinh doanh tăng giúp lợi nhuận quý 3 phục hồi mạnh.
- ✓ **Quá trình tái cơ cấu SAB đang giúp tiếp giảm chi phí và tăng mạnh biên lợi nhuận.** Cụ thể biên lợi nhuận tăng từ 23%-25% lên mức 30%-31% nhờ quá trình tái cơ cấu, tiết giảm chi phí, đẩy mạnh marketing của SAB
- ✓ **Giá lúa mạch thấp như hiện nay sẽ tiếp tục giúp biên lợi nhuận.** Giá lúa mạch giảm từ 114.8 USD/tấn xuống còn 80.4 USD/tấn
- ✓ **Triển vọng ngành ổn định nhờ cơ cấu dân số vàng và tập tính của người Việt.** Việt Nam đang có cơ cấu dân số trẻ, với 66.7% dân số trong độ tuổi từ 20 – 60 tuổi độ tuổi tiêu thụ bia mạnh nhất và văn hoá lễ hội của người Việt không thể thiếu bia, rượu đảm bảo cho triển vọng ngành ổn định ở mức 8%/năm trong dài hạn.
- ✓ **Rủi ro cạnh tranh từ Heineken ngày một cao hơn.** Heineken có vị trí độc chiếm dòng cận cao cấp thì sẽ là bàn đạp để hãng đánh mạnh vào thị trường của Sabeco. Tuy nhiên chúng tôi cũng ghi nhận việc Sabeco tăng thị phần từ 37% lên 40% cho thấy SAB không bị nép vế.
- ✓ **LNST 2021 forward: 5500 tỷ (+22%); EPS đạt 8.600 đ**

Giá mục tiêu: 230.000 (+25%)

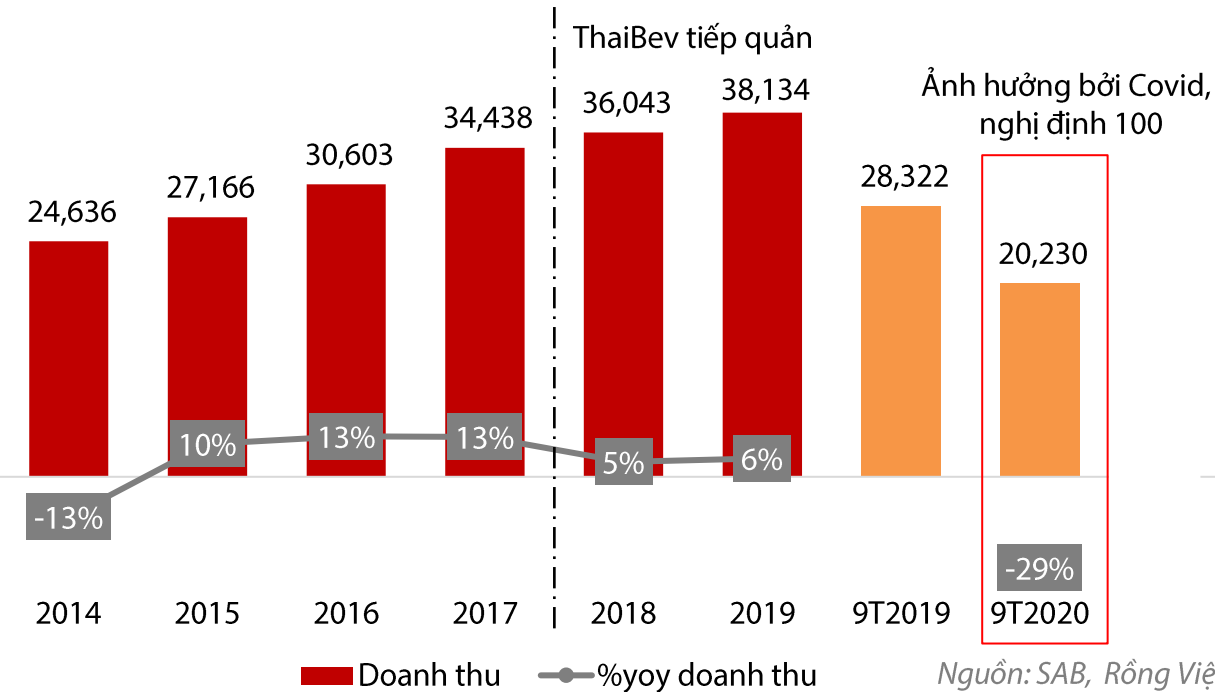
Giá thị trường: 183.600 (19/11/2020)

Khuyến nghị: MUA

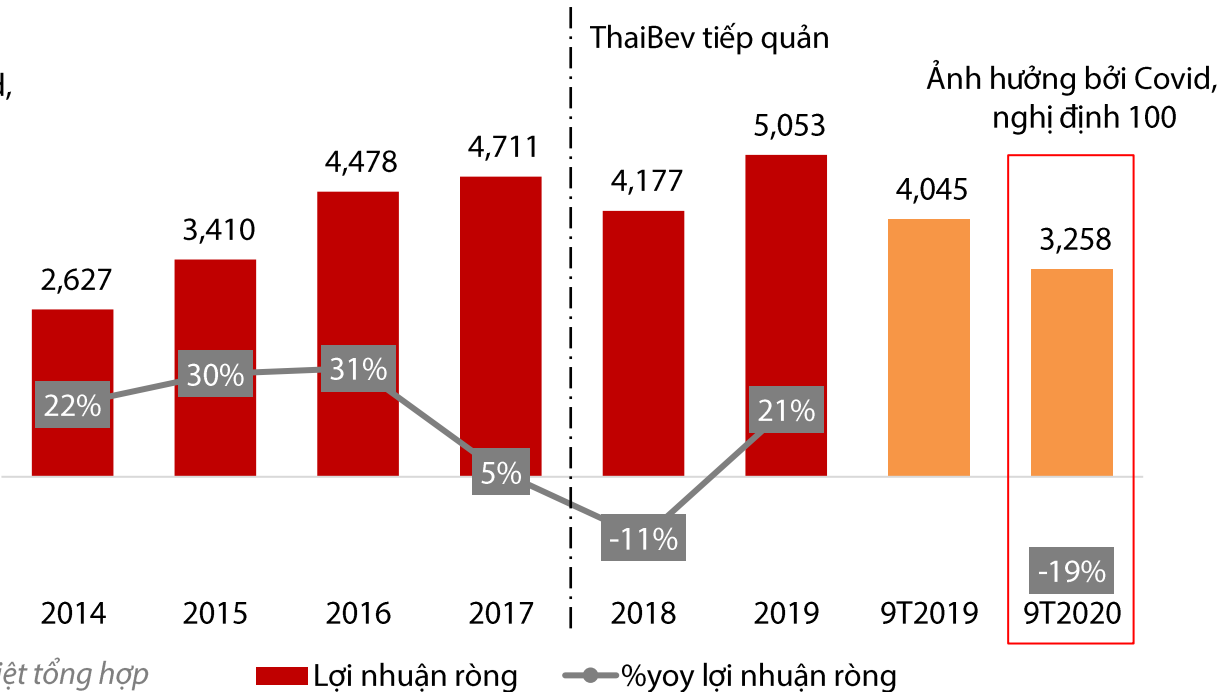
SAB : TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

Giai đoạn trước khi ThaiBev tiếp quản SAB tăng trưởng ổn định, đều đặn

Hình 1: Doanh thu của SAB (tỷ đồng)



Hình 2: Lợi nhuận ròng của SAB (tỷ đồng)

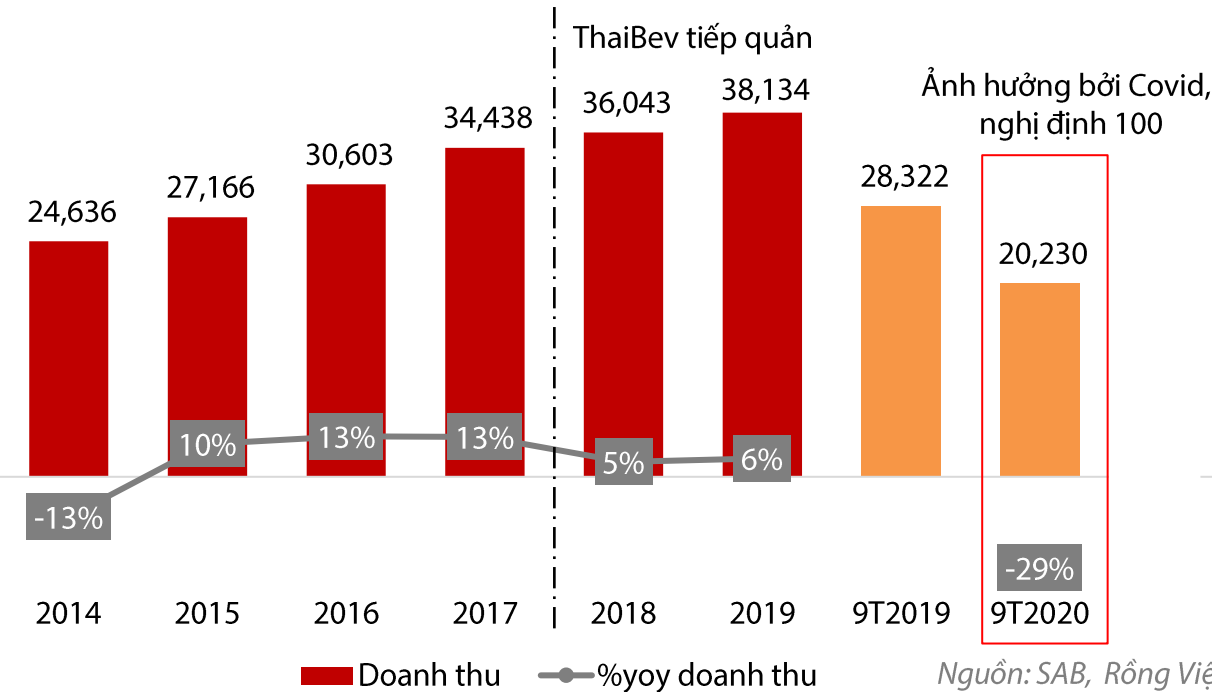


Giai đoạn 2015 – 2017 SAB có tăng trưởng doanh thu ổn định 10% - 13%, và tăng trưởng lợi nhuận tốt khoảng 30% các năm 2015 2016, năm 2017 tăng trưởng thấp chỉ khoảng 5%. Điều này có được nhờ Việt Nam đang trong thời kì dân số vàng, tập trung ở độ tuổi 15 – 54 tuổi (độ tuổi tiêu thụ bia nhiều nhất) và Việt Nam có mức tiêu thụ bia bình quân đầu người ở mức trung bình, tăng dần qua các năm.

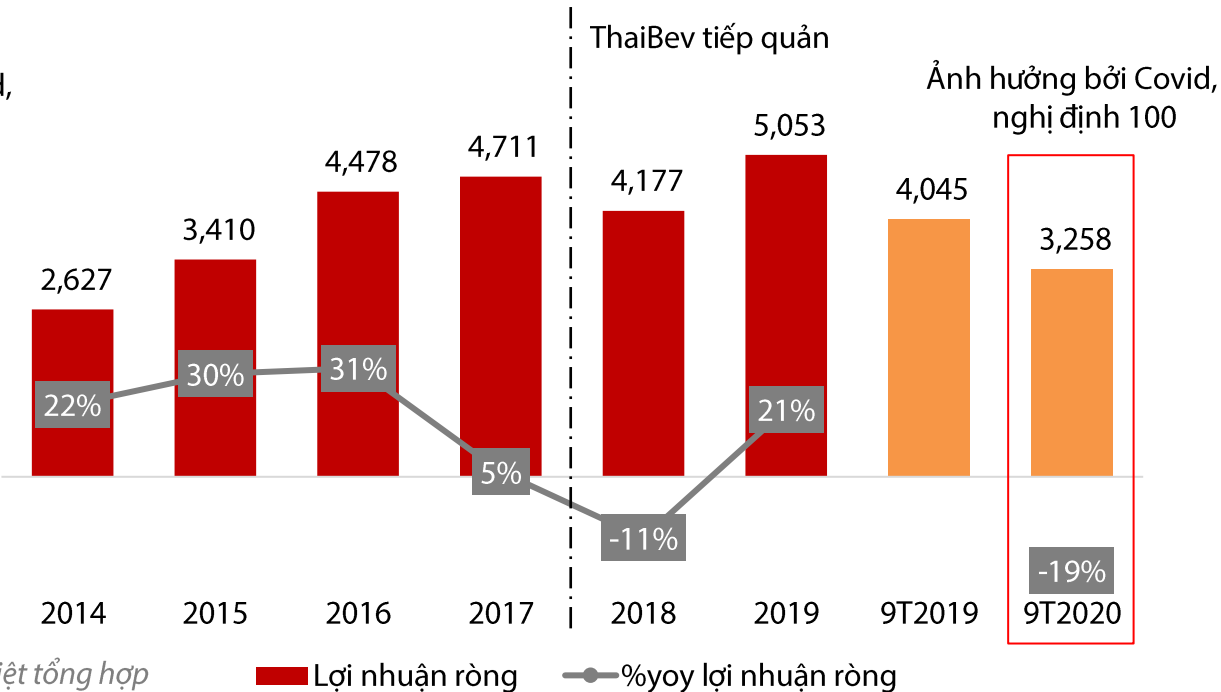
SAB :TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

Kết quả kinh doanh năm 2018 tăng trưởng thấp do diễn ra quá trình tái cơ cấu và giá nguyên liệu tăng

Hình 1: Doanh thu của SAB (tỷ đồng)



Hình 2: Lợi nhuận ròng của SAB (tỷ đồng)

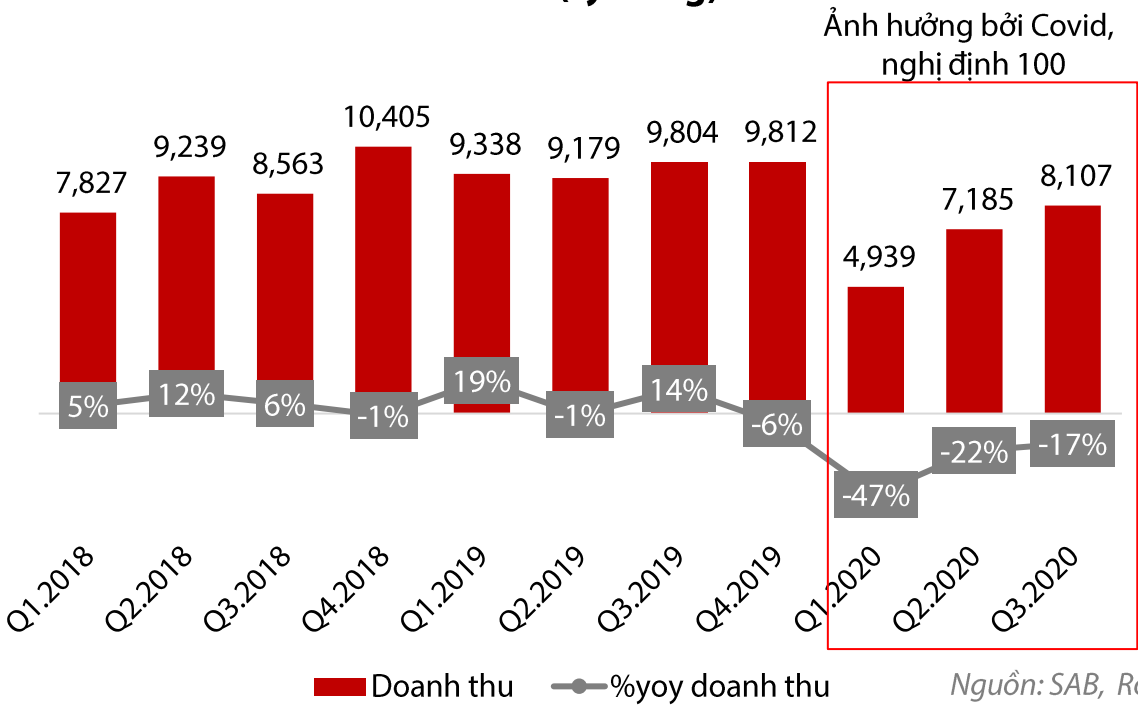


ThaiBev tiếp quản SAB từ năm 2018, trong năm 2018 ThaiBev tiến hành bổ nhiệm ban lãnh đạo mới, tiến hành tái cơ cấu SAB; quá trình tái cơ cấu doanh nghiệp đồng thời giá lúa mạch tăng trung bình 29% trong năm 2018 khiến lợi nhuận năm 2018 giảm 11%yoy. Lợi nhuận của SAB đã có sự phục hồi mạnh từ 2019 khi không còn ghi nhận các chi phí và giá lúa mạch ổn định.

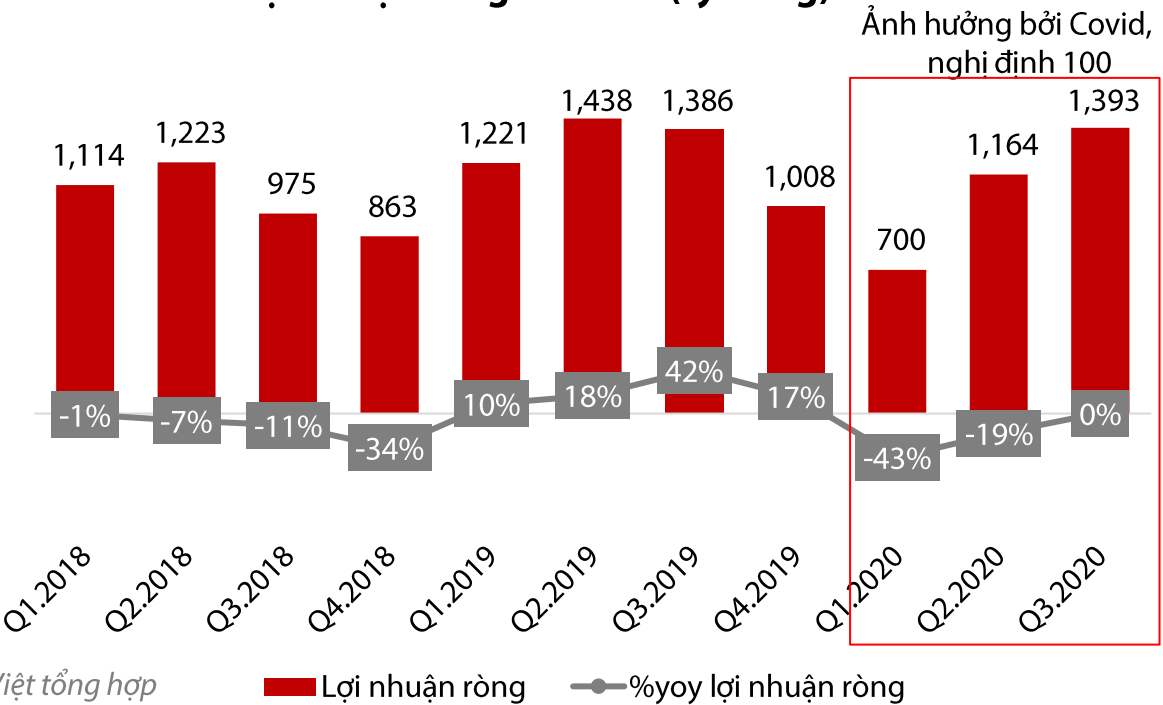
SAB :TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

Năm 2020 chịu ảnh hưởng kép từ nghị định 100 và giãn cách xã hội, tuy nhiên đã phục hồi vào quý 3

Hình 1: Doanh thu của SAB (tỷ đồng)



Hình 2: Lợi nhuận ròng của SAB (tỷ đồng)



Tuy nhiên từ đầu năm 2020 do Nghị định 100, đồng thời giãn cách xã hội khiến doanh thu và lợi nhuận đều đồng loạt giảm mạnh trong Quý 1 và quý 2 2020. Tuy nhiên sang quý 3 2020, SAB đạt lợi nhuận 1,393 tỷ đồng, đây là mức lợi nhuận quý cao thứ 2 trong lịch sử. **Chúng tôi thấy rằng sản lượng bia cũng đã có sự phục hồi thể hiện ở doanh thu cải thiện tuy chưa trở lại mức trước dịch Covid, nhưng cải thiện mạnh hiệu quả kinh doanh tăng biên lợi nhuận gộp đã giúp cho SAB phục hồi hoàn toàn về lợi nhuận.**

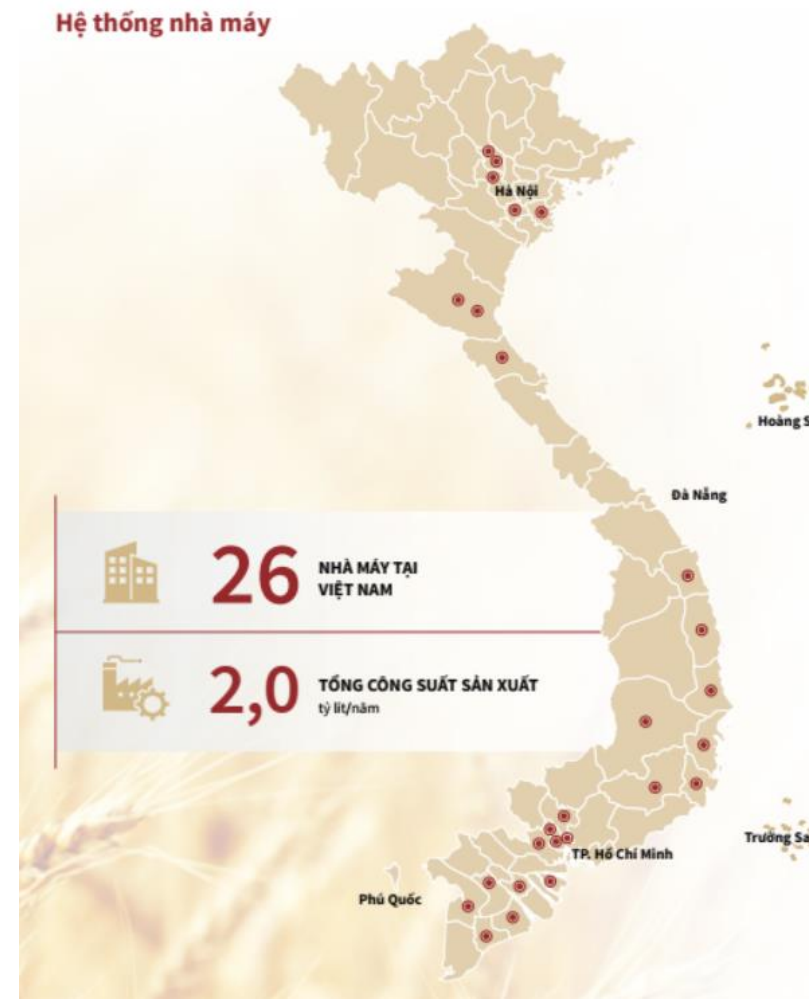
SAB : TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

Quá trình tái cơ cấu SAB đang giúp tiếp giảm chi phí

Cơ cấu lại hệ thống nhà máy, công ty con, công ty liên kết.

Sabeco sản xuất 2 tỷ lít bia / năm thông qua 26 nhà máy đặt khắp toàn quốc, tuy nhiên nhiều nhà máy SAB chỉ nắm cổ phần dưới 51%, việc này khiến chưa tối ưu được lợi ích. SAB có kế hoạch tăng sản lượng từ các nhà máy mà SAB nắm cổ phần kiểm soát bằng việc đầu tư mở rộng công suất, tăng sở hữu tại các nhà máy đang là công ty liên kết. Cuối năm 2019 SAB đã tăng sở hữu tại Bia Sài Gòn – Lâm Đồng từ 20% lên 53%, có quyền kiểm soát và hợp nhất vào báo cáo tài chính.

Hiện SAB có 26 công ty con, trong đó cũng có nhiều công ty mà tỷ lệ kiểm soát của SAB ở mức quanh 50%; có 18 công ty liên kết có hoạt động chính là sản xuất bia rượu theo thương hiệu Bia Sài Gòn. **Chúng tôi cho rằng trong tương lai SAB sẽ tiếp tục tăng sở hữu hoặc cắt giảm các nhà máy / công ty con có lợi ích thấp để giảm các chi phí trung gian**



SAB : TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

Quá trình tái cơ cấu SAB đang giúp tiếp giảm chi phí và cải thiện dấu ấn thương hiệu trong mắt khách hàng

- **Cắt giảm chi phí vận chuyển bằng việc tìm nhà cung cấp khác ngoài Sabetrans.** Sabetrans là nhà cung cấp dịch vụ vận chuyển chính cho SAB với sản lượng năm 2018 là 548.4 triệu tấn.km, tuy nhiên SAB chỉ nắm 13.5% cổ phần của Sabetrans. Trong năm 2019, SAB đã tìm các nhà cung cấp khác có giá cạnh tranh hơn thay thế cho Sabetrans (Sản lượng vận chuyển qua Sabetrans giảm còn 249.2 triệu tấn.km, giảm 55%yoy) qua đó giúp tiếp kiệm chi phí vận chuyển
- **Nỗ lực tái định hình vị hình ảnh của Bia Sài Gòn trong mắt khách hàng trong suốt năm 2019.** Trong năm 2019 Bia Sài Gòn tái ra mắt làm mới nhãn hiệu Bia Sài Gòn, Sài Gòn Special, Sài Gòn Export, 333. ThaiBev cũng giúp đưa logo của công ty lên áo đấu của đội bóng giải NHA Leicester City.



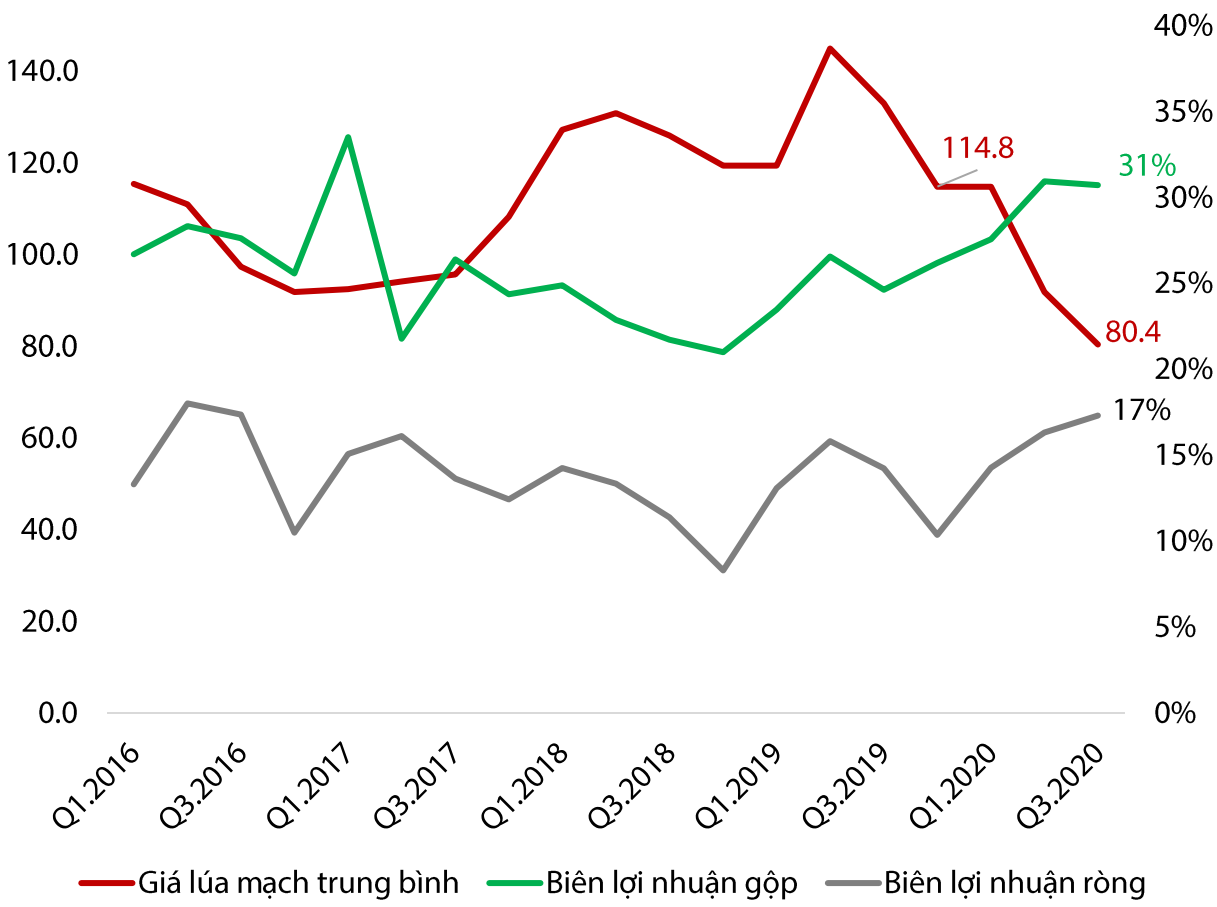
SAB : TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

Đồng thời giá lúa mạch giảm cũng sẽ góp phần tăng biên lợi nhuận gộp của SAB

Chúng tôi cho rằng hiệu quả của quá trình tái cơ cấu đã tác động tăng đáng kể biên lợi nhuận gộp của SAB, từ mức 23% - 25% tăng lên mức 30% - 31% trong thời gian ThaiBev tiếp quản SAB, mức biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp bia trên thế giới.

Đồng thời biên lợi nhuận gộp của SAB cũng được hỗ trợ bởi việc giá lúa mạch giảm từ mức 114.8 USD/tấn hiện còn 80.4 USD/tấn. Giá lúa mạch có tương quan lớn với biên lợi nhuận gộp của SAB, trong quá khứ năm 2018 khi giá lúa mạch tăng cao đã làm giảm biên lợi nhuận gộp của SAB từ mức quanh 25% xuống còn 20%. **Chúng tôi cho rằng giá lúa mạch thấp như hiện nay sẽ tiếp tục giúp biên lợi nhuận quý 4 2020 của SAB duy trì được mức cao trên 30%.**

Hình 5: Lợi nhuận và biên lợi nhuận gộp

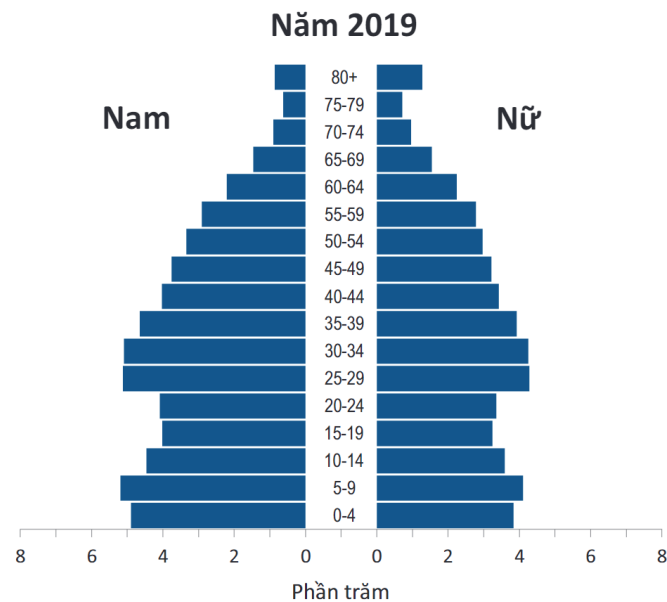


Nguồn: SAB, Rong Việt tổng hợp

SAB :TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

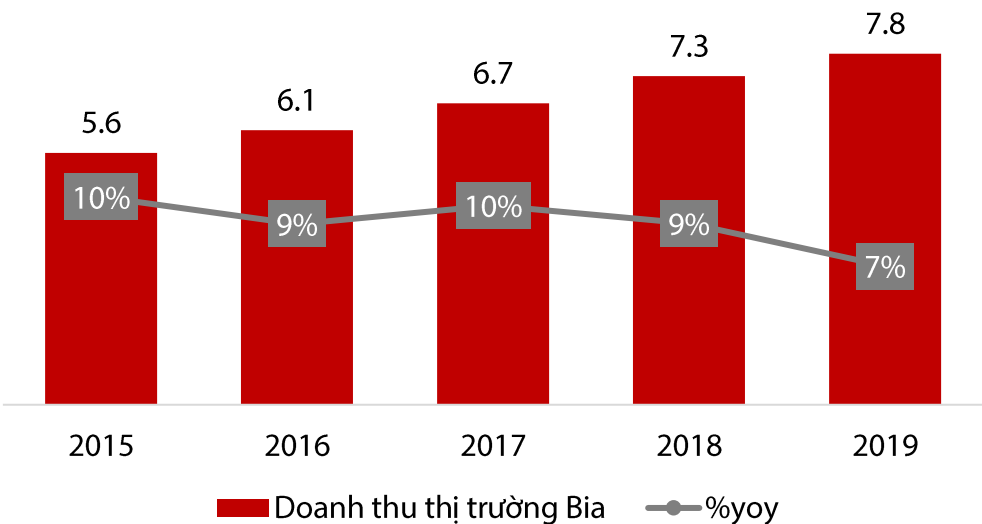
Triển vọng ngành ổn định nhờ cơ cấu dân số vàng và tập tính của người Việt

Hình 6: Tháp dân số của Việt Nam 2019



Nguồn: Rong Việt tổng hợp

Hình 7: Doanh thu của thị trường bia Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: Statista, Rong Việt tổng hợp

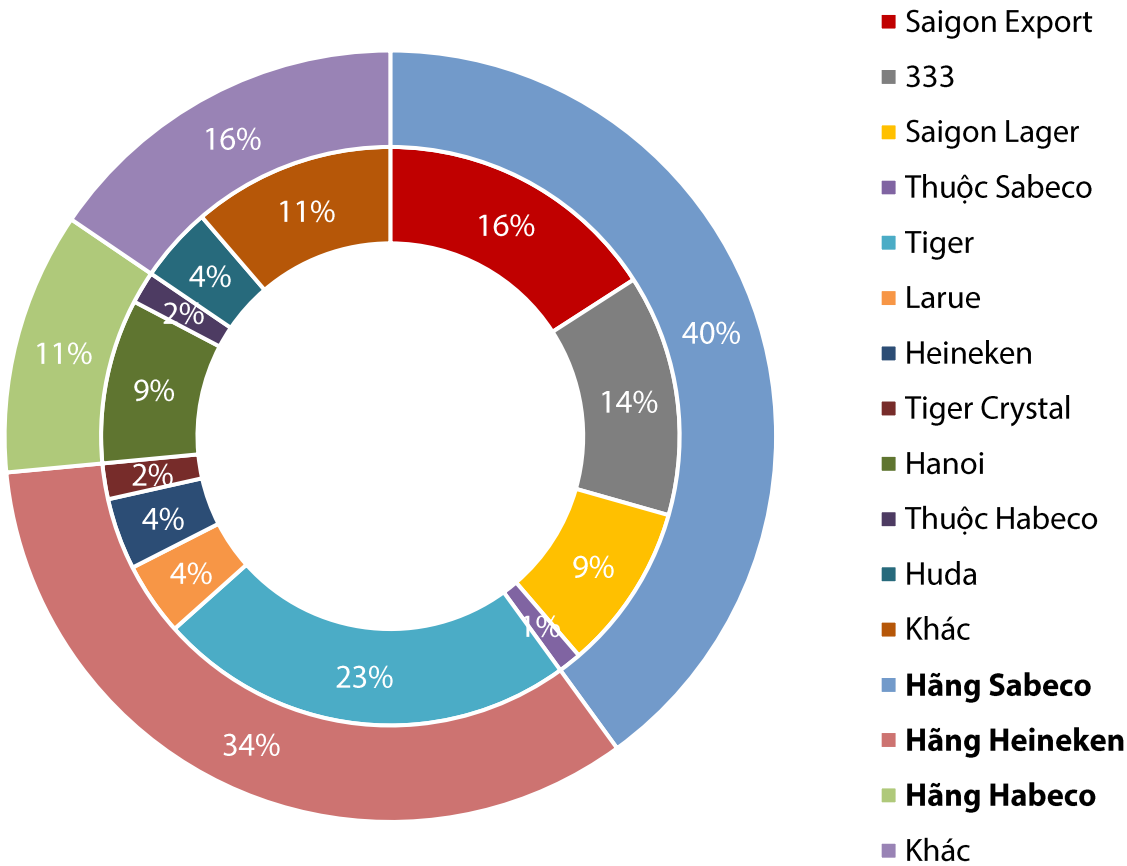
Mặc dù nghị định 100 là rào cản ảnh hưởng đến tiêu thụ bia của Việt Nam, tuy nhiên việc sử dụng rượu, bia để chia sẻ niềm vui với bạn bè, các dịp lễ hội, hội họp đã là một nét văn hoá của người Châu Á có thể kiểm soát nhưng không thể xoá bỏ; đặc biệt Việt Nam đang có cơ cấu dân số trẻ, với 66.7% dân số trong độ tuổi từ 20 – 60 tuổi độ tuổi tiêu thụ bia mạnh nhất, **chúng tôi cho rằng thị trường bia Việt Nam sẽ ổn định về triển vọng với tăng trưởng 8%/năm trong các năm tới.**

SAB : TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

Rủi ro cạnh tranh từ Heineken ngày một cao hơn

Sabeco hiện chiếm gần 40% thị phần bia toàn quốc với 3 thương hiệu Saigon Export, Saigon Lager và 33 tập trung vào phân khúc phổ thông và cận cao cấp. Đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Sabeco là Heineken, khi đối thủ này từ 2015 đến nay đã tăng thị phần từ 29% lên 34%, chủ yếu từ chiếm thị phần của Habeco (giảm từ 16% về 11%). Heineken tập trung vào phân khúc cận cao cấp (thương hiệu Tiger) và cao cấp (thương hiệu Heineken), tuy không cạnh tranh trực tiếp vào phân khúc phổ thông của SAB tuy nhiên Heineken cũng đang nhắm đến phân khúc này với dòng sản phẩm Larue, **chúng tôi cho rằng nếu Heineken có vị trí độc chiếm dòng cận cao cấp thì sẽ là bàn đạp để hãng đánh mạnh vào thị trường của Sabeco, đây là rủi ro đối với Sabeco. Tuy nhiên chúng tôi cũng ghi nhận việc Sabeco tăng thị phần từ 37% lên 40% cho thấy doanh nghiệp không bị nép về cạnh tranh trong ngành.**

Hình 8: Thị phần của các hãng bia tại VN

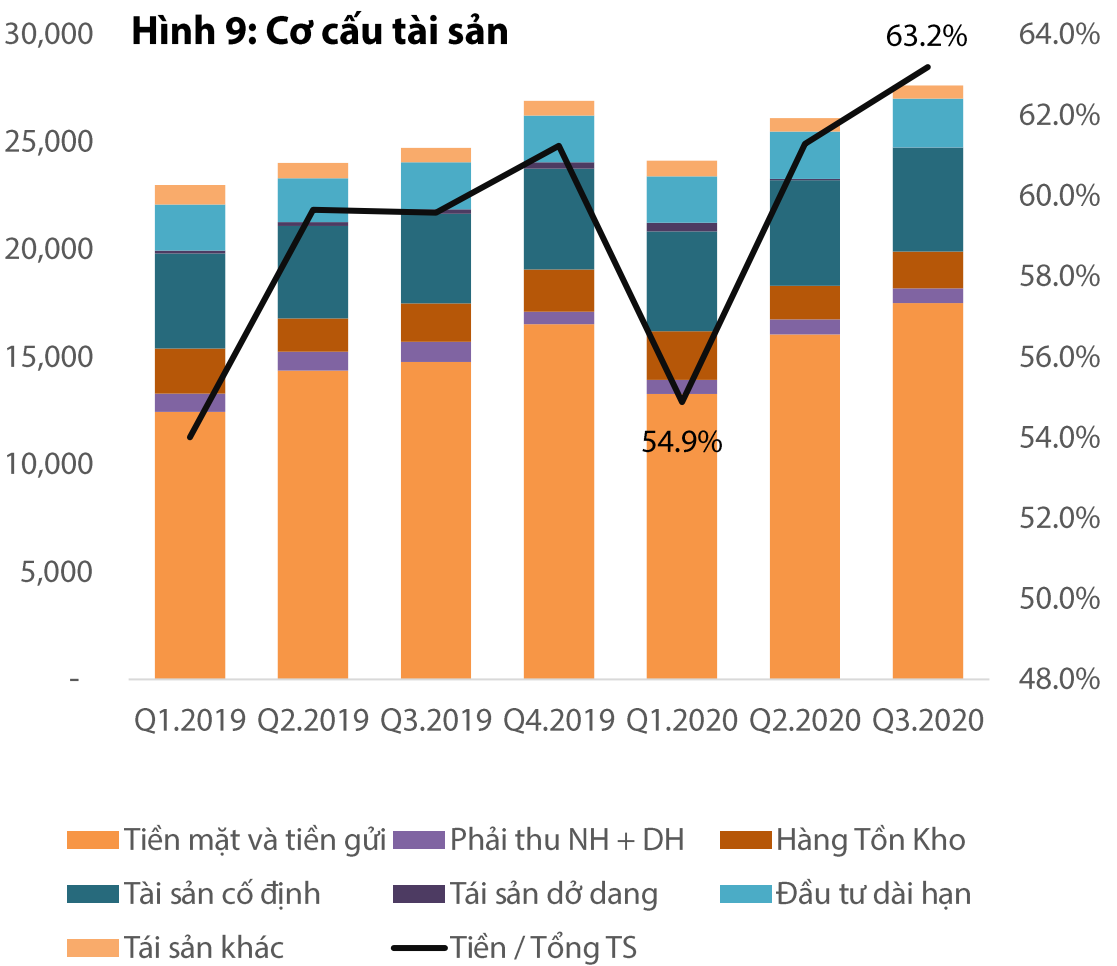


SAB : TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

Lượng tiền dồi dào, cơ cấu tài chính lành mạnh

Tiền và tương đương tiền của SAB tới quý 3 2020 đạt 17,494 tỷ đồng chiếm 63.2% tổng tài sản của SAB. Số tiền này hoàn toàn từ lợi nhuận hoạt động kinh doanh của SAB, không phải đến từ vay nợ.

Chúng tôi cho rằng với lượng tiền mặt và tiền gửi lớn như hiện nay SAB có nhiều tiềm lực để mở rộng công suất, tái cơ cấu doanh nghiệp và chạy đua trong quá trình cạnh tranh với các thương hiệu nước ngoài.



Nguồn: VCS, CTCK Rồng Việt

SAB : TRỞ LẠI TỪ SAU TÁI CƠ CẤU

Chúng tôi cho rằng Sabeco đã có năm 2020 đồng loạt chịu nhiều sự kiện tiêu cực cho doanh nghiệp như thông tư 100 và giãn cách xã hội. Tuy nhiên dưới sự thích nghi của Sabeco, quá trình tái cơ cấu đã giúp doanh nghiệp ổn định lại lợi nhuận. Chúng tôi giả định rằng trong điều kiện của 2021 việc giãn cách chống dịch không phải lan rộng và người tiêu dùng thích nghi với thông tư 100, cùng với nền tảng hiệu quả doanh nghiệp đang cải thiện mạnh mẽ, chúng tôi dự báo 2021 SAB sẽ có tăng trưởng mạnh về doanh thu, lợi nhuận.

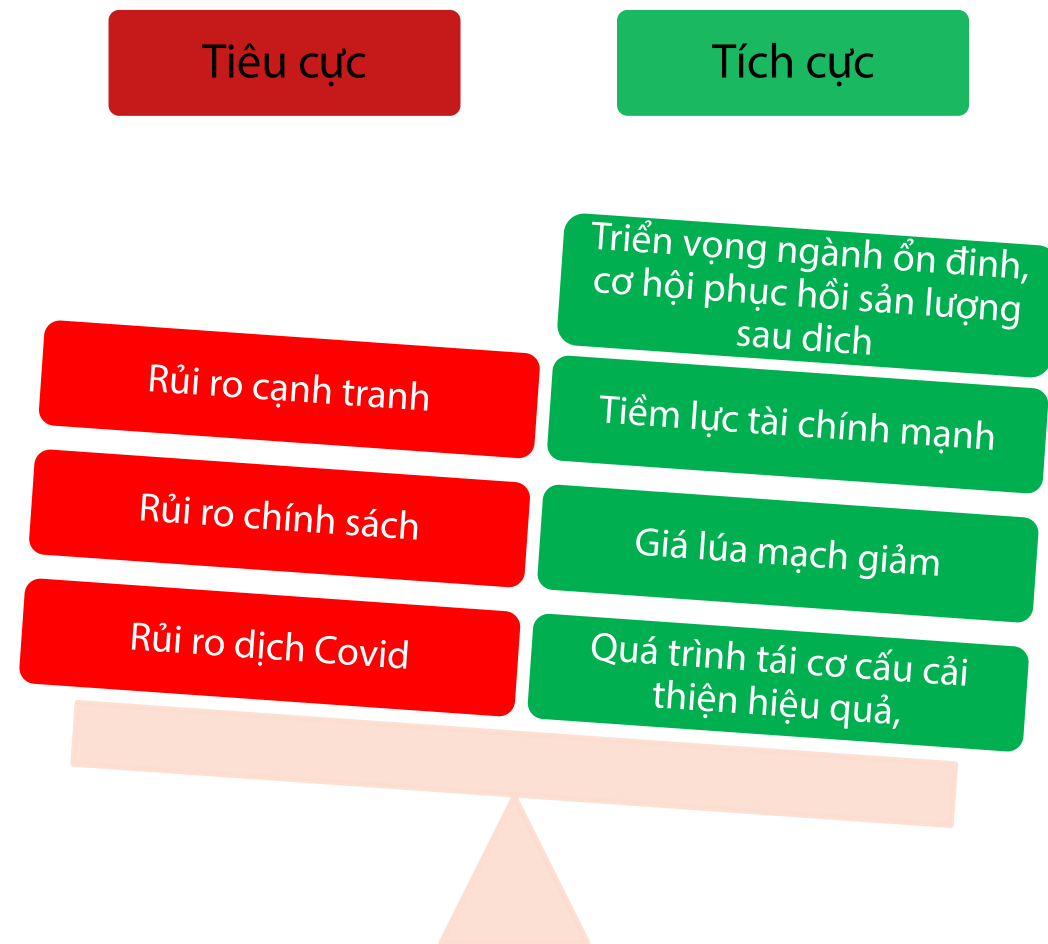
LNST 2021 forward: 5500 tỷ (+22%)

EPS : 8.600 đ

Giá mục tiêu: 230.000 (+25%)

Giá thị trường: 183.600 (19/11/2020)

Khuyến nghị: MUA



PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Hoàng Thạch Lâm
Head of Retail Research
lan.ht@vdsc.com.vn
+ 84 28 62992006 (1336)

Trương Đắc Nguyên
Supervisor
nguyen.td@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1254)

Nguyễn Quốc Bảo
Executive
bao.nq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1253)

Nguyễn Huy Phương
Executive
phuong.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1241)

Phạm Thu Hà Phương
Executive
phuong1.pth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1372)

Nguyễn Minh Hiếu
Executive
Hieu.nm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1295)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Ròng Việt tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Ròng Việt thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

*Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Ròng Việt. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Ròng Việt đều trái luật, **Bản quyền thuộc Ròng Việt, 2020.***