

## Chưa thấy tín hiệu hồi phục

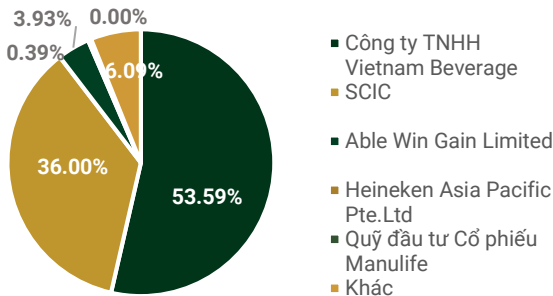
### GIỮ [+9.5%]

Giá hợp lý 175,900 VND  
 Giá hiện tại 160,600 VND

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu) 641,281,186  
 Free float (triệu) 70.541  
 Vốn hóa (tỷ VND) 101,322  
 KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) 236,342  
 Sở hữu nước ngoài (%) 62.1%  
 Ngày niêm yết đầu tiên 06/12/2016

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Ngày cập nhật: 08/09/23

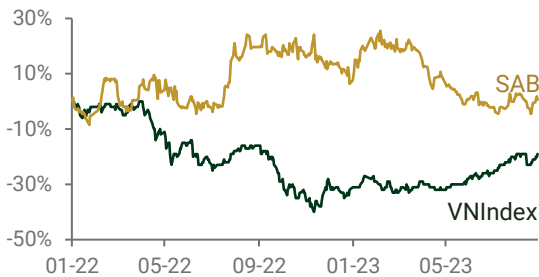
**Kết quả kinh doanh:** Kết thúc quý 02.2023, Doanh thu thuần và Lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 8,312 tỷ VND (+33.8% QoQ, -7.7% YoY) và 2,229 tỷ VND (+19.8% QoQ, -30.5% YoY). Lợi nhuận gộp của công ty lũy kế 6 tháng đầu năm đã giảm 16% so với cùng kỳ do tiêu thụ yếu và chi phí malt, đóng gói tăng cao. Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu lũy kế 6 tháng đầu năm đạt 16.6%, tăng 374bps so với cùng kỳ do phải chi nhiều hơn cho các chương trình kích cầu và chiến dịch marketing.

**Dự phóng:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty trong năm 2023 sẽ lần lượt đạt 32,154 tỷ VND (-8.1% YoY) và 4,552 tỷ VND (-17.2% YoY) do cạnh tranh, sức cầu tiêu thụ yếu dẫn đến chi phí marketing, khuyến mãi tăng cao; đồng thời, giá nguyên vật liệu đã chốt cho cả năm ở mức giá cao hơn năm ngoái.

**Định giá & khuyến nghị:** Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 175,900 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị GIỮ với mức tăng giá tiềm năng là 9.5%. Định giá của chúng tôi đã phản ánh con số ước tính dựa trên kịch bản cơ sở trong giai đoạn 5 năm tiếp theo.

**Rủi ro:** (1) Suy yếu sức mua do suy thoái kinh tế; (2) Rủi ro cạnh tranh giá tăng; (3) Rủi ro giá nguyên liệu đầu vào tăng giá mạnh.

### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI INDEX



### LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ



### Điểm nhấn đầu tư:

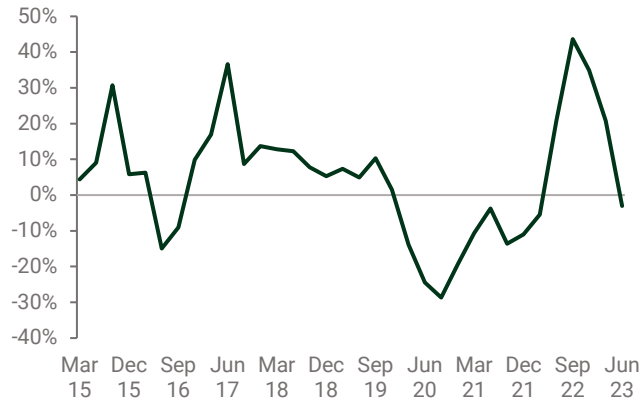
#### Tín hiệu hồi phục chưa xuất hiện lúc này:

Kết quả kinh doanh quý II của Sabeco đã chưa cho thấy sự hồi phục rõ ràng. Doanh thu lũy kế 9 tháng gần nhất đạt 24,555 tỷ đồng (-3.0% YoY), trong đó doanh thu quý 2.2023 đạt 8,312 tỷ VND (+33.8% QoQ, -7.7% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 2,229 tỷ VND (+19.8% QoQ, -30.5% YoY). Chúng tôi đã quan sát lại dữ liệu quá khứ của Sabeco trong nhiều năm và nhận thấy hoạt động kinh doanh của công ty có tính mùa vụ khá cao. Đặc biệt quý 2 sẽ thường có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao so với quý trước. Chính vì thế, mức tăng QoQ hiện tại nhiều khả năng đến từ yếu tố mùa vụ hơn là một sự hồi phục thật sự trong nhu cầu tiêu thụ bia – một loại hàng hóa không thiết yếu. SABECO có chính sách mua trước nguyên vật liệu. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, giá nguyên vật liệu đầu vào và bao bì có thể được chốt trước từ 6 đến 9 tháng. Đối với đại mạch, công ty đã chốt cho cả năm, trong khi giá vỏ lon thì đã được chốt đến quý 3. Chính vì đã mua trước nguyên vật liệu từ cuối năm ngoái khi giá nguyên vật liệu còn cao, chi phí đầu vào trung bình của SABECO sẽ cao hơn so với năm 2022. Điều này cũng đã được thể hiện qua biên lợi nhuận gộp thu hẹp đi chỉ còn 29.90% so với mức cao của năm ngoái là 34.30%

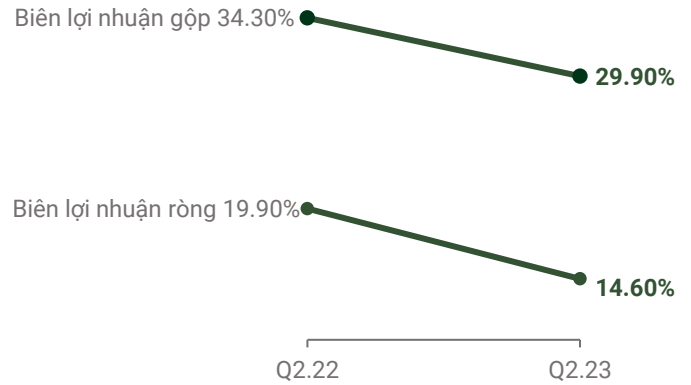
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	35,949	37,899	27,961	26,374	34,979	32,154
LNST (tỷ VND)	4,403	5,370	4,937	3,929	5,500	4,552
EPS (VND)	6,143	7,477	7,145	5,556	7,983	6,743
Tăng trưởng EPS (%)	-11%	22%	-4%	-22%	44%	-16%
Giá trị sổ sách (VND)	23,463	29,325	31,094	33,092	36,084	39,027
P/E	37.2	29.8	29.3	25.3	19.5	25.9
P/B	10.3	8.2	6.3	4.7	4.4	4.5
Cổ tức (%)	-35.0%	-15.0%	-55.0%	-35.0%	-50.0%	-38.0%

## KẾT QUẢ QUÝ II CỦA SABECO CHƯA CHO THẤY SỰ HỒI PHỤC RÕ RỆT

Tăng trưởng YoY (%) | Doanh thu lũy kế 9 tháng



## CÁC CHỈ SỐ SINH LỢI



Hình 1: SAB, PHS tổng hợp

Hình 2: SAB, PHS tổng hợp

Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A) cũng đã tăng cao và gây ảnh hưởng không nhỏ đến tỷ suất lợi nhuận EBIT. Tỷ lệ SG&A/Doanh thu tăng từ 13.1% cùng kỳ năm ngoái lên đến 16.4% trong quý 2 năm nay, dẫn đến tỷ suất EBIT chỉ đạt 13.5% (giảm 7.7 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm ngoái). Nguyên nhân cho sự gia tăng này có thể đến từ việc công ty phải tung ra hàng loạt các chương trình khuyến mại, marketing để kích cầu đồng thời phải cạnh tranh thị phần với các đối thủ rất mạnh hiện nay.

Chúng tôi cho rằng sức cầu tiêu thụ bia rượu vẫn chưa thể trở lại mạnh mẽ trong thời gian sắp tới do viễn cảnh kinh tế cả trong nước và quốc tế vẫn chưa quá khởi sắc. Trung Quốc – quốc gia chiếm đến 31% tổng lượng khách nước ngoài tại Việt Nam (2019), hiện đang gặp nhiều khó khăn về chi tiêu nội địa, đồng nghĩa với việc khó có thể trông chờ nhiều vào sức cầu từ du lịch. Tuy nhiên, SABECO sẽ hưởng lợi từ xu hướng nguyên vật liệu giảm giá trong năm vừa qua kể từ quý 4.2023 nhờ vào việc đàm phán lại giá đầu vào nên có thể kỳ vọng vào sự hồi phục QoQ. Tại ngày cập nhật báo cáo, cổ phiếu SAB đang giao dịch với mức P/E dự phóng là 23.5x (theo EPS dự phóng của chúng tôi là 6,743 VND/cổ phiếu), tương đối thấp so với mức trung vị 5 năm là 25.6x

**Dự báo kết quả kinh doanh 2023:**

<b>(tỷ đồng)</b>	<b>2022A</b>	<b>%YoY</b>	<b>2023F</b>	<b>%YoY</b>	<b>Nhận định</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>34,979</b>	<b>32.6%</b>	<b>32,154</b>	<b>-8.1%</b>	
<i>Bia</i>	30,600	31.7%	28,091	-8.2%	<i>Dự phóng giá tăng 2.0% trong khi sản lượng bán ra giảm 10.0%</i>
<i>Nước giải khát</i>	171	25.1%	236	37.7%	
<i>Khác</i>	4,464	14.6%	4,026	-9.8%	
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(24,208)</b>	<b>29.0%</b>	<b>(22,393)</b>	<b>-7.5%</b>	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>10,771</b>	<b>41.6%</b>	<b>9,761</b>	<b>-9.4%</b>	<i>Biên lợi nhuận gộp phục hồi nhờ vào xu hướng giảm giá nguyên vật liệu.</i>
Chi phí bán hàng	(4,532)	29.5%	(4,525)	-0.2%	<i>Chi phí bán hàng tăng cao do phải tung ra các chương trình kích cầu, cạnh tranh thị phần.</i>
Chi phí QLDN	(741)	23.9%	(688)	-7.1%	
<b>EBIT</b>	<b>5,498</b>	<b>56.6%</b>	<b>4,548</b>	<b>-17.3%</b>	
Thu nhập tài chính	1,009	-8.0%	1,058	4.9%	
Chi phí tài chính	(46)	-6.6%	(48)	4.5%	
<b>EBT</b>	<b>6,813</b>	<b>40.3%</b>	<b>5,639</b>	<b>-17.2%</b>	
Chi phí thuế TNDN	(1,314)	41.6%	(1,087)	-17.2%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>5,500</b>	<b>40.0%</b>	<b>4,552</b>	<b>-17.2%</b>	

### Định giá:

Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 175,900 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị GIỮ với mức tăng giá tiềm năng là 9.5%. Định giá của chúng tôi đã phản ánh con số ước tính dựa trên kịch bản cơ sở trong giai đoạn 5 năm tiếp theo.

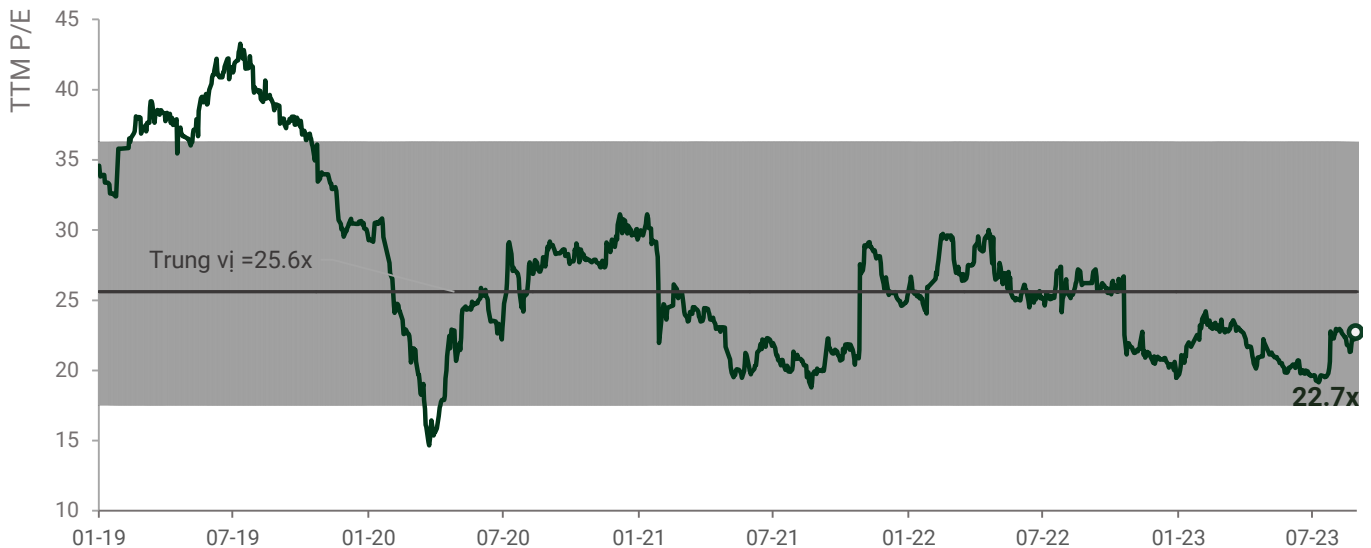
Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	NA	176,484	50%
P/E	26.0x	175,328	50%
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>175,900</b>

**Bảng:** Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ năm 2023 đến năm 2027

Năm tài chính	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận ròng	4,552	5,367	6,074	6,824	7,530
Cộng: Chi phí không bằng tiền	457	673	666	666	688
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	1,986	(815)	(710)	(646)	(229)
Trừ: Mua sắm TSCĐ	352	356	354	357	360
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	38	46	54	54	57
<b>FCFF</b>	<b>7,385</b>	<b>5,627</b>	<b>6,437</b>	<b>7,255</b>	<b>8,404</b>

Nguồn: PHS

### LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ SAB



**Hình 3:** Fiinpro, PHS tổng hợp

### Bảng tính P/E mục tiêu cho SAB

F P/E của SAB	23.5
P/E mục tiêu của SAB	<b>26.0</b>

**Bảng: Định giá bằng DCF**

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta điều chỉnh	0.77
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	2.5%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	9.5%

**Chi phí sử dụng vốn cổ phần 9.8%**

Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	4.8%
Thuế suất	19%

**Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế) 3.9%**

E/V	99%
D/V	1%

**WACC 10%**

Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value) (g=2.0%) 69,440

Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF) 28,129

Cộng: Tiền 17,844

Cộng: Tài sản đầu tư 150

Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn (953)

Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số (1,451)

**Tổng giá trị cổ phần (triệu đồng) 113,176**

Số cổ phiếu đang lưu hành 641,281,186

**Giá trị hợp lý 176,484**

Nguồn: PHS

## Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần	35,949	37,899	27,961	26,374	34,979	32,154
Giá vốn hàng bán	(27,864)	(28,348)	(19,460)	(18,765)	(24,208)	(22,393)
Lợi nhuận gộp	8,084	9,551	8,501	7,609	10,771	9,761
Chi phí bán hàng	(2,731)	(3,003)	(2,859)	(3,500)	(4,532)	(4,525)
Chi phí QLDN	(913)	(1,048)	(702)	(598)	(741)	(688)
Lợi nhuận từ HĐKD	4,440	5,499	4,940	3,510	5,498	4,548
Lợi nhuận tài chính	556	797	869	1,097	1,009	1,058
Chi phí lãi vay	(35)	(37)	(64)	(49)	(46)	(48)
Lợi nhuận trước thuế	5,390	6,686	6,112	4,857	6,813	5,639
Lợi nhuận sau thuế	4,403	5,370	4,937	3,929	5,500	4,552
LNST của cổ đông Công ty mẹ	4,177	5,053	4,723	3,677	5,224	4,552
Cân đối kế toán	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>14,690</b>	<b>19,165</b>	<b>19,513</b>	<b>22,877</b>	<b>26,860</b>	<b>26,385</b>
Tiền và tương đương tiền	4,467	4,116	2,726	3,606	4,069	5,723
Đầu tư tài chính ngắn hạn	7,544	12,393	14,547	16,991	19,411	17,844
Phải thu ngắn hạn	188	(189)	(273)	(241)	42	21
Hàng tồn kho	1,814	1,967	1,447	1,668	2,194	1,724
Tài sản ngắn hạn khác	677	877	1,066	853	1,144	1,073
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>16,806</b>	<b>19,978</b>	<b>18,767</b>	<b>17,222</b>	<b>16,922</b>	<b>17,132</b>
Phải thu dài hạn	6	9	12	13	38	18
Tài sản cố định	4,567	4,685	4,696	4,234	4,293	3,985
Bất động sản đầu tư	55	58	65	41	153	150
Thuê tài chính	-	-	178	167	162	157
Chi phí xây dựng dở dang	144	308	28	551	134	247
Đầu tư tài chính dài hạn	2,119	2,163	2,351	2,125	2,214	2,222
Tài sản dài hạn khác	786	574	531	478	611	589
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>22,367</b>	<b>26,962</b>	<b>27,375</b>	<b>30,487</b>	<b>34,465</b>	<b>33,752</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>6,255</b>	<b>6,886</b>	<b>6,160</b>	<b>7,892</b>	<b>9,874</b>	<b>7,274</b>
Nợ ngắn hạn	5,926	6,088	5,173	7,258	9,214	6,533
Nợ dài hạn	329	798	987	634	660	741
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>16,112</b>	<b>20,076</b>	<b>21,215</b>	<b>22,595</b>	<b>24,591</b>	<b>26,478</b>
Vốn góp	15,046	18,805	19,940	21,221	23,140	25,027
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,065	1,271	1,275	1,373	1,451	1,451
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>37,366</b>	<b>44,700</b>	<b>48,432</b>	<b>53,332</b>	<b>48,483</b>	<b>50,865</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	4,515	5,005	4,129	3,518	4,379	1,891
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(311)	(4,109)	(1,523)	(1,223)	(1,868)	2,381
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(4,005)	(1,247)	(3,995)	(1,414)	(2,048)	(2,618)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	199	(352)	(1,390)	880	463	1,654
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	4,269	4,467	4,116	2,726	3,606	4,069
Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	4,467	4,116	2,726	3,607	4,069	5,724
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Tăng trưởng						
Doanh thu	5.4%	-26.2%	-5.7%	32.6%	-8.1%	5.4%
Lợi nhuận sau thuế	22.0%	-8.1%	-20.4%	40.0%	-17.2%	22.0%
Tổng tài sản	20.5%	1.5%	11.4%	13.0%	-2.1%	20.5%
Tổng vốn chủ sở hữu	12.4%	25.0%	6.0%	6.4%	9.0%	12.4%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	25.2%	30.4%	28.8%	30.8%	30.4%	25.2%
Tỷ suất EBIT	14.5%	17.7%	13.3%	15.7%	14.1%	14.5%
Tỷ suất lãi ròng	14.2%	17.7%	14.9%	15.7%	14.2%	14.2%
ROA	19.9%	18.0%	12.9%	16.0%	13.5%	19.9%
ROE	26.7%	23.3%	17.4%	22.4%	17.2%	26.7%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	1.9	1.5	1.2	2.3	1.9	1.9
Vòng quay hàng tồn kho	27.6	35.6	32.8	31.0	30.8	27.6
Vòng quay khoản phải trả	29.1	40.7	40.0	38.9	33.3	29.1
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.15	3.77	3.15	2.92	4.04	3.15
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.82	3.49	2.92	2.68	3.77	2.82
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.26	0.23	0.26	0.29	0.22	0.26
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.34	0.29	0.35	0.40	0.27	0.34
Vay ngắn hạn/VCSH	0.03	0.02	0.01	0.03	0.02	0.03
Vay dài hạn/VCSH	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02

Nguồn: PHS tổng hợp

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Minh Trí, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 5 413 5479

**Customer Service:** (+84-28) 5 411 8855

**E-mail:** info@phs.vn / support@phs.vn

**Fax:** (+84-28) 5 413 5472

**Call Center:** (+84-28) 5 413 5488

**Web:** www.phs.vn

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tầng trệt, CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, phường Tân Phú, Quận 7, Thành phố Hồ Chí Minh

**Điện thoại:** (+84-28) 5 413 5478

**Fax:** (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 & 5, 458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận 3, Thành phố Hồ Chí Minh

**Điện thoại:** (+84-28) 3 820 8068

**Fax:** (+84-28) 3 820 8206

### Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, N04 Hoàng Đạo Thúy, phường Trung Hòa, quận Cầu Giấy, Hà Nội

**Điện thoại:** (+84-28) 6 250 9999

**Fax:** (+84-28) 6 250 6666

### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend, 251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, quận Tân Bình, Thành phố Hồ Chí Minh

**Điện thoại:** (+84-28) 3 813 2401

**Fax:** (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor, số 127 Lò Đúc, phường Đồng Mác, quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 3 933 4566

**Fax:** (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, tòa nhà số 18 Trần Hưng Đạo, phường Hoàng Văn Thụ, quận Hồng Bàng, Thành phố Hải Phòng

**Phone:** (+84-22) 384 1810

**Fax:** (+84-22) 384 1801

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, số 81-83-83B-85 đường Hàm Nghi, phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh

**Điện thoại:** (+84-28) 3 535 6060

**Fax:** (+84-28) 3 535 2912