

**Hàng tiêu dùng**

Báo cáo cập nhật

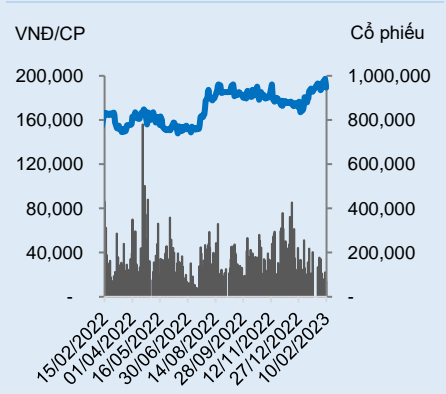
Tháng 02, 2023

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	<b>200.650</b>
Giá thị trường (10/02/2023)	189.400
Lợi nhuận kỳ vọng	5,9%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	147.855-197.200
Vốn hóa	121.459 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	641.281.186
KLGD bình quân 10 ngày	93.817
% sở hữu nước ngoài	62,64%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,1%
Beta	0,05

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



	YTD	1T	3T	6T
SAB	12,1%	5,5%	2,3%	1,9%
VN-Index	1,1%	0,1%	10,6%	-17,2%

Chuyên viên phân tích  
**Trương Sỹ Phú, CFA**  
 (84 28) 3914 6888 ext. 258  
 phuts@bvsc.com.vn

# Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn

Mã giao dịch: SAB

Reuters: SAB.HM

Bloomberg: SAB VN

## Tăng trưởng chậm lại trong 2023

**Kết quả kinh doanh cả năm 2022 tăng trưởng mạnh nhưng đã có sự giảm nhiệt rõ nét từ Q4.** SAB công bố KQKD cả năm 2022 với doanh thu thuần 34.979 tỷ đồng (+33% yoy) và lợi nhuận sau thuế - cđts 5.224 tỷ đồng (+42% yoy). Kết quả trên vượt 0,5% kế hoạch doanh thu và 14% kế hoạch lợi nhuận hồi đầu năm. Một số điểm đáng lưu ý:

- Giống như nhiều mặt hàng tiêu dùng khác, tiêu thụ bia có vẻ đã yếu dần về cuối năm do sức mua và niềm tin của người tiêu dùng giảm trước tác động tiêu cực của kinh tế vĩ mô (lạm phát, lãi suất cao, thất nghiệp, v.v).
- SAB tiếp tục giữ vững thị phần.
- Cạnh tranh trong ngành bắt đầu gay gắt với sự đầu tư mạnh mẽ vào các sự kiện, quảng cáo, tiếp thị của các đối thủ lớn.
- Biên lợi nhuận giảm dần về cuối năm do sự lệch pha của giá đầu vào và giá đầu ra.

**Dự báo tăng trưởng hạ nhiệt trong 2023.** BVSC dự báo doanh thu thuần 38.146 tỷ đồng (+9,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế - cđts 5.594 tỷ đồng (+7,1% yoy). **EPS tương ứng 8.026 đồng/cp và P/E dự phóng 23,6 lần, dựa trên giá đóng cửa ngày 10/02/2023.** Chúng tôi đặc biệt nhấn mạnh 2 lý do chính cho việc điều chỉnh giảm dự báo 2023 là: (i) lo ngại về sức mua chung của người tiêu dùng; và (ii) mặt bằng giá đầu vào được hạch toán tiếp tục ở mức cao trong 1H 2023.

**Tăng sở hữu tại Sabibeco Group và Saigon Packaging Group.** Hiện SAB đang nắm lần lượt 21,8% và dưới 20% tại 2 thành viên này và dự kiến sẽ nâng sở hữu lên chi phối. Công ty chưa tiết lộ nhiều về thời gian cũng như định giá tuy nhiên cho biết việc tăng sở hữu sẽ giúp SAB chủ động hơn trong việc quản lý sản xuất, chất lượng sản phẩm và chuỗi cung ứng của 2 thành viên này. Bản thân Sabibeco cũng có thương hiệu bia riêng là Sagota được đánh giá rất cao. SAB cho biết nếu thương vụ này thành công, những giá trị cộng hưởng giữa Sabeco và Sabibeco sẽ thể hiện rõ nét hơn từ 2024.

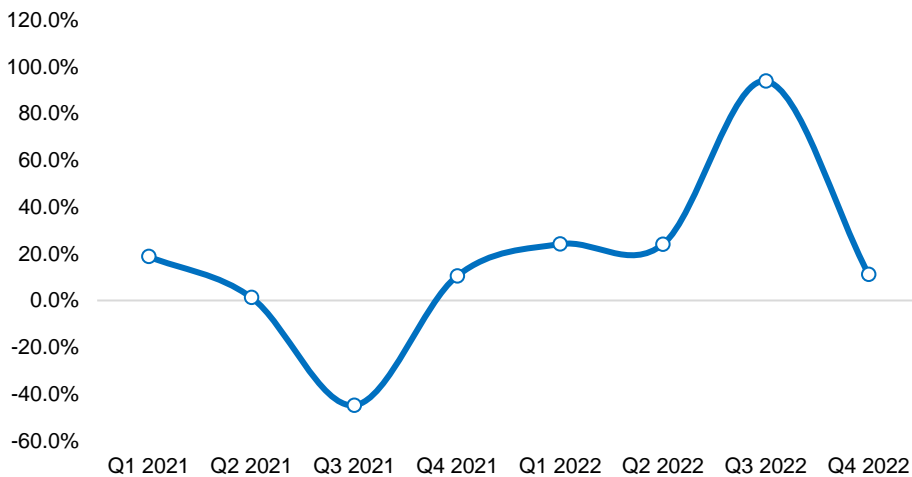
**Khuyến nghị đầu tư:** BVSC đưa ra giá mục tiêu **200.650 đồng/cp** cho SAB trong năm 2023, tương ứng với PE mục tiêu 25x của các công ty cùng ngành. Giá mục tiêu giảm chủ yếu do điều chỉnh dự báo 2023. Qua đó, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống **NEUTRAL** đối với SAB.

## KQKD 2022 – Tiêu thụ bia chậm lại đáng kể trong Q4

SAB công bố doanh thu thuần 34.979 tỷ đồng (+33% yoy) và lợi nhuận sau thuế - cđts 5.224 tỷ đồng (+42% yoy). Kết quả trên vượt 0,5% kế hoạch doanh thu và 14% kế hoạch lợi nhuận hồi đầu năm. Đây là mức lợi nhuận cao nhất lịch sử công ty, cao hơn cả năm 2019 dù sản lượng thấp hơn và giá đầu vào cao hơn rất nhiều.

- ❖ **Đà phục hồi của thị trường bia có vẻ bắt đầu chậm lại trong Q4.** Giống như nhiều mặt hàng tiêu dùng khác, tiêu thụ bia có vẻ đã yếu dần về cuối năm do sức mua và niềm tin của người tiêu dùng giảm trước tác động tiêu cực của kinh tế vĩ mô (lạm phát, lãi suất cao, thất nghiệp, v.v).

**Hình 1: Tăng trưởng doanh thu bia của SAB**



*Nguồn: SAB*

- ❖ **SAB tiếp tục giữ vững thị phần.** Ban lãnh đạo SAB cho biết thị phần công ty đã tăng nhẹ trong năm nhờ giữ vững ngôi vị số 1 tại phân khúc mainstream và tiếp tục tăng thị phần trong phân khúc mass-premium, đặc biệt là sau khi tái tung sản phẩm Saigon Special với bao bì và hương vị hoàn toàn mới. Tính về sản lượng, SAB tăng trưởng tầm 20-trung bình % - cao hơn cả ngành và thấp hơn 1 chút so với Carlsberg, trong khi Heineken ước cả năm trên 30% (chưa công bố số liệu chính thức). Cần nhấn mạnh rằng thị phần của đối thủ, đặc biệt là Heineken tăng mạnh cũng là điều không quá bất ngờ vì mức nền 2021 của doanh nghiệp này rất thấp do bị ảnh hưởng bởi COVID-19 nhiều hơn.

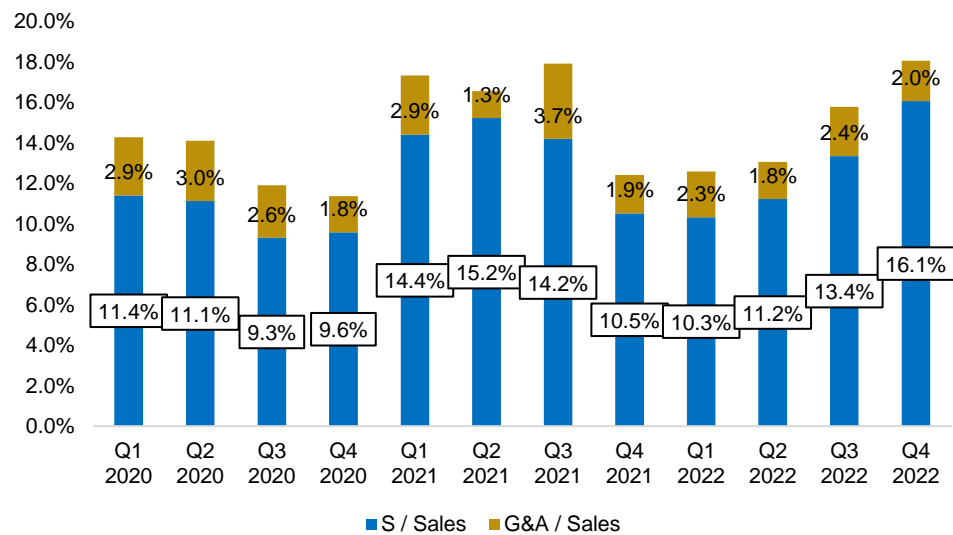
**Hình 2: Tăng trưởng sản lượng của các công ty bia trong ngành**

	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
<b>SAB</b>	+ high teen (%)	+ mid teen (%)	+ mid eighties (%)	+ low single (%)
<b>Heineken</b>	- low single (%)	+ high single (%)	> doubled	
<b>Carlsberg</b>	+ high single (%)	+ mid teen (%)	+ mid fifties (%)	+ high twenties (%)

*Nguồn: BVSC tổng hợp, ước tính*

- ❖ **Cạnh tranh trong ngành bắt đầu nóng lên.** Giai đoạn nửa sau 2022, đặc biệt là Q4 đánh dấu sự trở lại mạnh mẽ của các đối thủ chính như Carlsberg và Heineken với sự xuất hiện dày đặc của các sự kiện để quảng bá thương hiệu và thu hút người tiêu dùng, bên cạnh chi mạnh chiết khấu và tiếp thị cho các kênh phân phối. Trong môi trường kinh doanh như vậy thì SAB cũng phải đẩy mạnh chi phí SG&A để bảo vệ thị phần. Cụ thể, khác với mức thấp trong 1H 2022 thì tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu (S/Sales) tăng mạnh trong Q3 và đặc biệt là trong Q4. Bên cạnh yếu tố cạnh tranh thì Tết 2023 đến sớm cũng một phần dẫn đến xu hướng trên. Tuy vậy, ban lãnh đạo SAB tự tin rằng công ty vẫn đang chi tiêu tiết kiệm và có hiệu quả với tỷ lệ SG&A/doanh thu cả năm chỉ ở mức 15,1%, thấp hơn 40 bps yoy.

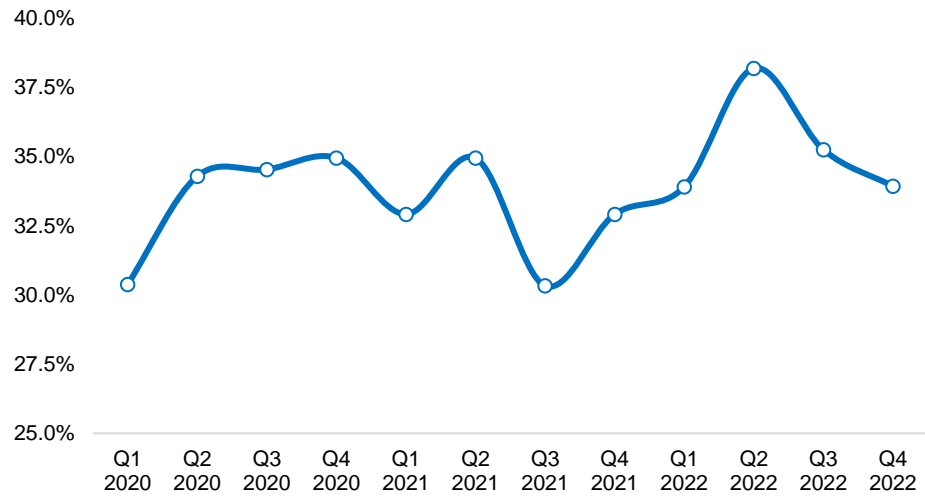
**Hình 3: Chi phí SG&A/Doanh thu theo quý**



Nguồn: BCTC SAB

- ❖ **Giá đầu vào lệch pha, biên lợi nhuận gộp giảm mạnh trong 2H 2022.** Tính riêng mảng bia, biên gộp sau khi đạt đỉnh 38,2% trong Q2 2022 thì đã có mức sụt giảm đáng kể về 35,3% trong Q3 và 33,9% trong Q4. Nguyên nhân chính là SAB thường chốt giá đầu vào trước cho 2-3 quý, do đó 1H 2022 vẫn còn phản ánh giá đầu vào thấp đã chốt từ 2021 trong khi giá bán đã tăng trước vài đợt. Ban lãnh đạo cũng cho rằng mặt bằng giá đầu vào hạch toán cho 1H 2023 tiếp tục ở mức cao so với Q4 2022 trước khi phản ánh xu hướng giảm gần đây của các nguyên vật liệu chính trong 2H 2023. Ngoài ra, để giảm thiểu tác động trên thì SAB cho biết sẽ tiếp tục đẩy mạnh tiết kiệm chi phí, nâng cao hiệu quả sản xuất.

**Hình 4: Biên gộp mảng bia của SAB qua các quý**



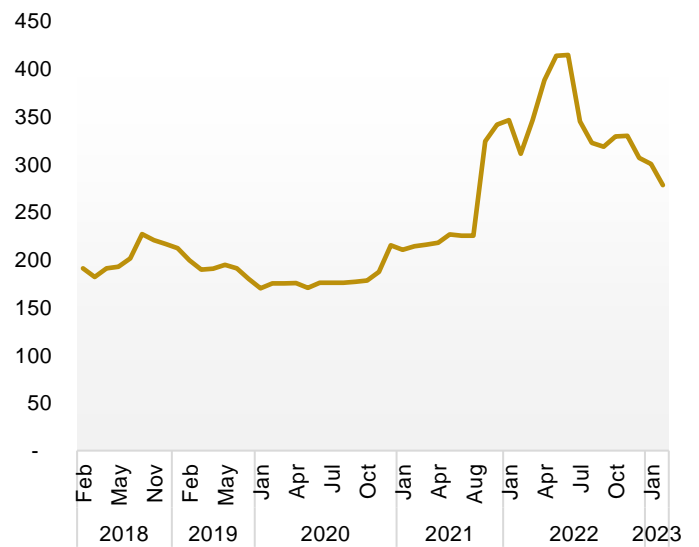
*Nguồn: BCTC SAB*

**Hình 5: Diễn biến giá nhôm**



*Nguồn: Bloomberg*

**Hình 6: Diễn biến giá lúa mạch**



*Nguồn: Bloomberg*

## Dự báo tăng trưởng hạ nhiệt trong 2023

BVSC dự báo KQKD năm 2023 sẽ hạ nhiệt đáng kể so với 2022 với doanh thu thuần 38.146 tỷ đồng (+9,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế - cđts 5.594 tỷ đồng (+7,1% yoy). **EPS tương ứng 8.026 đồng/cp và P/E dự phóng 23,6 lần, dựa trên giá đóng cửa ngày 10/02/2023.**

Chúng tôi tóm tắt các giả định chính như sau:

- ❖ Giá bán bình quân cả năm tăng thêm 1,5%. SAB cho biết giá bán sẽ khó tăng trong 1H 2023 với điều kiện sức mua hiện nay tuy nhiên cũng sẽ cân nhắc nếu các đối thủ chính cũng tăng giá bán.
- ❖ Sản lượng tiêu thụ bia tăng 8%.
- ❖ Biên gộp hợp nhất cả năm 30,1% giảm nhẹ 70 bps yoy chủ yếu do dự báo giá đầu vào hạch toán sẽ tiếp tục ở mức cao trong 1H 2023 và áp lực so sánh sẽ tập trung nhiều nhất ở Q2 2023.
- ❖ Ban lãnh đạo SAB cho rằng chi phí SG&A về tuyệt đối vẫn sẽ tăng trưởng hằng năm tuy nhiên tỷ lệ trên doanh thu có thể sẽ giảm dần. Tuy nhiên riêng 2023, chúng tôi vẫn thận trọng giả định SG&A/Doanh thu duy trì mức 15,1% như 2022 do tình hình cạnh tranh gay gắt.
- ❖ Dự báo chưa phản ánh tác động từ việc hoàn thành nâng sở hữu và hợp nhất Sabibeco và Saigon Packaging Group.

Hình 10: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên doanh nghiệp	Vốn hoá (tr USD)	P/E 2023	P/B
<b>Trung vị</b>	<b>5.066</b>	<b>24,9</b>	<b>5,4</b>
<b>SAIGON BEER ALCOHOL BEVERAGE</b>	<b>5.368</b>	<b>23,6</b>	<b>5,5</b>
AMBEV SA	39.393	14,8	2,3
TSINGTAO BREWERY CO LTD-A	16.952	34,4	5,4
HEINEKEN MALAYSIA BHD	2.091	21,1	23,4
NIGERIAN BREWERIES PLC	906	13,6	2,3
UNITED BREWERIES LTD	5.066	50,5	10,7
CHONGQING BREWERY CO-A	8.487	35,1	29,3
TANZANIA BREWERIES LTD	1.379	21,5	4,6
EAST AFRICAN BREWERIES PLC	1.122	10,4	7,6
GUANGZHOU ZHUJIANG BREWERY-A	2.681	24,9	1,9
BEIJING YANJING BREWERY CO-A	5.036	67,8	2,5
MULTI BINTANG INDONESIA PT	1.245	14,3	22,4
CARLSBERG BREWERY MALAYSIA B	1.731	20,6	52,3
SOCIETE DES BOISSONS DU MARO	592	15,5	4,9
THAI BEVERAGE PCL	13.146	13,6	2,2
SHANGHAI GUIJIU CO LTD-A	1.276	63,2	16,7
SHANGHAI BAIRUN INVESTMENT-A	5.459	51,0	10,3
JINHUI LIQUOR CO LTD-A	1.888	29,1	4,2
EMPERADOR INC	5.971	28,7	3,8
UNITED SPIRITS LTD	6.847	47,9	11,2
BECLE SAB DE CV	8.883	22,8	3,1
SAN MIGUEL FOOD AND BEVERAGE	5.336	12,7	2,9
SHEDE SPIRITS CO LTD-A	9.082	31,5	10,7
HEBEI HENGSHUI LAOBAIGAN-A	3.974	37,9	6,4
WULIANGYE YIBIN CO LTD-A	116.063	25,5	7,4
VINA CONCHA Y TORO SA	948	7,7	1,0
YANTAI CHANGYU PIONEER-B	2.422	11,5	0,7
JIANGSU YANGHE BREWERY -A	37.648	22,4	5,4
SHANXI XINGHUACUN FEN WINE-A	50.986	34,4	17,1
ANHUI GUJING DISTILLERY CO-A	18.711	38,2	8,1
XINJIANG YILITE INDUSTRY-A	1.910	30,8	3,6
SICHUAN SWELLFUN CO LTD-A	5.549	25,4	11,5
CIA CERVECERIAS UNIDAS SA	2.805	14,8	1,6

Nguồn: Bloomberg

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VNĐ)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>
Doanh thu thuần	27.961	26.374	34.979	38.146
Giá vốn	19.460	18.765	24.208	26.656
Lợi nhuận gộp	8.501	7.609	10.771	11.489
Doanh thu tài chính	974	1.120	1.091	1.229
Chi phí tài chính	105	23	82	76
Lợi nhuận sau thuế	4.723	3.677	5.224	5.594

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VNĐ)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	2.726	3.606	4.069	4.523
Các khoản phải thu ngắn hạn	591	468	898	979
Hàng tồn kho	1.447	1.668	2.194	2.415
Tài sản cố định hữu hình	4.875	4.402	4.455	4.241
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2.351	2.125	2.214	2.214
<b>Tổng tài sản</b>	<b>27.375</b>	<b>30.487</b>	<b>34.465</b>	<b>36.925</b>
Nợ ngắn hạn	5.173	7.258	9.214	9.247
Nợ dài hạn	987	634	660	305
Vốn chủ sở hữu	21.215	22.595	24.591	27.373
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>27.375</b>	<b>30.487</b>	<b>34.465</b>	<b>36.925</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-26,2%	-5,7%	32,6%	9,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-6,5%	-22,1%	42,1%	7,1%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	30,4%	28,8%	30,8%	30,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16,9%	13,9%	14,9%	14,7%
ROA (%)	17,3%	12,1%	15,2%	15,2%
ROE (%)	22,3%	16,3%	21,2%	20,4%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Nợ vay/Tổng tài sản (%)	22,5%	25,9%	28,6%	25,9%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	29,0%	34,9%	40,2%	34,9%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	6.776	5.275	7.494	8.026
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	33.083	35.234	38.346	42.685

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

**Phạm Tiến Dũng**

Giám đốc khối  
dungpt@bvsc.com.vn

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối  
luonglv@bvsc.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Phó Giám đốc khối  
ngocnch@bvsc.com.vn

**Đỗ Long Khánh**

Hàng không, Tài chính  
khanhdl@bvsc.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Ngân hàng, Tiện ích công cộng  
hoalt@bvsc.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật  
bachtx@bvsc.com.vn

**Trần Phương Thảo**

VLXD, BĐS  
thaotp@bvsc.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Hàng tiêu dùng, CNTT  
phuts@bvsc.com.vn

**Hoàng Thị Minh Huyền**

Chuyên viên vĩ mô  
huyenhtm@bvsc.com.vn

**Nguyễn Hà Minh Anh**

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng  
anhnhm@bvsc.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản  
manhtd@bvsc.com.vn

**Lê Hoàng Phương**

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng  
phuonglh@bvsc.com.vn

**Nguyễn Đức Hoàng**

Thép, Phân bón  
hoangnd@bvsc.com.vn

**Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm**

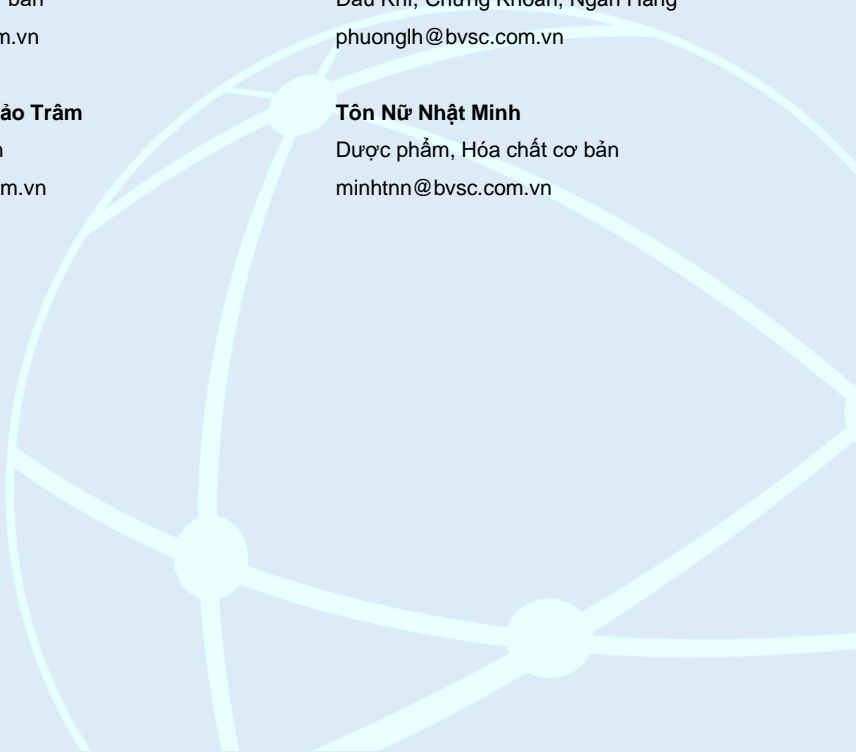
Cảng, Vận tải biển  
tramnhb@bvsc.com.vn

**Tôn Nữ Nhật Minh**

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản  
minhtnn@bvsc.com.vn

**Trần Tuấn Dương**

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD  
duongtt@bvsc.com.vn







## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888