



CẬP NHẬT SAB-BÁN

Ngày 16/08/2018



Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 351

trungtn@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

Bán

HOSE: SAB

Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại (VND) **212.000**

Giá mục tiêu (VND) **152.829**

Tỷ lệ tăng giá -27,9%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 1,7%

Tổng tỷ suất lợi nhuận -26,2%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-14,3	-3,2	-15,6	-12,0
Tương đối	-13,1	-9,0	-5,8	-39,2

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Vietnam Beverage	53,39%
Bộ Công Thương	36%

Thông kê

16/08/18

Mã Bloomberg

SAB VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	193.800 - 347.000
SL lưu hành (triệu cp)	641
Vốn hóa (tỷ đồng)	135.246
Vốn hóa (triệu USD)	5.792
Room khối ngoại còn lại (%)	39,3
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	10,4
KLGD TB 3 tháng (cp)	71.155
VND/USD	23.350
Index: VNIndex / HNX	960,9/107,9

TCT CP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB VN)

Kết quả chưa tích cực trong giai đoạn chuyển giao quyền lực

SAB công bố kết quả 6T2018 với doanh thu đạt 16.979 tỷ đồng (+8,5% n/n), trong đó doanh thu từ việc bán bia chiếm 14.640 tỷ đồng (+6,5% YoY). Tuy vậy, chi phí sản xuất bia tăng 11%, cao hơn mức tăng trưởng doanh thu, dẫn đến việc biên lợi nhuận gộp giảm từ 27,4% trong 6T2017 xuống còn 23,8% trong 6T2018. Hệ quả là LNST giảm 4,9% còn 2.447 tỷ đồng, đạt 60% kế hoạch cả năm. Theo dữ liệu của Indexmundi, giá lúa mạch trung bình 5 tháng đầu năm đã tăng khoảng 38% n/n. Với mạch nha (làm từ hạt lúa mạch) chiếm khoảng 14%, việc giá lúa mạch tăng có thể đã làm chi phí sản xuất bia tăng khoảng 5%. Mức tăng các NVL khác (không tính đến NVL bao bì) không đáng kể để có thể ảnh hưởng mạnh đến biên lợi nhuận gộp của SAB. Vì vậy, phần tăng còn lại là do các chi phí sản xuất khác, tuy nhiên, chúng tôi không tiếp cận được thông tin chi tiết.

SAB đã chuyển một phần chi phí tăng lên qua người tiêu dùng thông qua việc nâng giá bán bia. Ví dụ như, giá một thùng 24 lon bia 333 export có giá bán lẻ hiện nay vào khoảng 250.000 đồng (giá tháng 8/2018) trong khi giá bán lẻ loại này vào thời điểm tháng 3/2017 là 230.000 đồng, tăng khoảng 8% (5% trong đó là do thuế suất tiêu thụ đặc biệt cao hơn kể từ đầu năm 2018). Dù vậy, việc này đã không bù lại hết phần chi phí tăng lên 11%. Kết quả không mấy khả quan này có thể là do SAB chưa có chiến lược rõ ràng khi mà việc chuyển giao quyền lực ở cấp quản lý sau khi Thai Beverage mua lại phần lớn cổ phần ở SAB kéo dài hơn dự kiến.

Chúng tôi tin rằng triển vọng tương lai của SAB vẫn khả quan nhờ vào (i) thị trường vẫn còn khả năng tăng trưởng và (ii) việc tái cơ cấu đang diễn ra. Tuy nhiên, chúng tôi chưa dự phóng sự cải thiện đáng kể sẽ diễn ra ngay trong kỳ dự báo, do nhà đầu tư chiến lược mới có thể sẽ cần khá nhiều thời gian để tạo ra những tác động rõ ràng lên tình hình hoạt động của SAB. Chúng tôi sẽ cập nhật dự phóng khi có các dấu hiệu tích cực hơn. Vừa qua, nhân sự từ Thai Beverage cũng đã dần thay thế vị trí chiến lược như Tổng giám đốc điều hành và các vị trí trong Hội đồng quản trị. Do đó, có thể những sự thay đổi đến từ Thai Beverage sẽ thể hiện trong thời gian tới.

Cho năm 2018, chúng tôi hạ dự phóng doanh thu và LNST của SAB về tương ứng là 37.453 tỷ đồng (+9,5% n/n) và 4.967 tỷ đồng (+0,4% n/n). Sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E, giá khuyến nghị của chúng tôi cho cổ phiếu SAB là 152.829 đồng/ cp. Khuyến nghị **BÁN**.

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
DT Thuần (tỷ đồng)	30.569	34.193	37.428	40.748	44.114
Tăng trưởng (%)	12,6%	11,9%	9,5%	8,9%	8,3%
EBITDA (tỷ đồng)	5.538	5.864	5.636	6.630	7.520
Tăng trưởng (%)	26,3%	5,9%	-3,9%	17,6%	13,4%
LN ròng (tỷ đồng)	4478	4712	4729	5767	6704
Tăng trưởng LN (%)	31,3%	5,2%	0,4%	21,9%	16,2%
EPS (VND)	6.408	6.916	6.941	8.464	9.839
Tăng trưởng (%)	31,3%	5,2%	0,4%	21,9%	16,2%
ROE (%)	36,6%	38,0%	32,3%	32,7%	31,0%
ROIC (%)	20,5%	21,3%	19,0%	22,7%	26,1%
Nợ ròng/EBITDA (x)	(1,0)	(1,7)	(2,3)	(2,5)	(2,8)
EV/EBITDA (x)	22,7	21,5	22,3	19,0	16,7
PER (x)	33,1	30,7	30,5	25,0	21,5
PBR (lần)	11,9	10,2	8,6	7,0	5,7
Cổ tức (đồng)	3.000	3.500	3.500	3.500	3.500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,4%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ SAB		Giá hiện tại (đồng):		212.000	Giá mục tiêu (đồng):	148.706	Vốn hóa (tỷ đồng):	135.952
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
Doanh thu thuần	24.611	27.144	30.569	34.193	37.428	40.748	44.114	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>3%</i>	<i>10 %</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	
GVHB trừ khấu hao	17.843	18.951	21.762	24.702	27.716	29.678	31.785	
Chi phí bán hàng và QLDN	3.254	3.793	3.564	3.747	4.102	4.465	4.834	
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	
EBITDA	3.585	4.386	5.538	5.864	5.636	6.630	7.520	
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>15%</i>	<i>16%</i>	<i>18%</i>	<i>17%</i>	<i>15%</i>	<i>16%</i>	<i>17%</i>	
Khấu hao	583	635	539	625	649	650	658	
Lợi nhuận từ HĐKD	3.002	3.751	4.999	5.239	4.987	5.980	6.862	
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>12%</i>	<i>14%</i>	<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>13%</i>	<i>15%</i>	<i>16%</i>	
Other profits/losses	44	37	15	15	43	45	47	
Profit/Loss of investments in associates and joint ventures	344	372	306	412	453	498	548	
Chi phí lãi vay ròng	(207)	(311)	(388)	(412)	(712)	(1.033)	(1.329)	
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>	<i>6%</i>	<i>5%</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	
Hệ số thanh toán lãi vay (x)	-15	-12	-13	-13	-7	-6	-5	
Thuế	787	870	1053	1129	1227	1499	1745	
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>25%</i>	<i>21%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>22%</i>	<i>21%</i>	<i>21%</i>	
Lợi ích CĐTS	181	190	177	237	238	290	337	
Lợi nhuận ròng	2.627	3.410	4.478	4.712	4.729	5.767	6.704	
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>11%</i>	<i>13%</i>	<i>15%</i>	<i>14%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>15%</i>	
Tiền mặt đạt được	3.210	4.046	5.017	5.337	5.379	6.417	7.361	
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	641	641	641	641	641	641	641	
EPS (VND)	3.851	4.835	6.408	6.916	6.941	8.464	9.839	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1	1	1	1	1	1	1	
EPS hiệu chỉnh (VND)	3.851	4.835	6.408	6.916	6.941	8.464	9.839	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>15%</i>	<i>26%</i>	<i>33%</i>	<i>8%</i>	<i>0%</i>	<i>22%</i>	<i>16%</i>	
Cổ tức (VND)	2.500	3000	3.000	3.500	3.500	3.500	3.500	
<i>Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)</i>	<i>65%</i>	<i>62%</i>	<i>47%</i>	<i>51%</i>	<i>50%</i>	<i>41%</i>	<i>36%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	(827)	2.106	483	(1.744)	(457)	(318)	(340)
Capex	873	305	240	136	136	136	136
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	128	260	(294)	145	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	(391)	1.108	(2.361)	(1.101)	(739)	(697)	(758)
Dòng tiền tự do	2.646	2.484	2.227	5.699	4.961	5.902	6.808
Phát hành cp	(33)	(26)	(23)	(0)	-	-	-
Cổ tức đã trả	659	1.679	3.758	1.009	2.244	2.244	2.244
Thay đổi nợ ròng	(1.954)	(780)	1.554	(4.690)	(2.716)	(3.657)	(4.563)
Nợ ròng cuối năm	(6.187)	(6.967)	(5.413)	(10.103)	(12.819)	(16.476)	(21.039)
Giá trị doanh nghiệp	129.764	128.985	130.539	125.849	123.133	119.476	114.912
Vốn CSH	11.572	13.069	11.387	13.384	15.869	19.391	23.850
Giá trị sổ sách/cp (VND)	18.045	20.379	17.756	20.870	24.745	30.238	37.191
Nợ ròng / VCSH (%)	-53%	-53%	-48%	-75%	-81%	-85%	-88%
Nợ ròng / EBITDA (x)	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)
Tổng tài sản	21.770	21.571	19.193	22.014	21.782	21.647	21.543

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE (%)	24,3%	27,7%	36,6%	38,0%	32,3%	32,7%	31,0%
ROA (%)	12,8%	15,7%	22,0%	22,9%	21,6%	26,6%	31,0%
ROIC (%)	12,0%	14,6%	20,5%	21,3%	19,0%	22,7%	26,1%
WACC (%)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EVA (%)	-3,0%	-0,4%	5,5%	6,3%	4,0%	7,7%	11,1%
PER (x)	55,0	43,8	33,1	30,7	30,5	25,0	21,5
EV/EBITDA (x)	35,1	28,7	22,7	21,5	22,3	19,0	16,7
EV/FCF (x)	47,6	50,7	56,5	22,1	25,4	21,3	18,5
PBR (x)	11,7	10,4	11,9	10,2	8,6	7,0	5,7
PSR (x)	5,5	5,0	4,4	4,0	3,6	3,3	3,1
EV/sales (x)	5,1	4,6	4,1	3,7	3,4	3,1	2,9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,2%	1,4%	1,4%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Tài chính

Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện

Nguyễn Trí Cường

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu

Trần Vi Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

phuctv@acbs.com.vn

NVPT – Phái sinh

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật

Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (x250)

phuocld@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp

Trần Trí An Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)

phuctv@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Xuân Hằng

(+84 28) 3823 4160

hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 54046626

thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung

(+84 28) 54046630

dungln.hso@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.