

"TỰ HÀO BIA QUỐC DÂN"

25/09/2024

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	70,700
Giá hiện tại	57,400
Tiềm năng tăng/giảm	23%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	1,282.6
Free float (%)	10.4%
Vốn hóa (tỷ VND)	73,619.08
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,077,163
Sở hữu nước ngoài (%)	60.75%
Ngày niêm yết đầu tiên	06/12/2016

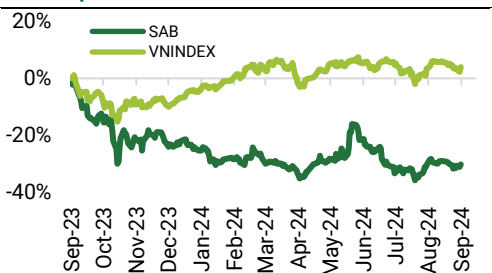
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Công ty TNHH Vietnam Beverage	53.59%
Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước	36.00%
Able Win Gain Limited	3.93%
Khác	6.48%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	3,303
BVPS (VND)	18,594
Nợ/VCSH	2.49%
ROA (%)	12.50%
ROE (%)	17.63%
P/E	17.48
P/B	3.09
Tỷ suất cổ tức (%)	6.1%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Tổng Công ty Cổ phần Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HSX: SAB) có tiền thân là một xưởng bia nhỏ do một người Pháp thành lập tại Sài Gòn vào năm 1875. SAB là doanh nghiệp đứng thứ hai về ngành sản xuất bia tại Việt Nam, chiếm khoảng 34% tổng sản lượng tiêu thụ bia trên toàn thị trường và có tổng công suất sản xuất bia đạt 2.4 tỷ lít/năm. Ngoài bia là ngành hàng cốt lõi, công ty cũng sản xuất các loại rượu mạnh và đồ uống không cồn, bao gồm nước có ga và nước uống đóng chai.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa
hoaduong@phs.vn

- Trong 1H2024, SAB ghi nhận KQKD tăng trưởng trở lại với doanh thu thuần và LNST lần lượt tăng 5.1% YoY và 5.8% YoY đạt 15,270 tỷ VND và 2,343 tỷ VND nhờ những nỗ lực tái cấu trúc chi phí cứng như tận dụng hiệu quả các chiến lược tiếp thị, cải thiện hiệu suất hoạt động.
- Việc thu tóm Sabibeco (UPCOM: SBB) được kỳ vọng góp phần tăng trưởng doanh thu cho SAB và gia tăng công suất sản xuất SAB lên mức 3.01 tỷ lít bia/năm, giúp SAB trở thành công ty bia có quy mô sản xuất lớn nhất tại Việt Nam.
- Chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm bia từ phân khúc trung cấp tiến đến phân khúc cao cấp cùng với mạng lưới phân phối rộng khắp tạo lợi thế cạnh tranh cho SAB.
- SAB hiện đang giao dịch tại P/E là 17.1x, thấp hơn so với mức trung bình kể từ khi niêm yết là 28.2x và thấp hơn P/E trung vị toàn ngành bia là 19.8x. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với SAB tại mức giá hợp lý là 70,700 VND/cổ phiếu với mức tăng giá tiềm năng là 23%.

Dự phóng KQKD 2024F và 2025F

Chúng tôi ước tính SAB sẽ ghi nhận doanh thu thuần năm 2024F/25F tăng 8.0% YoY cho mỗi năm, lần lượt đạt 32,890/35,535 tỷ VND dựa trên (1) **mức nền thấp năm 2023**, (2) **nỗ lực tái cấu trúc chi phí**, (3) **đa dạng hóa danh mục sản phẩm** và (4) **triển vọng về tiêu thụ bia tại Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng**. Qua đó, chúng tôi dự phóng SAB ghi nhận LNST 2024F/25F lần lượt tăng 6.8%/8.4% YoY đạt 4,544/4,926 tỷ VND. Biên lợi nhuận gộp năm 2024F tương đương so với năm ngoái ở mức 29.7%, biên lợi nhuận gộp năm 2025F cải thiện nhẹ lên mức 30.2% (+50 bps) dựa trên kỳ vọng công ty chốt giá malt đại mạch và vỏ nhôm ở mức thấp vào đầu năm 2024 sẽ phản ánh vào năm 2025 và kỳ vọng giá bán bình quân tăng từ sự cao cấp hóa sản phẩm.

Điểm nhấn đầu tư

(1) **Lợi thế về nhân khẩu học, văn hóa tiêu dùng và sự gia tăng khách du lịch tiếp tục thúc đẩy tiêu thụ bia:** Theo Tổng cục Thống kê, Việt Nam đang trong giai đoạn "dân số vàng" và dự kiến tiếp tục kéo dài thêm 10 năm nữa, với 67% dân số trong độ tuổi lao động từ 15 - 64, trong đó, 36% dân số trong nhóm tuổi 15 - 40, là nhóm tiêu thụ bia chủ yếu. Tiêu thụ bia bình quân đầu người tại Việt Nam vượt xa mức bình quân toàn cầu và có xu hướng tăng mạnh từ 23 lít/người vào năm 2009 lên mức 43 lít/người vào năm 2023 (CAGR = 4.7%/năm). Ngoài ra, sự gia tăng lượng khách du lịch nội địa và quốc tế sau đại dịch được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ bia, đặc biệt là trải nghiệm các thương hiệu bia nội địa, điển hình như Bia Sài Gòn của Sabeco.

(2) **Chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm bia từ phân khúc trung cấp tiến đến phân khúc cao cấp cùng với mạng lưới phân phối rộng khắp tạo lợi thế cạnh tranh:** Cạnh tranh trong ngành bia ngày càng gay gắt khiến việc tăng giá trực tiếp cho mỗi sản phẩm trở nên khó khăn hơn trong tương lai. Việc cải thiện cơ cấu sản phẩm của SAB, đặc biệt là mở rộng sang phân khúc cao cấp, cận cao cấp có vai trò quyết định trong việc đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của người tiêu dùng về chất lượng bia và gián tiếp tăng giá

sản phẩm bình quân, qua đó giữ vững được biên lợi nhuận trong bối cảnh nguyên vật liệu đầu vào biến động khó lường. Các dòng sản phẩm như Saigon Special, Saigon Chill và 333 Pilsner, phù hợp với nhóm tiêu dùng trẻ, có thu nhập cao tại Việt Nam sẽ tạo tiền đề giúp SAB thâm nhập vào phân khúc bia cận cao cấp. Bên cạnh đó, vào tháng 8/2023, SAB đã hoàn thành giai đoạn 1 của Dự án Tổng Thể Kho Bãi – Điều Vận, một trong bốn dự án lớn trong khuôn khổ chiến lược Sabeco Supply Chain 4.0 giai đoạn 2022 - 2024, được kỳ vọng tối ưu hóa chuỗi cung ứng, tăng hiệu quả vận hành và kiểm soát chi phí tốt hơn.

(3) Kỳ vọng tăng trưởng doanh thu thông qua việc thu tóm công ty gia công bia khác: Chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ ghi nhận tăng trưởng doanh thu thêm khoảng 2,000 tỷ đồng/năm thông qua việc thu tóm CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn Bình Tây (UPCOM: SBB). Ngoài ra, công suất sản xuất của SAB kỳ vọng tăng lên 3.01 tỷ lít/năm (+25% so với công suất hiện tại), trở thành công ty bia có quy mô sản xuất lớn nhất tại Việt Nam. Tuy nhiên, với quan điểm thận trọng, chúng tôi chưa ghi nhận khoản doanh thu này vào mô hình định giá.

(4) Tỷ suất cổ tức và định giá hấp dẫn: SAB đang duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt ở mức 35% mệnh giá, tương ứng lợi suất cổ tức đạt 6.1% - vẫn khá hấp dẫn so với lãi suất huy động 12 tháng đang ở mức 5% - 6%/năm. Với kỳ vọng SAB sẽ tiếp tục phương án chia cổ tức bằng tiền mặt tương đương các năm trước, tổng tỷ suất sinh lợi của SAB theo chúng tôi ước tính có thể đạt được là 29%.

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý dành cho SAB là 70,700 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mức tăng giá tiềm năng là 23%.

Rủi ro

(1) Rủi ro về các quy định tuân thủ nồng độ cồn và tăng thuế tiêu thụ đặc biệt khiến việc phục hồi chậm hơn dự kiến, (2) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu, (3) Rủi ro về sản phẩm thay thế và thay đổi hành vi tiêu dùng.

Bảng 1: Chỉ số tài chính

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	34,979	30,461	32,890	35,535	38,326
LNST (Tỷ VND)	5,500	4,255	4,544	4,926	5,301
Biên LN gộp (%)	30.8%	29.8%	29.7%	30.2%	30.5%
ROA (%)	16.0%	12.5%	13.5%	14.2%	14.8%
ROE (%)	23.8%	17.6%	18.9%	20.3%	21.4%
Cổ tức (%)	50%	35%	35%	35%	35%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

NỘI DUNG

Tổng quan công ty	4
<i>Cơ cấu cổ đông</i>	4
<i>Mô hình kinh doanh</i>	5
Thị trường bia Việt Nam	7
Điểm nhấn đầu tư	11
<i>Lợi thế về nhân khẩu học, văn hóa tiêu dùng và sự gia tăng khách du lịch tiếp tục thúc đẩy tiêu thụ bia</i>	11
<i>Chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm bia từ phân khúc trung cấp tiến đến phân khúc cao cấp cùng với mạng lưới phân phối rộng khắp tạo lợi thế cạnh tranh</i>	12
<i>Kỳ vọng tăng trưởng doanh thu thông qua việc thu tóm công ty gia công bia khác</i>	14
Điểm nhấn tài chính	16
Dự phóng kết quả kinh doanh 2024F và 2025F	20
Định giá và khuyến nghị	22
Rủi ro	24
<i>Rủi ro về các quy định tuân thủ nồng độ cồn và tăng thuế tiêu thụ đặc biệt khiến việc phục hồi chậm hơn dự kiến</i>	24
<i>Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu</i>	24
<i>Rủi ro về sản phẩm thay thế và thay đổi hành vi tiêu dùng</i>	24
Báo cáo tài chính	25

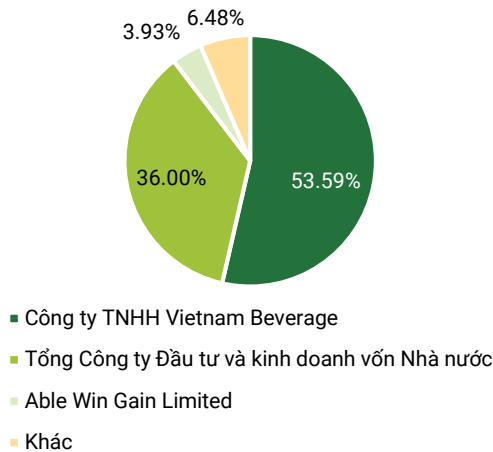
Tổng quan công ty

Tổng Công ty Cổ phần Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HSX: SAB) có tiền thân là một xưởng bia nhỏ do một người Pháp thành lập tại Sài Gòn vào năm 1875. SAB chính thức được niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh từ cuối năm 2016. Trải qua 149 năm thành lập, SAB đã đưa bia Sài Gòn xuất khẩu sang 35 quốc gia.

SAB là doanh nghiệp đứng thứ hai về ngành sản xuất bia tại Việt Nam, chiếm khoảng 34% tổng sản lượng tiêu thụ bia trên toàn thị trường. SAB đang vận hành 26 nhà máy trên khắp Việt Nam với tổng công suất đạt khoảng 2.4 tỷ lít/năm. Ngoài bia là ngành hàng cốt lõi, công ty cũng sản xuất các loại rượu mạnh và đồ uống không cồn, bao gồm nước có ga và nước uống đóng chai.

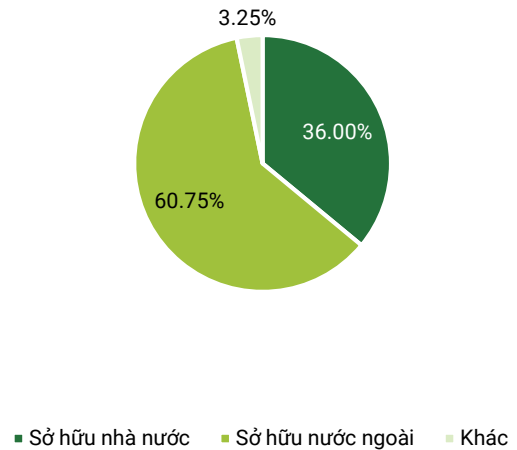
Cơ cấu cổ đông

Hình 1: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Hình 2: Cơ cấu sở hữu theo loại nhà đầu tư



Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Hình 3: Cấu trúc sở hữu SAB của ThaiBev



Nguồn: PHS tổng hợp

Năm 2017 là thời điểm lịch sử đối với SAB khi ThaiBev – một trong những công ty đồ uống lớn nhất Đông Nam Á thuộc sở hữu của tỷ phú Thái Lan Charoen Sirivadhanabhakdi, đã hoàn tất mua lại 53.59% cổ phần SAB thông qua Vietnam Beverage. Thương vụ này có giá trị lên đến 5 tỷ USD, trở thành thương vụ mua bán lớn nhất trong ngành công nghiệp bia châu Á tính đến thời điểm đó. Đối với ThaiBev, việc thu tóm Sabeco không chỉ là cơ hội để tiếp cận một trong những thị trường tiêu thụ bia lớn nhất Đông Nam Á, mà còn là bước đi chiến lược để mở rộng sự hiện diện trên toàn cầu.

Mô hình kinh doanh







Hình 4: Chuỗi giá trị sản xuất bia của SAB



Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Chuỗi giá trị sản xuất bia của Sabeco thể hiện quy trình toàn diện, bao gồm nhiều công đoạn khác nhau, từ việc cung cấp nguyên liệu thô để sản xuất, phân phối và tiêu thụ sản phẩm. Sabeco sử dụng các nguyên liệu đầu vào chính như malt đại mạch, hoa bia, men bia và vỏ nhôm trong quá trình sản xuất bia. Trong đó, malt đại mạch và vỏ nhôm là nguyên liệu quan trọng nhất, chiếm khoảng 50% tổng chi phí sản xuất bia và chủ yếu được nhập khẩu từ Châu Âu, Châu Úc và Mỹ. Vì vậy, chi phí nguyên liệu đầu vào của SAB chịu ảnh hưởng lớn bởi biến động giá malt và giá nhôm thế giới. Thông thường, SAB thực hiện mua trước nguyên liệu từ 9 - 12 tháng nhằm giảm bớt tác động về biến động giá nguyên vật liệu.

Hình 5: Một số sản phẩm bia của SAB

Sản phẩm cao cấp	Sản phẩm trung cấp
 <p>333 Pilsner 15,300 VND/lon</p>	 <p>Saigon Lager 12,700 VND/lon</p>
 <p>Saigon Chill 18,900 VND/lon</p>	 <p>Saigon Export 13,300 VND/lon</p>
 <p>Saigon Gold 23,500 VND/lon</p>	 <p>Bia 333 13,300 VND/lon</p>

Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Phân khúc sản phẩm ngành bia thường được chia thành 3 nhóm chính dựa trên giá cả và chất lượng sản phẩm, gồm:

- **Phân khúc cao cấp và cận cao cấp:** có giá bán trên 40,000 VND/lít, nhắm đến đối tượng người tiêu dùng có thu nhập trung bình đến cao tại các khu vực thành thị và phạm vi phân phối tại các cửa hàng chuyên doanh hoặc kênh on-trade nhà hàng, khách sạn. Các sản phẩm trong phân khúc này thường là bia nhập khẩu, bia thủ công và 2 nhãn hiệu nổi bật tại thị trường Việt Nam là Heineken (sản phẩm Heineken, Tiger) và Sabeco (sản phẩm Saigon Chill, Saigon Gold).

- **Phân khúc trung cấp:** có giá bán từ 30,000 – 40,000 VND/lít, nhắm đến đối tượng người tiêu dùng có thu nhập trung bình. Các sản phẩm trong phân khúc này thường là các thương hiệu phổ biến từ ba nhà máy bia lớn nhất cả nước như Heineken, Sabeco, Habeco.

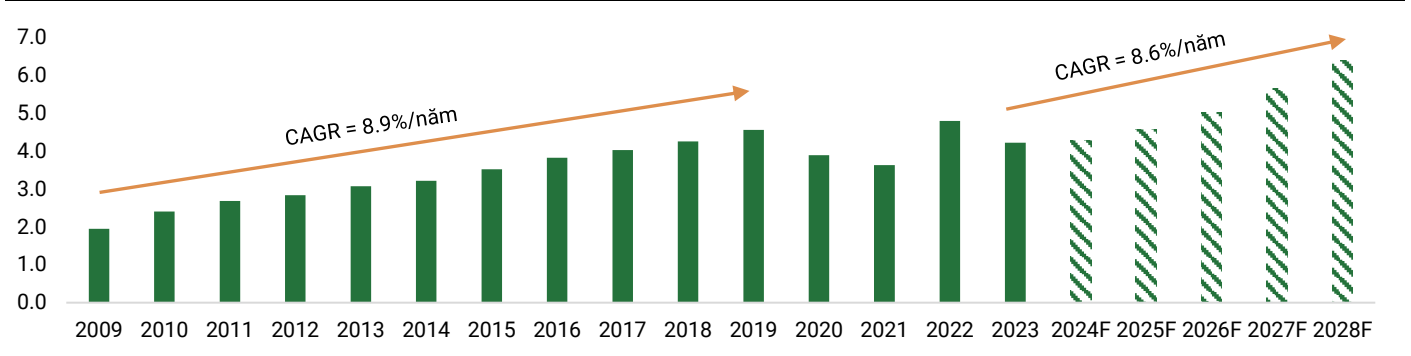
- **Phân khúc bình dân:** có giá bán dưới 30,000 VND/lít, nhắm đến đối tượng người tiêu dùng có thu nhập trung bình thấp, bao gồm các thương hiệu có giá cả phải chăng như Huda, Larue. Ngoài ra còn có bia hơi – một loại bia tươi của Việt Nam.

Sabeco cung cấp một loạt các dòng sản phẩm bia đa dạng, bao gồm các thương hiệu nổi bật như **Bia Saigon** (với các phiên bản như Saigon Special, Saigon Chill, Saigon Export, Saigon Lager) và **333** – thương hiệu bia lâu đời và phổ biến tại Việt Nam. Mỗi dòng sản phẩm mang hương vị và phong cách riêng, từ bia nhẹ, dễ uống đến bia có vị đậm đà và hương thơm đặc trưng, phục vụ nhu cầu và sở thích đa dạng của người tiêu dùng. Sabeco cũng không ngừng đổi mới và phát triển các sản phẩm mới để đáp ứng kỳ vọng cao của người tiêu dùng Việt Nam thông qua việc cung cấp những sản phẩm chất lượng cao, đồng thời, khẳng định cam kết luôn hướng đến sự tối ưu nhất của doanh nghiệp. Vào tháng 8/2024, Sabeco cho ra mắt dòng bia 333 Pilsner – phiên bản nhẹ hơn, êm hơn của thương hiệu bia 333 huyền thoại, hứa hẹn nâng cao trải nghiệm của người dùng.

Thị trường bia Việt Nam

Thị trường bia Việt Nam đã ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ trong sản lượng tiêu thụ, với CAGR đạt 8.9%/năm giai đoạn 2009 – 2019, vượt xa mức tăng trưởng trung bình toàn cầu là 0.8%/năm, nhờ (1) Việt Nam có cơ cấu dân số trẻ với tỷ lệ lớn người trong độ tuổi lao động, vốn là nhóm tiêu thụ bia chủ yếu, (2) mức sống và thu nhập tăng dần đã thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng bia và (3) bia đã trở thành một phần của văn hóa xã hội tại Việt Nam, được tiêu thụ phổ biến trong các hoạt động giao lưu, giải trí và công việc, từ nông thôn đến thành thị. Tuy nhiên, thị trường bia Việt Nam đã trải qua biến động mạnh với sản lượng tiêu thụ bia giảm liên tục trong hai năm liên tiếp 2020 và 2021 do bị ảnh hưởng bởi (1) đại dịch Covid-19 và (2) Nghị định 100 quy định mức xử phạt vi phạm nồng độ cồn khi lái xe có hiệu lực từ 01/01/2020. Mặc dù sản lượng tiêu thụ bia đã phục hồi nhờ trạng thái "bình thường mới" trong năm 2022, đến năm 2023, mức tiêu thụ lại giảm do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu, cùng với việc tăng cường kiểm tra và xử lý vi phạm nồng độ cồn theo Nghị định 100.

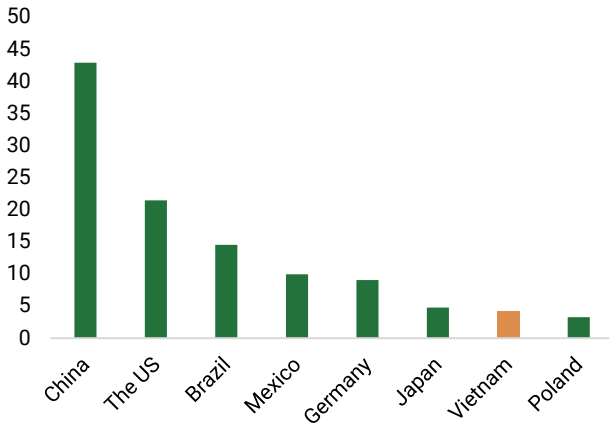
Hình 6: Sản lượng tiêu thụ bia tại Việt Nam qua các năm (Tỷ lít)



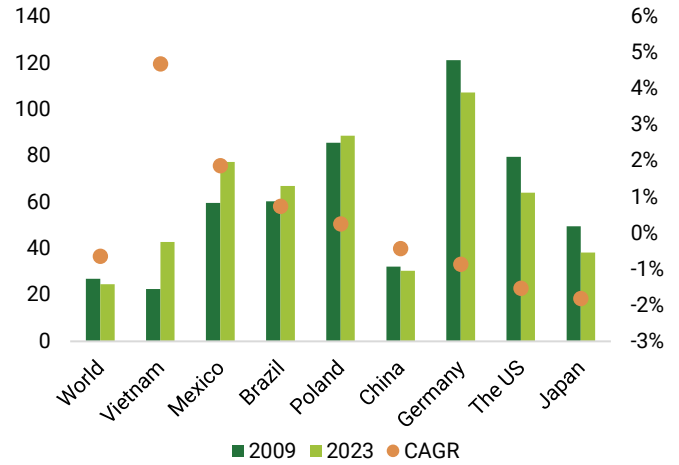
Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Việt Nam là thị trường tiêu thụ bia đứng thứ 7 toàn cầu và đứng thứ 3 tại Châu Á về sản lượng. Tính đến năm 2023, sản lượng tiêu thụ bia tại Việt Nam đạt 4.2 tỷ lít bia (chiếm 2.1% sản lượng tiêu thụ toàn cầu), đứng thứ 3 tại Châu Á sau Trung Quốc (43 tỷ lít bia) và Nhật Bản (4.8 tỷ lít bia) nhưng cao hơn nhiều so với các thị trường Châu Á khác như Ấn Độ (2.8 tỷ lít bia), Hàn Quốc (2.2 tỷ lít bia) và Thái Lan (2.2 tỷ lít bia).

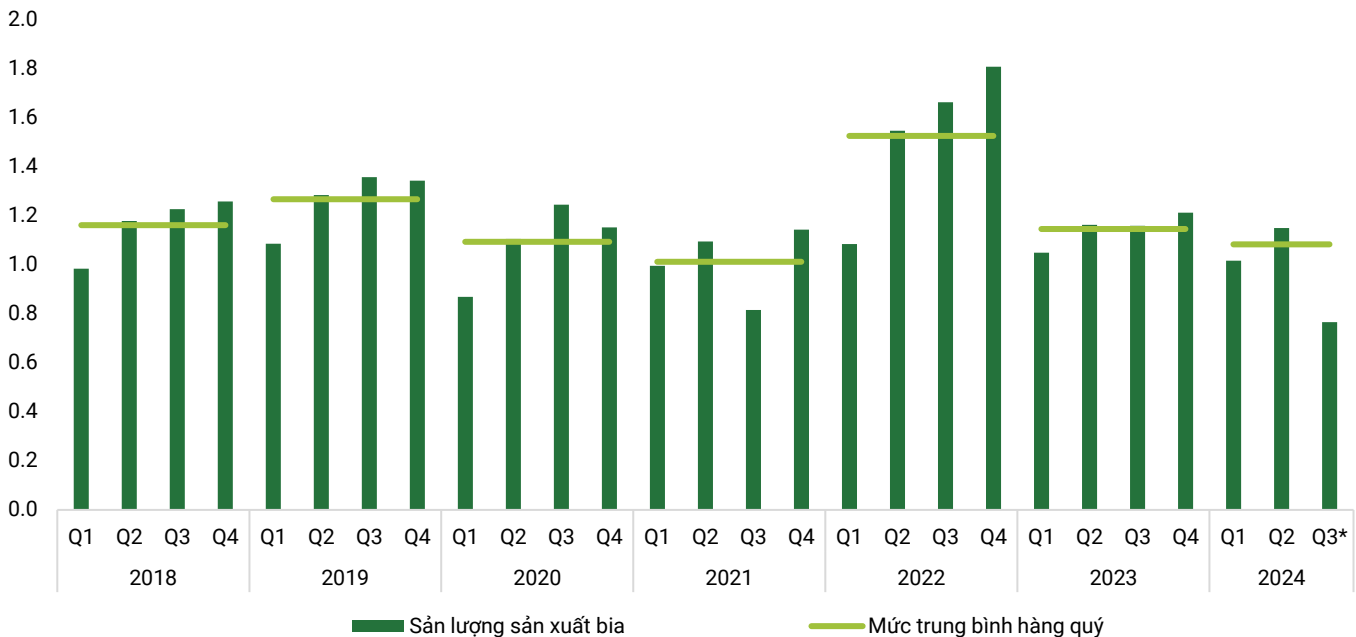
Tiêu thụ bia bình quân đầu người tại Việt Nam có xu hướng tăng mạnh từ 23 lít/người vào năm 2009 lên mức 43 lít/người vào năm 2023 (CAGR = 4.7%/năm). Trong khi đó, tiêu thụ bia bình quân đầu người trên toàn cầu duy trì ổn định ở mức 25 – 27 lít trong giai đoạn này. Dù có sự suy yếu về tiêu thụ bia trong những năm gần đây, Việt Nam vẫn là một trong những thị trường bia phát triển nhanh nhất trong khu vực Đông Nam Á với mức tiêu thụ bia bình quân đầu người ngày càng cao. Với các yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ như cơ cấu dân số trẻ, sự gia tăng thu nhập, và văn hóa tiêu dùng năng động, Việt Nam tiếp tục là một thị trường tiềm năng cho các nhà sản xuất bia trong tương lai.

Hình 7: Các quốc gia tiêu thụ bia hàng đầu năm 2023 (tỷ lít)


Nguồn: Euromonitor, World Bank, PHS ước tính

Hình 8: Tiêu thụ bia bình quân đầu người tại các quốc gia (lít/người)


Nguồn: Euromonitor, World Bank, PHS ước tính

Hình 9: Sản lượng sản xuất bia tại Việt Nam qua các năm (Tỷ lít)


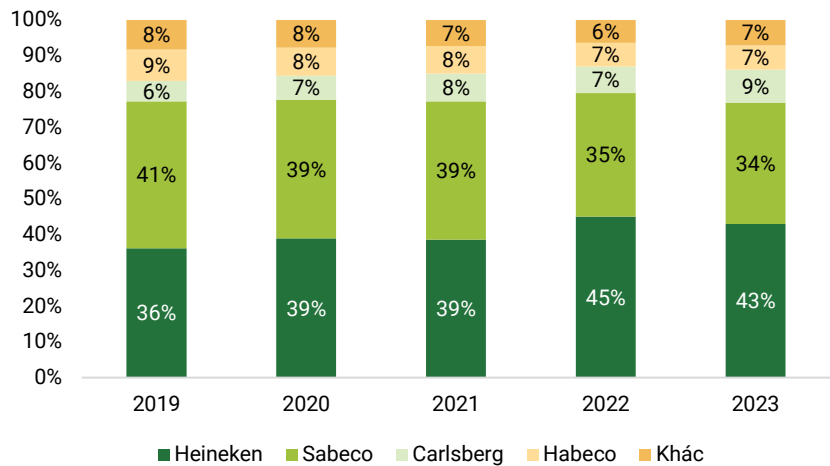
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp, số liệu Q3/2024 tính đến tháng 8/2024

Sản lượng bia sản xuất trong nước phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch nhưng xu hướng này không duy trì lâu khi sản lượng chứng kiến sự suy giảm rõ rệt trong 2 năm qua, đạt trung bình khoảng 1.1 tỷ lít/quý do tác động của nền kinh tế suy yếu, sự thận trọng trong chi tiêu và siết chặt quy định về nồng độ cồn khi tham gia giao thông. Tính đến 8T2024, sản lượng sản xuất bia đạt 2.9 tỷ lít (-2.6% YoY) cho thấy thị trường bia Việt Nam vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục đáng kể và phản ánh sự thận trọng của các nhà sản xuất bia trong nước trước những bất ổn của thị trường.

Thị trường bia Việt Nam có tính tập trung cao với phần lớn thị phần nằm trong tay 4 thương hiệu lớn là Heineken, Sabeco, Carlsberg và Habeco. Năm 2023, 4 thương hiệu này chiếm tổng cộng khoảng 93% thị phần, với 43% cho

Heineken, 34% cho Sabeco, 9% cho Carlsberg và 7% cho Habeco. Với phân khúc bia cao cấp và cận cao cấp, Heineken (Hà Lan) đang thống trị thị trường Việt Nam với 2 sản phẩm cao cấp rất phổ biến là Heineken và Tiger. Thị phần của Heineken gia tăng nhanh chóng từ mức 36% vào năm 2019 lên mức 43% vào năm 2023. Kể từ năm 2020, Sabeco, vốn từ lâu đã dẫn đầu thị trường, đã mất vị trí số một về thị phần vào tay Heineken với thị phần giảm từ 41% vào năm 2019 xuống còn 34% vào năm 2023 bởi mức độ nhận diện thương hiệu thấp hơn và danh mục sản phẩm ít đa dạng hơn khi thị hiếu người tiêu dùng đang dần thay đổi. Trong phân khúc trung cấp, cận cao cấp, Sabeco chiếm ưu thế với các sản phẩm mang tính biểu tượng như "Bia Sài Gòn" và "Bia 333". Hãng bia Carlsberg cũng đang dần gia tăng thị phần tại Việt Nam với các dòng sản phẩm như Huda, 1664 Blanc, Tuborg Ice. Ở phân khúc trung cấp và bình dân, Habeco nổi bật với sản phẩm như "Bia Hà Nội" và bia hơi, tập trung chủ yếu ở thị trường miền Bắc.

Hình 10: Thị phần bia tại Việt Nam qua các năm



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Bảng 2: 4 thương hiệu bia lớn tại Việt Nam

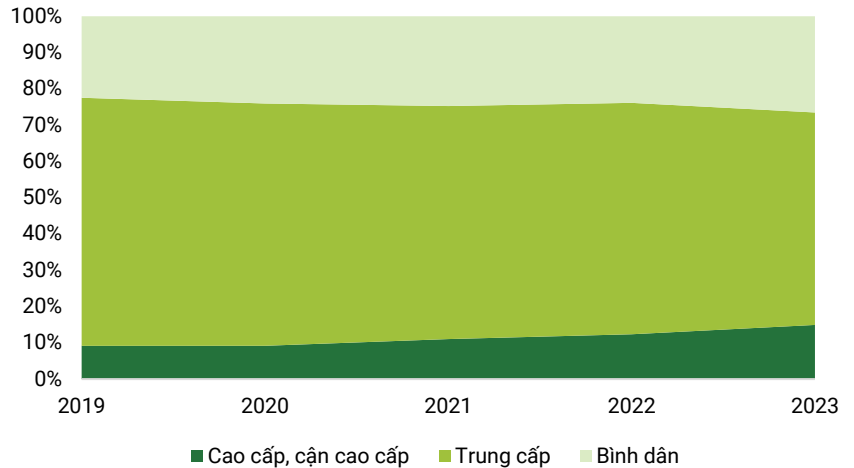
Công ty	Phân khúc	Thị trường chính	Sản phẩm chính
Heineken N.V.	Cao cấp và cận cao cấp	Miền Nam và miền Trung	Heineken, Tiger, Tiger Crystal, Larue
Sabeco	Trung cấp và cận cao cấp	Miền Nam	Saigon Export, Saigon Chill, Saigon Lager, Saigon Special, 333
Carlsberg	Trung cấp và cận cao cấp	Miền Bắc và miền Trung	Huda, 1664 Blanc, Tuborg Ice
Habeco	Bình dân và trung cấp	Miền Bắc	Bia Hà Nội, Bia Trúc Bạch

Nguồn: PHS tổng hợp

Trong những năm gần đây, thị trường bia Việt Nam đã chứng kiến sự dịch chuyển rõ rệt từ phân khúc trung cấp sang phân khúc cao cấp, cận cao cấp và bình dân. Cụ thể, tỷ trọng bia trung cấp giảm từ 69% vào năm 2018 xuống còn 59% vào năm 2023. Trong khi đó, đóng góp về sản lượng của bia cao cấp, cận cao cấp đã tăng từ 9% lên mức 15%, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) về sản lượng tiêu thụ bia tại phân khúc này đạt 11.0%/năm trong giai đoạn 2018 – 2023. Ngoài ra, tỷ trọng bia bình dân cũng tăng lên mức 27% vào năm 2023 từ mức 22% vào năm 2022. Điều này cũng khá dễ hiểu bởi nhóm người tiêu dùng có thu nhập trung bình và cao có hành vi tiêu

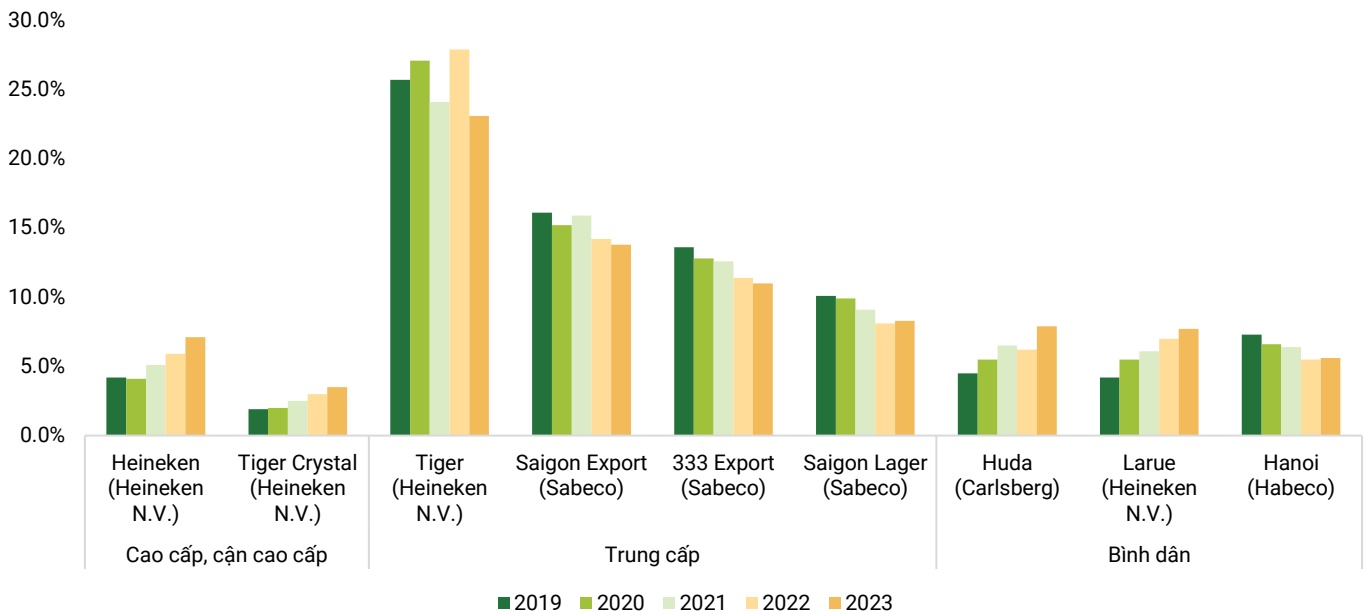
dùng nâng cao chất lượng cuộc sống và ít bị ảnh hưởng bởi biến động kinh tế, trong khi phân khúc bia bình dân có thể hưởng lợi từ sự thay đổi trong ưu tiên chi tiêu của người tiêu dùng trong bối cảnh suy thoái kinh tế. Trong tương lai, chúng tôi cho rằng bối cảnh ngành bia sẽ không thay đổi nhiều, hiệu suất trong tương lai của ngành bia Việt Nam phụ thuộc vào mức độ định vị thương hiệu và khả năng giành thị phần tại phân khúc cao cấp và cận cao cấp.

Hình 11: Thị phần bia tại Việt Nam theo phân khúc



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Hình 12: Thị phần bia tại Việt Nam theo nhãn hiệu



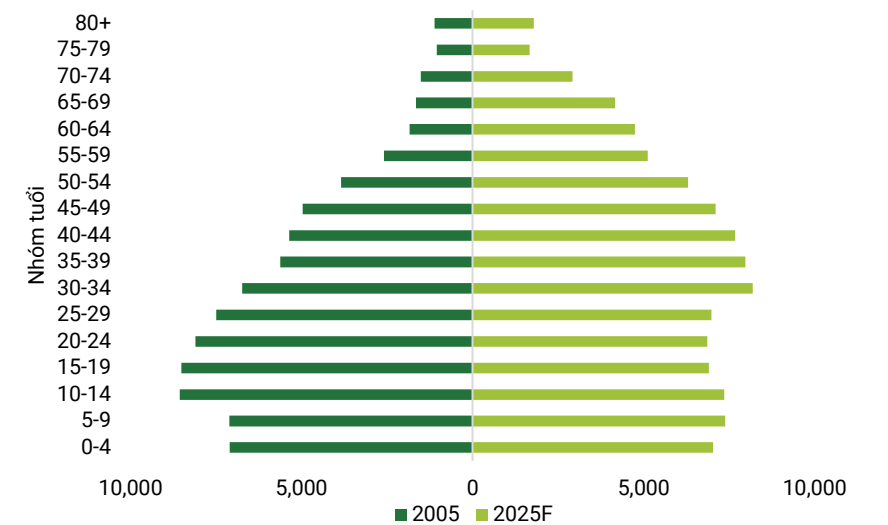
Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Điểm nhấn đầu tư

Lợi thế về nhân khẩu học, văn hóa tiêu dùng và sự gia tăng khách du lịch tiếp tục thúc đẩy tiêu thụ bia

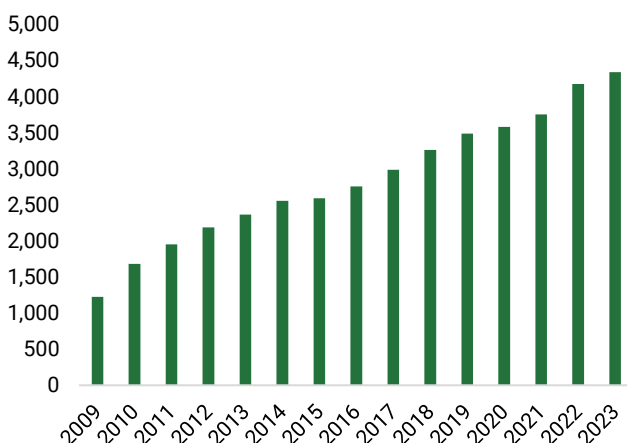
Dân số trẻ và thu nhập tăng trưởng nhanh chóng đang tạo ra những tác động tích cực đáng kể đến thị trường bia Việt Nam. Theo dữ liệu từ Tổng cục Thống kê, cấu trúc dân số của Việt Nam hiện nay đang trong giai đoạn "dân số vàng", với 67% dân số nằm trong độ tuổi lao động từ 15 - 64 tuổi. Đặc biệt, nhóm từ 15 - 40 tuổi – đối tượng tiêu thụ bia chủ yếu, chiếm đến 36% tổng dân số.

Hình 13: Tháp dân số Việt Nam 2005 – 2025F (1000 người)



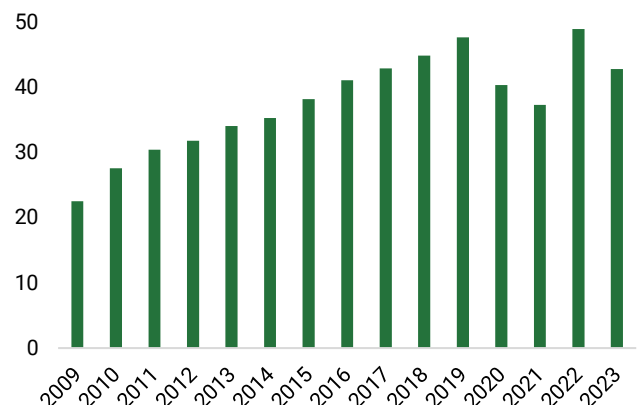
Nguồn: BMI, Tổng cục thống kê, PHS tổng hợp

Hình 14: GDP bình quân đầu người Việt Nam qua các năm (USD)



Nguồn: World Bank, PHS tổng hợp

Hình 15: Tiêu thụ bia bình quân đầu người tại Việt Nam qua các năm (lít/người)

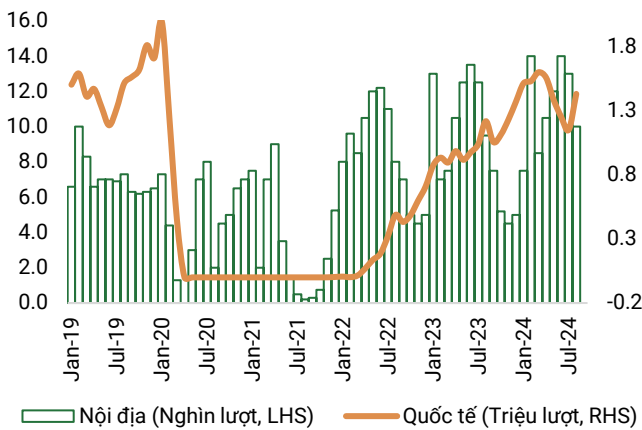


Nguồn: Euromonitor, World Bank, PHS tổng hợp và ước tính

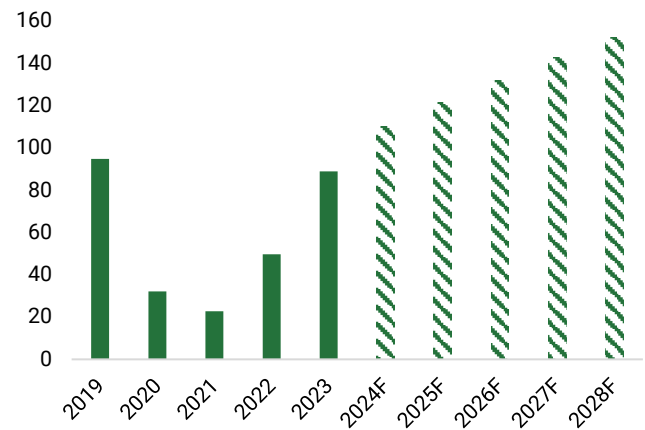
Theo ước tính của chúng tôi, mức tiêu thụ bia bình quân đầu người tại Việt Nam trong giai đoạn 2009 - 2023 đã tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 4.7%/năm, vượt xa mức tăng trưởng trung bình thế giới là -0.6%/năm. Điều này đã phản ánh văn hóa tiêu thụ rượu bia sâu sắc tại Việt Nam. Việc thu nhập bình quân đầu người liên tục tăng cũng thúc

đẩy người tiêu dùng chi tiêu nhiều hơn cho các sản phẩm bia đa dạng, từ phân khúc bình dân đến cao cấp. Bên cạnh đó, văn hóa tiêu thụ bia tại Việt Nam cũng chịu ảnh hưởng từ yếu tố địa phương. Miền Bắc nổi bật với bia hơi, thức uống bình dân được ưa chuộng vào những ngày hè nóng bức, trong khi ở miền Nam và miền Trung, các thương hiệu bia thương mại phổ biến hơn. Những thương hiệu như Heineken, Tiger và Saigon đặc biệt phổ biến trong các thành phố lớn và đang dần chinh phục tầng lớp trung lưu và thượng lưu.

Tổng cục Thống kê cũng dự đoán rằng thời kỳ "dân số vàng" của Việt Nam sẽ kéo dài thêm ít nhất 10 năm nữa. Lợi thế nhân khẩu học này, kết hợp với văn hóa tiêu dùng bia mạnh mẽ, sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ bia trong những năm tới.

Hình 16: Tổng lượt khách du lịch


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 17: Chi tiêu của khách du lịch cho thực phẩm và đồ uống (Nghìn tỷ đồng)


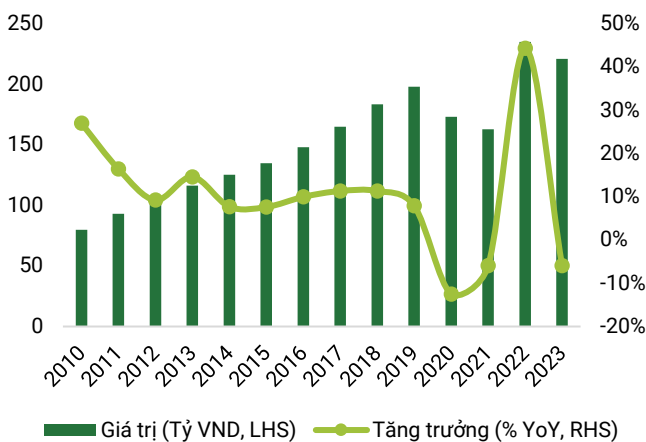
Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Ngoài ra, sự gia tăng lượng khách du lịch nội địa và quốc tế cũng tạo ra nhu cầu lớn về các dịch vụ ăn uống, giải trí, nơi bia là một trong những thức uống phổ biến. Tại Việt Nam, khoảng 40% lượng bia được tiêu thụ qua kênh on-trade như nhà hàng, quán nhậu. Thêm vào đó, 50% lượng khách quốc tế tại Việt Nam đến từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản – 3 quốc gia có mức tiêu thụ bia trên đầu người thuộc top 10 thế giới, góp phần đáng kể vào việc thúc đẩy tiêu thụ bia trong nước. Theo dữ liệu từ Euromonitor, chi tiêu cho thực phẩm và đồ uống chiếm đến 37% tổng chi tiêu của khách du lịch và được dự báo tiếp tục tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 6.7%/năm trong giai đoạn 2024 – 2028. Do đó, chúng tôi cho rằng sự gia tăng lượng khách du lịch nội địa và quốc tế sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ bia, đặc biệt là trải nghiệm các thương hiệu bia nội địa, điển hình như Bia Sài Gòn của Sabeco.

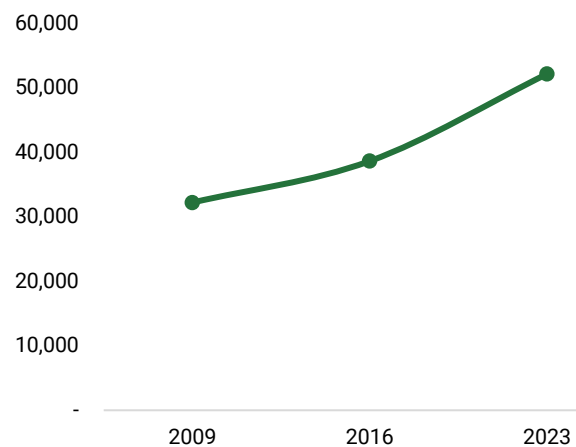
Chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm bia từ phân khúc trung cấp tiến đến phân khúc cao cấp cùng với mạng lưới phân phối rộng khắp tạo lợi thế cạnh tranh

Từ năm 2016 đến nay, trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ bia có sự biến động mạnh, động lực chính cho ngành bia Việt Nam là sự gia tăng giá bán bia bình quân, được hỗ trợ bởi sự cải thiện về cơ cấu sản phẩm và tăng giá sản phẩm bia. Theo dữ liệu từ Euromonitor, từ năm 2016 – 2023, giá bán bia

bình quân tại Việt Nam đã tăng 35% và tốc độ tăng giá bia vượt trội hơn so với CPI tương ứng. Đến năm 2022, do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng đáng kể, ngành bia đã chứng kiến mức tăng giá trên diện rộng (+9.1% YoY). Tuy nhiên, với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành, chúng tôi cho rằng thị trường bia sẽ có ít cơ hội để tiếp tục tăng giá trực tiếp. Thay vào đó, cải thiện cơ cấu sản phẩm sẽ trở thành động lực chính cho sự tăng trưởng của giá bán bia bình quân. Với thế hệ người tiêu dùng mới dần trở thành nhóm tiêu thụ chính, các loại bia giá rẻ với hương vị nhẹ không còn đáp ứng được nhu cầu của họ. Các sản phẩm bia cao cấp, cận cao cấp có khả năng đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng về hương vị, nồng độ và sự phong phú trong lựa chọn.

Hình 18: Doanh số bán bia tại Việt Nam qua các năm


Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Hình 19: Giá bán bia trung bình tại Việt Nam (VND/lít)


Nguồn: Euromonitor, PHS ước tính

Với chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm, SAB có lợi thế lớn khi đang trong quá trình tiến đến phân khúc bia cao cấp, cận cao cấp. Các sản phẩm như Saigon Special, Saigon Chill và mới đây nhất là 333 Pilsner đã được SAB phát triển để nhắm vào phân khúc khách hàng có thu nhập cao hơn và người tiêu dùng trẻ, đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng về bia cao cấp, cận cao cấp. Thêm vào đó, trong giai đoạn nền kinh tế suy yếu, người tiêu dùng có xu hướng khá nhạy cảm với việc tăng giá sản phẩm trực tiếp. Việc thâm nhập vào phân khúc bia cao cấp, cận cao cấp không những đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của người tiêu dùng về chất lượng bia mà còn giúp SAB gián tiếp tăng giá sản phẩm bình quân, qua đó giữ vững được biên lợi nhuận trong bối cảnh nguyên vật liệu đầu vào biến động khó lường. Đặc biệt, SAB đang thay đổi diện mạo sản phẩm để phù hợp hơn với thị hiếu người tiêu dùng Việt, như việc cải tiến thiết kế bao bì hiện đại, bắt mắt, tạo cảm giác sang trọng và đẳng cấp. Điều này không chỉ giúp SAB tận dụng xu hướng chuyển dịch từ bia trung cấp sang cao cấp, cận cao cấp mà còn gia tăng sự kết nối với người tiêu dùng nội địa, đặc biệt tại các khu vực đô thị.

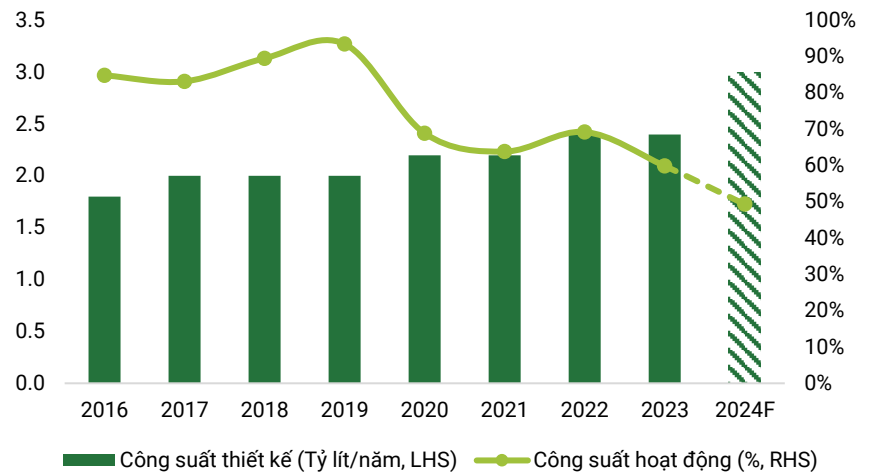
Ngoài ra, chuỗi cung ứng cũng là một yếu tố đáng chú ý trong ngành. Bia là hàng hóa cồng kềnh, do vậy, việc bảo quản và vận chuyển bia khá tốn kém. Vào tháng 8/2023, SAB đã hoàn thành giai đoạn 1 của Dự án Tổng Thể Kho Bãi – Điều Vận, một trong bốn dự án lớn trong khuôn khổ chiến lược Sabeco Supply Chain 4.0 giai đoạn 2022 - 2024. Với tổng diện tích 31,000m² và sức chứa 30,000 pallets, kho trung tâm được quản lý bằng hệ thống quản lý kho

(WMS) và hệ thống quản lý vận tải (TMS), giúp tối ưu hóa việc bảo quản, lưu trữ hàng hóa và đảm bảo tính liên tục trong sản xuất. Dự án Sabeco Supply Chain 4.0 sẽ giúp tự động hóa quá trình quản lý vận tải, kiểm soát hàng hóa tốt hơn, giảm thời gian giao hàng, tối ưu chi phí và nâng cao hiệu quả hoạt động của SAB.

Kỳ vọng tăng trưởng doanh thu thông qua việc thu tóm công ty gia công bia khác

SAB hiện là nhà sản xuất bia lớn thứ hai tại Việt Nam với 26 nhà máy bia có công suất thiết kế lên đến 2.4 tỷ lít/năm, đáp ứng khoảng 57% tổng sản lượng tiêu thụ bia của cả nước tính đến năm 2023. Theo ước tính của chúng tôi, tổng hiệu suất hoạt động các nhà máy bia của SAB hiện đang đạt khoảng 60%.

Hình 20: Công suất sản xuất bia của SAB



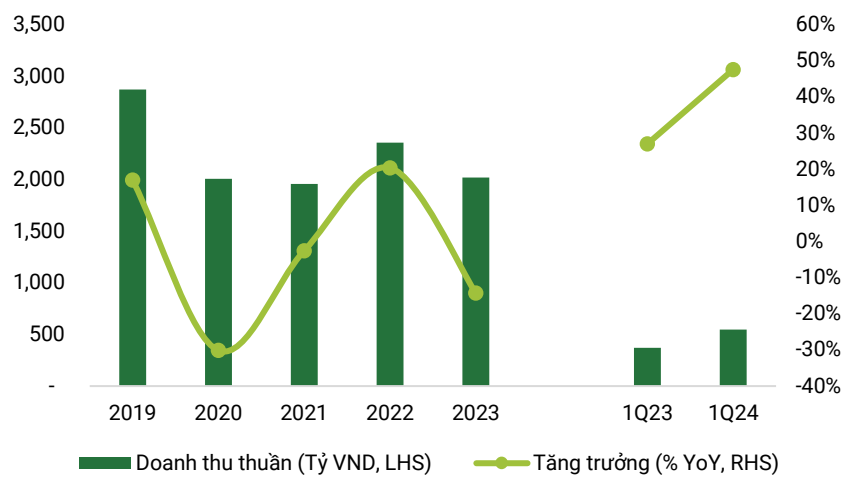
Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Tháng 9/2024, SAB ban hành Nghị quyết HĐQT về việc thông qua phương án chào mua công khai cổ phiếu CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn Bình Tây - Sabibeco (UPCOM: SBB) với tổng dự chi khoảng 830 tỷ đồng nhằm mở rộng quy mô hoạt động sản xuất kinh doanh của Sabeco. Hiện tại, SAB đang là cổ đông lớn của SSB với tỷ lệ nắm giữ gián tiếp đạt 22.7%. Theo nghị quyết, SAB sẽ thực hiện chào mua công khai 37.8 triệu cổ phiếu SBB (tương đương 43.2% vốn điều lệ) và sau khi hoàn tất thương vụ, tỷ lệ sở hữu của Sabeco tại Sabibeco sẽ tăng lên 65.9%, qua đó trở thành công ty mẹ của Sabibeco. Ban lãnh đạo cho biết thương vụ M&A này sẽ được thực hiện ngay trong năm 2024, sau khi được Ủy ban Chứng khoán chấp thuận.

Hoạt động kinh doanh chính của Sabibeco là sản xuất và phân phối các sản phẩm bia. Cụ thể, Sabibeco gia công các dòng bia của Sabeco như Saigon Lager, Saigon Export, Saigon Special và thương hiệu bia Sagota như Sagota Gold, Sagota Lager, Sagota Pure. SBB hiện đang sở hữu 6 nhà máy bia với tổng công suất sản xuất đạt 610 triệu lít/năm. Sau khi thu tóm SBB, tổng công suất sản xuất của SAB sẽ tăng lên 3.01 tỷ lít/năm (+25% so với công suất hiện tại) và SAB sẽ trở thành công ty bia có quy mô sản xuất lớn nhất tại Việt Nam.

Chúng tôi cho rằng sự tiếp quản Sabibeco sẽ có ảnh hưởng tích cực đáng kể đến SAB. Sự gia tăng công suất sản xuất sẽ giúp SAB củng cố vị thế của mình trên thị trường bia, mở rộng danh mục sản phẩm và tận dụng hệ thống phân phối rộng lớn hơn. Điều này có thể tạo ra lợi thế cạnh tranh đáng kể cho SAB trong ngành công nghiệp sản xuất bia tại Việt Nam. Trong giai đoạn 2020 – 2023, Sabibeco ghi nhận hoạt động kinh doanh ổn định với doanh thu thuần duy trì quanh mức 2,000 tỷ đồng/năm. Khi SBB trở thành công ty con, tổng doanh thu của SAB được kỳ vọng sẽ tăng lên tương ứng nhờ sự đóng góp từ SBB. Tuy nhiên, với quan điểm thận trọng đối với các thương vụ M&A mang tính rủi ro cao, chúng tôi chưa ghi nhận khoản doanh thu này vào mô hình định giá.

Hình 21: Tăng trưởng doanh thu thuần của SBB qua các năm



Nguồn: SBB, PHS tổng hợp

Bảng 3: Quy mô sản xuất của 4 thương hiệu bia lớn tại Việt Nam

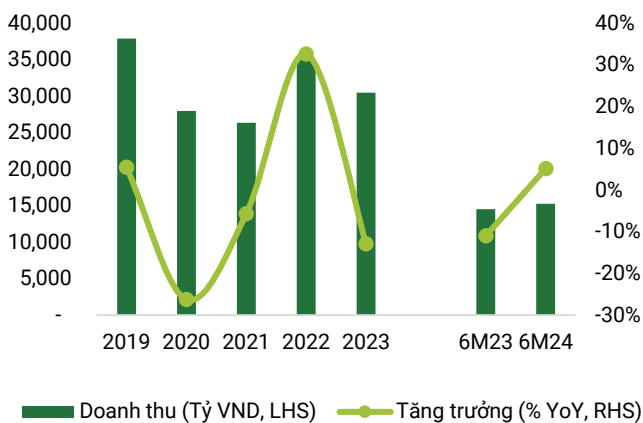
Công ty	Sabeco	Heineken	Carlsberg	Habeco
Số nhà máy (năm 2023)	26	6	1	N/A
Công suất thiết kế (tỷ lít/năm)	2.4	2.78	0.36	0.8

Nguồn: PHS tổng hợp

Điểm nhấn tài chính

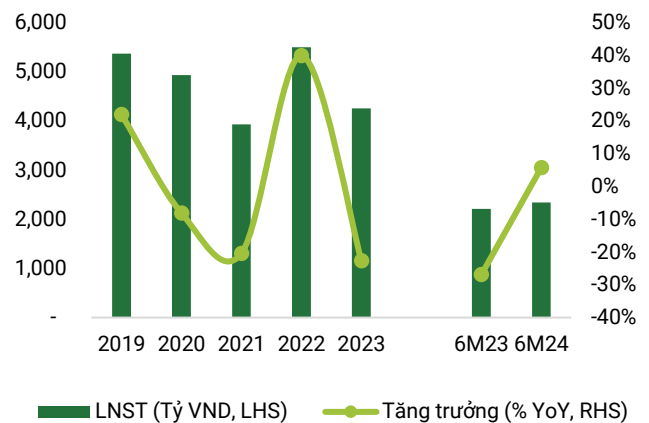
Trong giai đoạn 2019 – 2023, kết quả hoạt động kinh doanh của SAB có sự biến động đáng kể, phản ánh rõ những thay đổi về thị trường bia Việt Nam. Tác động của đại dịch Covid-19 và các chính sách siết chặt tiêu thụ đồ uống có cồn của Chính phủ đã làm thay đổi nhu cầu tiêu thụ bia của người tiêu dùng, tăng trưởng doanh thu thuần và LNST của SAB trong giai đoạn này đạt mức CAGR = -5%/năm. Tuy nhiên, trong 1H2024, SAB ghi nhận KQKD tăng trưởng trở lại với doanh thu thuần và LNST lần lượt tăng 5.1% YoY và 5.8% YoY đạt 15,270 tỷ đồng và 2,343 tỷ đồng nhờ những nỗ lực tái cấu trúc chi phí cũng như tận dụng hiệu quả các chiến lược tiếp thị, cải thiện hiệu suất hoạt động. Chúng tôi cho rằng sự ảnh hưởng của Nghị định 100/2019/NĐ-CP về quy định mức xử phạt vi phạm nồng độ cồn khi lái xe đã phản ánh đầy đủ vào hành vi tiêu dùng sau thời gian áp dụng 5 năm qua. Vì vậy, nhiều khả năng hoạt động kinh doanh của SAB đã thoát khỏi giai đoạn khó khăn.

Hình 22: Tăng trưởng doanh thu thuần SAB



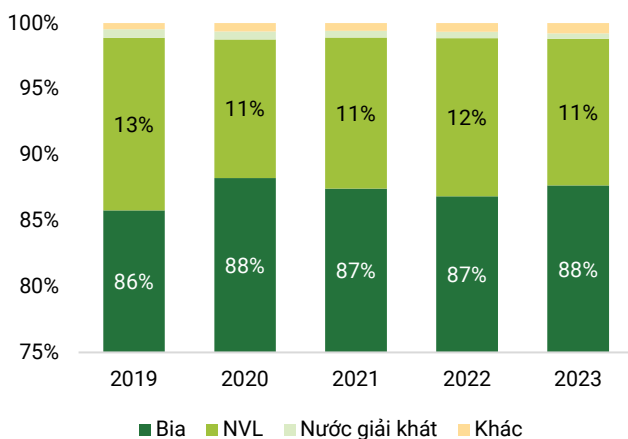
Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Hình 23: Tăng trưởng LNST SAB



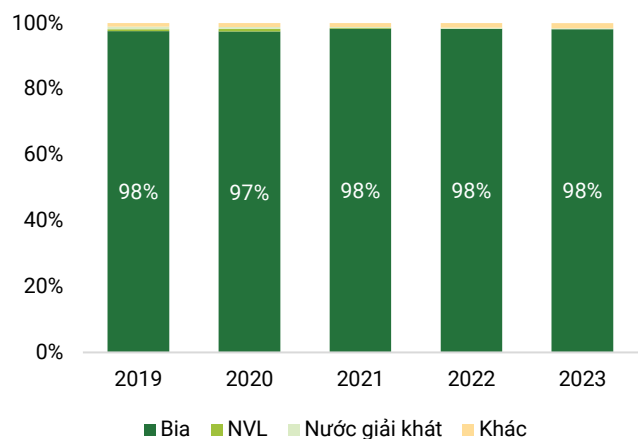
Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Hình 24: Cơ cấu doanh thu thuần SAB



Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

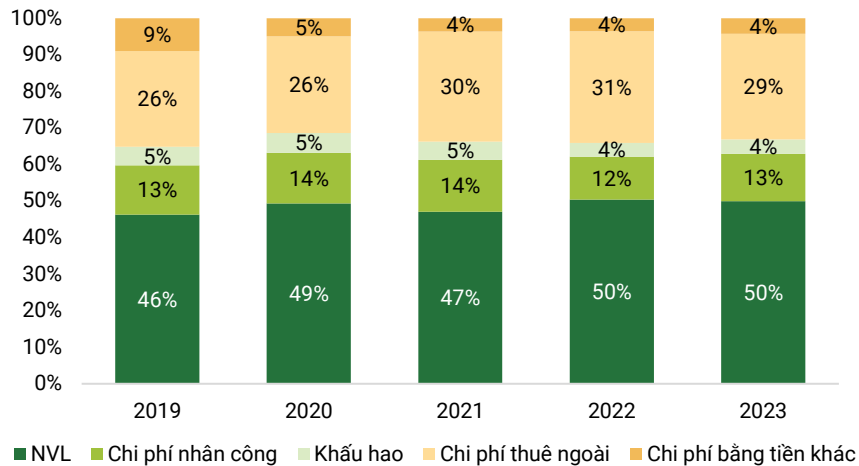
Hình 25: Cơ cấu lợi nhuận gộp SAB



Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Bia là sản phẩm cốt lõi của SAB và đóng vai trò chiến lược trong hoạt động kinh doanh của công ty với tỷ trọng mảng bia chiếm đến 88% trong cơ cấu doanh thu và 98% lợi nhuận gộp. Tại SAB, nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu phục vụ cho hoạt động sản xuất bia, tỷ trọng mảng này đóng góp khoảng 10% cơ cấu doanh thu nhưng mang lại biên lợi nhuận rất thấp. Các mảng khác như nước giải khát, rượu đóng góp không đáng kể, chiếm khoảng 2% trong cơ cấu doanh thu.

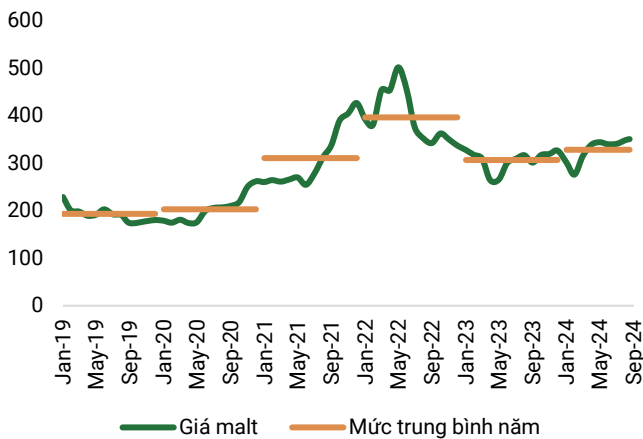
Hình 26: Cơ cấu chi phí sản xuất SAB



Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

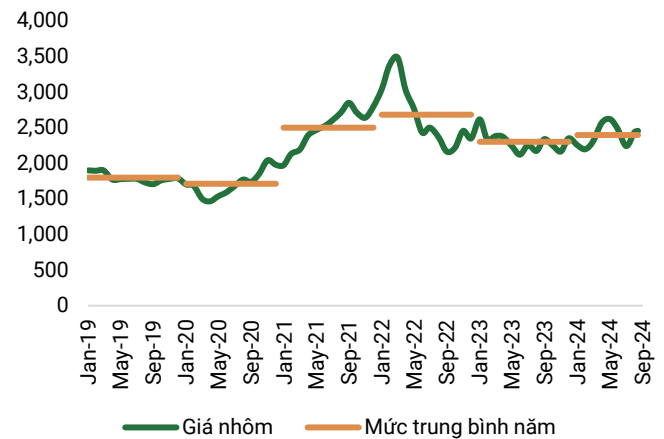
Trong cơ cấu chi phí sản xuất của SAB, chi phí nguyên vật liệu là thành phần chi phí lớn nhất và có xu hướng gia tăng qua các năm. Chúng tôi nhận thấy SAB khá nhạy cảm với biến động giá nguyên liệu đầu vào như malt đại mạch và vỏ nhôm, vốn chủ yếu được nhập khẩu. Thông thường, SAB thực hiện chốt giá malt đại mạch và vỏ nhôm vào thời điểm cuối năm trước cho 9 – 12 tháng sản xuất tiếp theo. Việc phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu khiến chi phí nguyên vật liệu của SAB chịu ảnh hưởng từ giá cả thế giới và tỷ giá hối đoái.

Hình 27: Giá malt đại mạch Pháp (USD/MT)



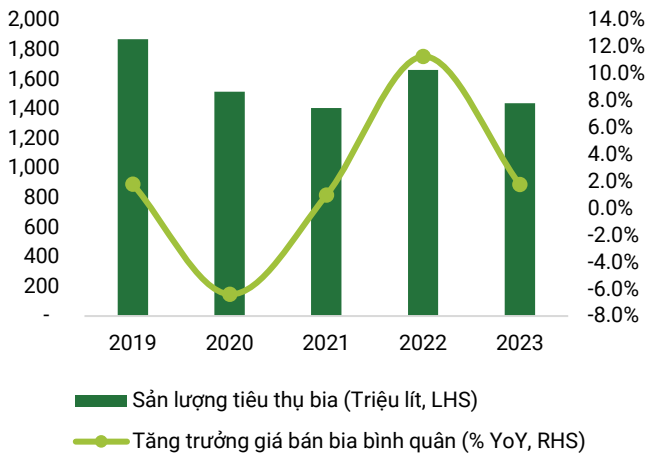
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 28: Giá nhôm thế giới (USD/MT)

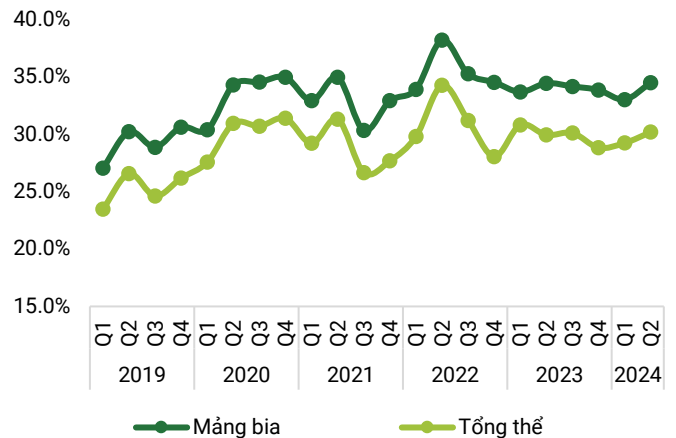


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

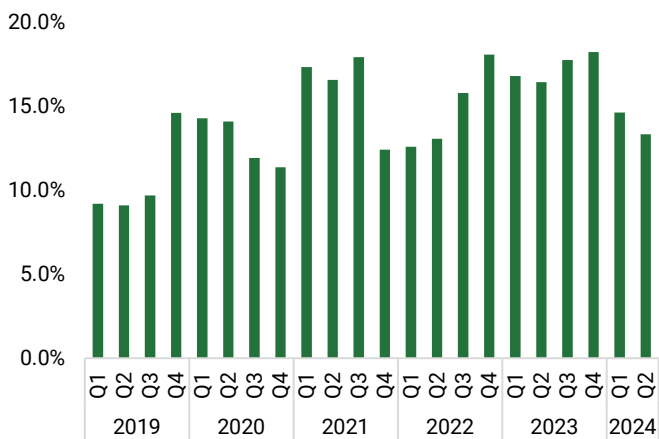
Trong giai đoạn 2020 – 2022, giá malt đại mạch và giá nhôm thế giới đều tăng mạnh, việc tăng giá bán sản phẩm để bù đắp chi phí nguyên vật liệu tăng cao trong giai đoạn này giúp SAB vẫn giữ vững được biên lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, giá malt và giá nhôm thế giới có xu hướng giảm từ năm 2023, biên lợi nhuận mảng bia năm 2023 giảm 140bps YoY về mức 34.1% do việc chốt giá nguyên vật liệu được thực hiện từ cuối năm 2022 - thời điểm giá malt và giá nhôm vẫn neo ở mức cao. Dù vậy, tính đến Q2/2024, biên lợi nhuận gộp mảng bia đã liên tục cải thiện qua từng quý và đạt mức 34.5% (+150 bps QoQ).

Hình 29: Sản lượng tiêu thụ và giá bán bia bình quân SAB


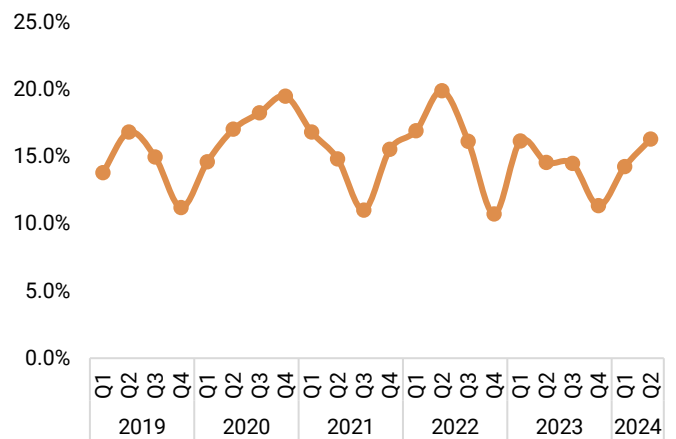
Nguồn: SAB, Euromonitor, PHS tổng hợp

Hình 30: Biến động biên lợi nhuận gộp SAB


Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Hình 31: Chi phí bán hàng & QLDN/Doanh thu thuần


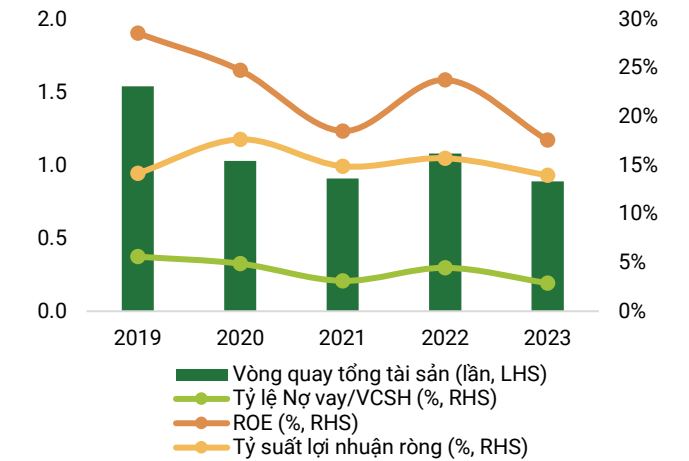
Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Hình 32: Biến động biên lợi nhuận ròng SAB


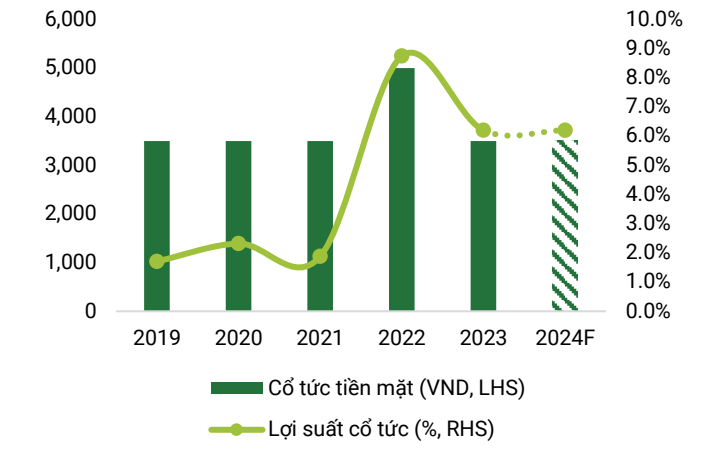
Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp của SAB giai đoạn 2019 – 2023 được duy trì khá tốt nhờ việc tăng giá bán sản phẩm để bù đắp biến động giá nguyên vật liệu đầu vào. Ngoài ra, SAB liên tục tăng cường các chiến dịch marketing nhằm nâng cao định vị thương hiệu, dù vậy, chúng tôi nhận thấy các chiến dịch marketing của SAB dường như không mang lại hiệu quả cao khi chi phí bán hàng trong giai đoạn này liên tục tăng và tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng doanh số bán bia của SAB. Do đó, những khoản chi phí này đã ảnh hưởng tiêu cực lên tỷ suất EBIT và tỷ suất lợi nhuận thuần của SAB trong những năm gần

đây. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tín hiệu khá tốt trong Q2/2024 đối với hiệu suất tài chính của SAB nhờ những nỗ lực tái cấu trúc chi phí với việc cắt giảm chi phí quảng cáo (-310 bps YoY), góp phần cải thiện tỷ suất EBIT và tỷ suất lợi nhuận thuần Q2/2024 lần lượt đạt 16.8% (+330bps YoY) và 16.3% (+170 bps YoY). Dù vậy, do tính chất cạnh tranh cao của ngành về mặt hình ảnh và định vị thương hiệu, chúng tôi cho rằng dư địa để SAB cắt giảm chi phí SG&A trong các năm tới là không nhiều.

Hình 33: Phân tích Dupont


Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Hình 34: Chính sách chi trả cổ tức SAB


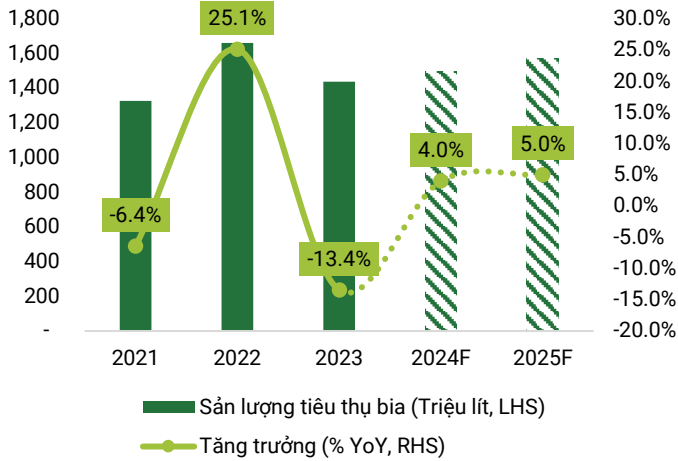
Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

Trong giai đoạn 2019 – 2023, ROE của công ty giảm liên tục từ mức 28.6% vào năm 2019 xuống còn 17.6% vào năm 2023, chủ yếu đến từ việc SAB sử dụng tài sản kém hiệu quả hơn trong việc tạo ra doanh thu, thể hiện qua hiệu suất lợi nhuận ròng không ổn định và Vòng quay tổng tài sản giảm đáng kể từ 1.5x (năm 2019) xuống còn 0.9x (năm 2023). SAB sở hữu tài sản có tính thanh khoản cao rất dồi dào với tỷ lệ Tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm trên 60% Tổng tài sản trong giai đoạn phân tích, giúp SAB ít phụ thuộc vào nợ vay. Tỷ trọng Nợ vay/VCSH của SAB cũng giảm dần qua các năm và đạt mức 2.9% vào năm 2023, cho thấy công ty sử dụng đòn bẩy tài chính thấp.

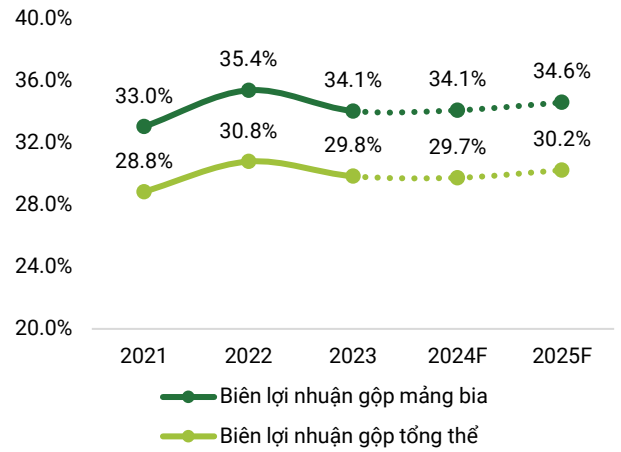
Ngoài ra, SAB duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt ổn định với mức cổ tức tiền mặt dao động từ 3,500 VND đến 5,000 VND/cổ phiếu trong giai đoạn 2019 - 2023. Mức lợi suất cổ tức của SAB hiện đang dao động quanh mức 6.2%/năm, vẫn khá hấp dẫn so với lãi suất huy động 12 tháng đang ở mức 5% - 6%/năm. Với lượng tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn dồi dào (68% Tổng tài sản), chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ tiếp tục duy trì chính sách chi trả cổ tức này trong tương lai.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2024F và 2025F

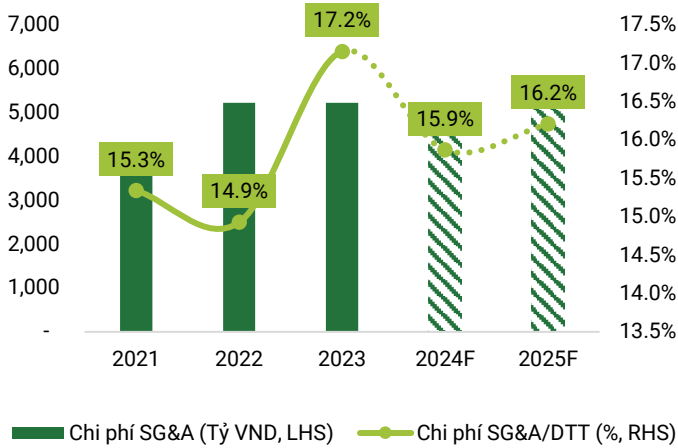
(Tỷ đồng)	2023A	% YoY	2024F	% YoY	2025F	% YoY	Nhận định
Doanh thu	30,461	-12.9%	32,890	8.0%	35,535	8.0%	
<i>Bia</i>	26,923	-12.0%	28,840	7.1%	31,191	8.2%	Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ bia năm 2024F của SAB tăng 4.0% YoY, các năm tiếp theo mỗi năm tăng 5.0% YoY dựa trên kỳ vọng (1) mức nền thấp năm 2023, (2) văn hóa tiêu dùng và sự trở lại của du lịch tiếp tục thúc đẩy tiêu thụ bia. Giá bán bia bình quân tăng 3.0%/năm theo mức lạm phát và sự thâm nhập vào phân khúc bia cận cao cấp. Ngoài ra, chúng tôi chưa ghi nhận phần doanh thu từ Sabibeco vào mô hình định giá theo quan điểm thận trọng.
<i>Khác</i>	3,538	-19.2%	4,049	14.5%	4,345	7.3%	
Lợi nhuận gộp	9,091	-15.6%	9,784	7.6%	10,745	9.8%	Biên lợi nhuận gộp năm 2024F dự kiến tương đương với năm 2023 đạt mức 29.7% do lượng tồn kho nguyên vật liệu chủ yếu là malt và nhôm giá cao, theo chia sẻ từ doanh nghiệp. Biên lợi nhuận gộp năm 2025F dự kiến cải thiện lên mức 30.2% (+50 bps YoY) dựa trên kỳ vọng (1) chi phí nguyên liệu ở mức thấp vào đầu năm 2024 sẽ phản ánh vào năm 2025, (2) giá bán bình quân tăng từ sự cao cấp hóa sản phẩm.
Chi phí bán hàng	(4,450)	-1.2%	(4,440)	-0.2%	(4,918)	10.8%	SAB cho biết công ty đang thực hiện các chính sách cắt giảm chi phí SG&A không hiệu quả trong năm 2024, chúng tôi dự phóng chi phí SG&A năm 2024F sẽ tương đương năm 2023. Dù vậy, nhằm giữ thị phần và nâng cao định vị thương hiệu, chúng tôi cho rằng dự địa cắt giảm chi phí SG&A là không nhiều cho các năm tiếp theo.
Chi phí QLDN	(776)	8.1%	(779)	0.4%	(842)	8.0%	
EBIT	3,866	-30.3%	4,564	18.1%	4,985	9.2%	
EBT	5,370	-21.2%	5,736	6.8%	6,217	8.4%	
EAT	4,255	-22.6%	4,544	6.8%	4,926	8.4%	Nỗ lực tái cấu trúc chi phí, đa dạng hóa danh mục sản phẩm cùng với triển vọng về tiêu thụ bia tại Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng, chúng tôi dự phóng SAB ghi nhận LNST 2024F và 2025F lần lượt đạt 4,544 tỷ đồng (+6.8% YoY) và 4,926 tỷ đồng (+8.4% YoY)

Hình 35: Dự phóng sản lượng tiêu thụ bia SAB


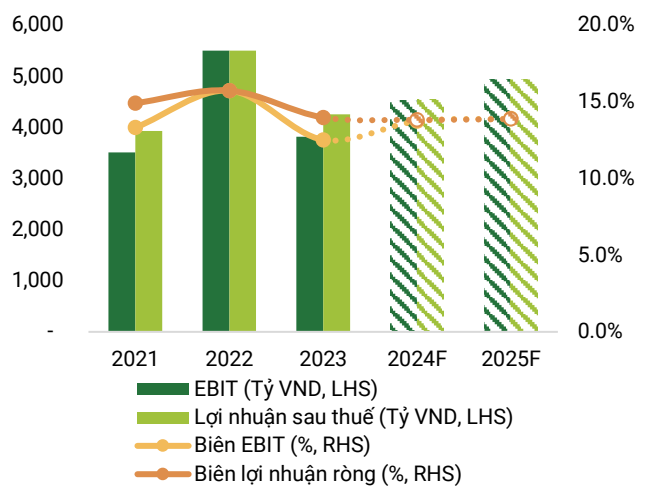
Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 36: Dự phóng biên lợi nhuận gộp SAB


Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 37: Dự phóng chi phí SG&A SAB


Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 38: Dự phóng lợi nhuận SAB


Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Định giá và khuyến nghị

SAB hiện đang giao dịch tại P/E là 17.1x, thấp hơn so với mức trung bình kể từ khi niêm yết là 28.2x và thấp hơn P/E trung vị toàn ngành bia là 19.8x. Với những triển vọng tăng trưởng như đã phân tích ở trên, chúng tôi đánh giá, trước mắt, SAB sẽ hướng đến giao dịch tại mức P/E trung bình kể từ khi niêm yết trừ 1 lần độ lệch chuẩn (21.1x). Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá hợp lý đối với SAB là 70,700 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mức tăng giá tiềm năng là 23%.

Bảng 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	N/A	70,471	50%
P/E	21.1x	71,025	50%
Giá trị hợp lý			70,700

1. Định giá theo phương pháp DCF

Bảng 5: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ năm 2024 đến năm 2028

Năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận ròng	4,544	4,926	5,301	5,610	6,023
Cộng: Chi phí không bằng tiền	612	588	602	616	664
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	(217)	(732)	(402)	(292)	(366)
Trừ: Mua sắm TSCĐ	348	345	346	347	355
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	42	49	49	52	58
FCFF	5,329	5,175	5,896	6,334	6,735

Bảng 6: Định giá bằng DCF (Tỷ VND, ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta	0.72
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	3.0%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	9.0%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần	9.5%
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	7.7%
Thuế suất	20.8%
Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)	6.1%
E/V	99%
D/V	1%
WACC	9.5%
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value) (g=1.0%)	50,971
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	23,794
Cộng: Tiền	17,293
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(679)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(1,273)
Tổng giá trị cổ phần	90,384
Số cổ phiếu đang lưu hành	1,282,562,372
Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	70,471

2. Định giá theo phương pháp so sánh

Hình 39: Diễn biến P/E của SAB kể từ khi niêm yết



Bảng 7: P/E mục tiêu cho SAB

F P/E của SAB	17.1x
P/E mục tiêu của SAB	21.1x

Rủi ro

Rủi ro về các quy định tuân thủ nồng độ cồn và tăng thuế tiêu thụ đặc biệt khiến việc phục hồi chậm hơn dự kiến

Ngành bia là lĩnh vực khá nhạy cảm với các quy định của chính phủ, do tiêu thụ rượu bia quá mức có thể dẫn đến nhiều hậu quả nghiêm trọng. Nghị định 100/2019/NĐ-CP của Chính phủ, có hiệu lực từ ngày 01/01/2020, quy định xử phạt hành vi vi phạm trong lĩnh vực giao thông đường bộ và đường sắt, đã ảnh hưởng đáng kể đến thói quen tiêu thụ rượu bia. Dù vậy, mức tiêu thụ rượu bia tại Việt Nam vẫn duy trì ở mức cao. Điều này cho thấy khả năng các biện pháp kiểm soát và chế tài nghiêm ngặt hơn có thể được áp dụng trong tương lai.

Ngoài ra, dự án Luật Thuế Tiêu thụ đặc biệt sửa đổi sẽ được trình Quốc hội thông qua tại kỳ họp vào tháng 5/2025 đưa ra các phương án sửa đổi điều chỉnh theo hướng tăng mức thuế suất thuế TTĐB và thu hẹp lộ trình tăng thuế đối với mặt hàng bia, dự kiến sẽ tác động tiêu cực đến ngành sản xuất bia Việt Nam trong các năm tới. Việc tăng thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia dự kiến gây ra nhiều tác động đáng kể, bao gồm giảm nhu cầu tiêu thụ, đặc biệt trong phân khúc khách hàng có thu nhập thấp; ảnh hưởng đến biên lợi nhuận buộc doanh nghiệp phải điều chỉnh chiến lược giá hoặc giảm chi phí để duy trì cạnh tranh và thúc đẩy chuyển dịch tiêu dùng sang các sản phẩm thay thế khác như rượu hoặc các sản phẩm nhập lậu rẻ tiền hơn. Theo đó, Bộ Tài chính đưa ra dự thảo với 2 phương án như sau:

Bảng 8: Phương án sửa đổi Thuế tiêu thụ đặc biệt đối với mặt hàng bia

Năm	Phương án 1	Phương án 2
Từ năm 2026	70%	80%
Từ năm 2027	75%	85%
Từ năm 2028	80%	90%
Từ năm 2029	85%	95%
Từ năm 2030	90%	100%

Nguồn: Bộ Tài chính, PHS tổng hợp

Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu

Sản xuất bia chủ yếu dựa vào ba nguyên liệu chính: malt, hoa bia và đại mạch. Đa phần các nguyên liệu này được nhập khẩu từ nước ngoài, do đó vẫn tiềm ẩn rủi ro về nguồn cung. Trong bối cảnh lạm phát toàn cầu đang gia tăng và xung đột giữa Ukraine và Nga ảnh hưởng lớn đến nguồn cung lúa mạch toàn cầu, biến động giá các nguyên liệu này có khả năng gây nên nhiều thách thức về quản trị nguồn nguyên liệu đầu vào cho SAB.

Rủi ro về sản phẩm thay thế và thay đổi hành vi tiêu dùng

Sản phẩm chủ đạo của Sabeco đến nay vẫn là bia. Hiện tại, người tiêu dùng có nhiều sự lựa chọn hơn đối với các loại đồ uống có cồn. Các loại đồ uống như rượu và nước trái cây lên men đều ghi nhận mức tăng trưởng tích cực qua các năm. Đặc biệt, giới trẻ ngày càng ưa chuộng các loại cocktail pha chế đa dạng từ nhiều loại rượu, thường được phục vụ tại nhà hàng và quán bar.

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	34,979	30,461	32,890	35,535	38,326
Giá vốn hàng bán	(24,208)	(21,370)	(23,106)	(24,790)	(26,650)
Lợi nhuận gộp	10,771	9,091	9,784	10,745	11,676
Chi phí bán hàng	(4,504)	(4,450)	(4,440)	(4,918)	(5,420)
Chi phí QLDN	(717)	(776)	(779)	(842)	(908)
Lợi nhuận từ HĐKD	5,549	3,866	4,564	4,985	5,349
Lợi nhuận tài chính	1,009	1,359	1,203	1,261	1,375
Chi phí lãi vay	(46)	(50)	(53)	(62)	(62)
Lợi nhuận trước thuế	6,813	5,370	5,736	6,217	6,691
Lợi nhuận sau thuế	5,500	4,255	4,544	4,926	5,301
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	5,224	4,118	4,544	4,926	5,301
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	26,860	26,553	26,435	27,187	28,430
Tiền và tương đương tiền	4,069	5,040	5,952	5,333	4,851
Đầu tư tài chính ngắn hạn	19,411	17,741	17,293	18,684	20,151
Phải thu ngắn hạn	42	172	(105)	(89)	(73)
Hàng tồn kho	2,194	2,318	2,143	1,960	2,113
Tài sản ngắn hạn khác	1,144	1,283	1,153	1,299	1,387
Tài Sản Dài Hạn	7,605	7,503	7,227	7,388	7,371
Phải thu dài hạn	38	35	26	31	37
Tài sản cố định	4,293	3,813	3,411	3,042	2,698
Bất động sản đầu tư	153	279	277	274	271
Chi phí xây dựng dở dang	134	144	348	508	634
Đầu tư tài chính dài hạn	2,214	2,287	2,384	2,679	2,819
Tài sản dài hạn khác	611	788	629	708	770
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	34,465	34,057	33,662	34,575	35,800
Nợ phải trả	9,874	8,571	8,349	9,072	9,750
Nợ ngắn hạn	9,214	8,225	7,871	8,570	9,286
Nợ dài hạn	660	347	478	502	464
Vốn chủ sở hữu	23,140	24,212	24,040	24,230	24,778
Vốn góp	6,413	12,826	12,826	12,826	12,826
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,451	1,273	1,273	1,273	1,273
Tổng nguồn vốn	34,465	34,057	33,662	34,575	35,800

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	4,379	1,940	4,093	4,912	4,870
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,868)	2,716	1,436	(835)	(612)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(2,048)	(3,685)	(4,615)	(4,696)	(4,740)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	463	971	913	(619)	(482)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	3,606	4,069	5,040	5,952	5,333
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	4,069.5	5,040	5,953	5,333	4,851
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Doanh thu	32.6%	-12.9%	8.0%	8.0%	7.9%
Lợi nhuận sau thuế	40.0%	-22.6%	6.8%	8.4%	7.6%
Tổng tài sản	13.0%	-1.2%	-1.2%	2.7%	3.5%
Tổng vốn chủ sở hữu	9.0%	4.6%	-0.7%	0.8%	2.3%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	30.8%	29.8%	29.7%	30.2%	30.5%
Tỷ suất EBIT	15.7%	12.5%	13.7%	13.9%	13.8%
Tỷ suất lãi ròng	15.7%	14.0%	13.8%	13.9%	13.8%
ROA	16.0%	12.5%	13.5%	14.2%	14.8%
ROE	23.8%	17.6%	18.9%	20.3%	21.4%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	2.3	4.8	2.1	2.1	2.1
Số ngày tồn kho	31.0	40.8	36.5	30.8	30.8
Số ngày phải trả	38.9	45.6	45.6	45.6	45.6
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.92	3.23	3.36	3.17	3.06
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.68	2.95	3.09	2.94	2.83
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.29	0.25	0.25	0.26	0.27
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.43	0.35	0.35	0.37	0.39
Vay ngắn hạn/VCSH	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02
Vay dài hạn/VCSH	0.02	0.01	0.01	0.01	0.00

(Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Dương Trung Hoa, 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 trừ trách nhiệm

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: 1900 25 23 58

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

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận 3,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân Bình,
Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

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

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

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 Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801