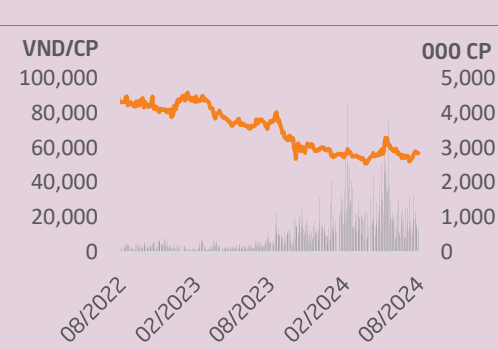


Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	68,900
Lợi nhuận kỳ vọng	21.5%
Giá ngày 06/09/2024	56,700

Thông tin cổ phiếu	
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	91,760
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	50,778
Vốn hóa (Tỷ VND)	73,106
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,282
KLGD BQ 3 tháng (triệu CP)	0.48
Freefloat	11.0%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	12,825
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	60.71%
Giới hạn room nước ngoài (%)	100%

Diễn biến giá



Thông tin cơ bản về công ty

Tổng công ty cổ phần Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB) có tiền thân là một xưởng bia nhỏ do người Pháp thành lập vào năm 1875. SABECO hoạt động chính trong ngành sản xuất bia và các loại giải khát. Tại thời điểm 31/12/2023, SABECO có 26 công ty con chiếm tỷ lệ sở hữu trên 50% vốn, 18 công ty liên kết, liên doanh với tổng công suất sản xuất đạt 2.4 tỷ lít bia/năm. Sản phẩm bia của SABECO được xuất khẩu tới hơn 30 nước trên thế giới. SAB chính thức được niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ cuối năm 2016. 06/12/2016 là ngày giao dịch đầu tiên của SAB trên sàn HOSE.

Nhu cầu tiêu dùng bia kỳ vọng phục hồi dần vào nửa cuối năm 2024.

Lợi nhuận sau thuế Q2.2024 ghi nhận mức cao nhất trong vòng 7 quý gần nhất, biên lợi nhuận cũng được cải thiện. Lợi nhuận sau thuế Q2.2024 của SAB đạt 1,319 tỷ VND, +109% yoy, ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế cao nhất trong vòng 7 quý gần nhất. Lợi nhuận sau thuế 6T.2024 của SAB ghi nhận 2,343 tỷ VND, tăng 5.8% yoy. Lợi nhuận tăng lên một phần là do giá bán bình quân tăng (công ty điều chỉnh giá trong năm 2023) và cắt giảm chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp, đặc biệt là chi phí quảng cáo & khuyến mãi. Chi phí quảng cáo & khuyến mãi giảm 21.3% yoy trong Quý 2.2024. Bên cạnh đó, nhờ giá bán tăng lên nên biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ mức 29.9% ở Q2.2023 lên 30.2% ở Q2.2024. Biên lợi nhuận ròng cũng tăng từ 14.6% ở Q2.2023 lên 16.3% ở Q2.2024 nhờ giá bán tăng và tiết giảm chi phí.

Phục hồi từ nền thấp của năm 2023, nhưng tăng trưởng doanh thu chỉ ở mức một chữ số do ảnh hưởng của Nghị định 100. Nghị định 100 của Chính phủ ban hành ngày 30/12/2019 và Nghị định 24 của Chính phủ ban hành ngày 24/02/2020 đã ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh và triển vọng của các doanh nghiệp ngành đồ uống có cồn, bao gồm SAB. Tuy nhiên, SAB được kỳ vọng có thể đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận năm 2024 lần lượt là 9.8% yoy và 11.9% yoy nhờ kinh tế phục hồi và tăng cường phân phối qua kênh thương mại điện tử.

Triển vọng dài hạn: Các doanh nghiệp sản xuất bia, bao gồm SAB vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển bởi vì: (1) Bia vẫn là đồ uống yêu thích của người tiêu dùng đồ uống có cồn ở Việt Nam. Năm 2023, quy mô thị trường đồ uống có cồn của Việt Nam đã vượt quá 5.41 tỷ lít. Trong đó, bia là phân khúc quan trọng nhất của thị trường đồ uống có cồn Việt Nam, với quy mô thị trường tại Việt Nam đạt khoảng 5.34 tỷ lít vào năm 2023, tăng 10.4% yoy và chiếm 98.7% tổng quy mô thị trường đồ uống có cồn tại Việt Nam. Quy mô ngành hàng đồ uống có cồn của Việt Nam dự báo khoảng 14,563 tỷ lít vào năm 2033, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép 10.4% trong giai đoạn 2024 – 2033, (2) Việt nam là quốc gia có tốc độ tăng trưởng tiêu thụ đồ uống có cồn lớn nhất thế giới trong giai đoạn 2010 – 2017. Theo dự báo của WHO, đến năm 2025, Việt Nam sẽ là quốc gia có mức tiêu thụ đồ uống có cồn bình quân đầu người lớn nhất Châu Á, khoảng 11.4 lít/người/năm, đứng thứ 25 thế giới, (3) Cơ cấu dân số vàng, thu nhập tăng nhanh sẽ là yếu tố thúc đẩy tiêu thụ các sản phẩm bia trong thời gian tới.

Định giá: Chúng tôi kết hợp phương pháp DCF, P/E và P/B để đưa ra giá mục tiêu SAB là 68,900 đồng/cp, upside 21.5% so với giá đóng cửa 06/09/2024.

Rủi ro: (1) Rủi ro chính sách của chính phủ, (2) Rủi ro cạnh tranh với các hãng bia nước ngoài và các sản phẩm thay thế khác, (3) Rủi ro tăng giá các nguyên liệu đầu vào như nhôm và mạch nha.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	30,461	33,455	38,011
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	9,091	10,240	11,801
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	5,280	5,846	6,909
EBITDA	Tỷ đồng	5,190	5,751	6,633
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	4,255	4,784	5,169
Biên lợi nhuận gộp	%	29.8%	30.6%	31.0%
Biên LNST	%	14.0%	14.3%	13.6%
ROE	%	19.4%	22.4%	26.7%
ROA	%	14.6%	16.2%	18.1%
EPS	VND	2,119	3,772	4,266
BV	VND	16,664	15,420	14,459
P/E	x	27.1	15.2	13.5
P/B	x	3.45	3.73	3.98

1. Lợi nhuận sau thuế Quý 2.2024 ghi nhận mức cao nhất trong vòng 7 quý gần nhất.

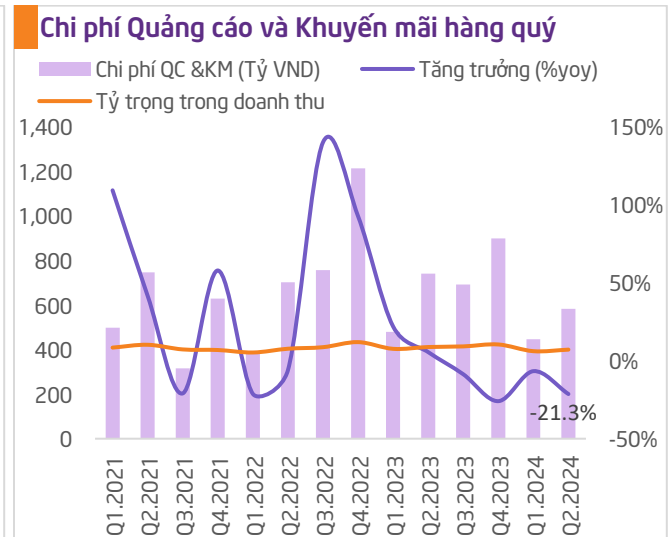
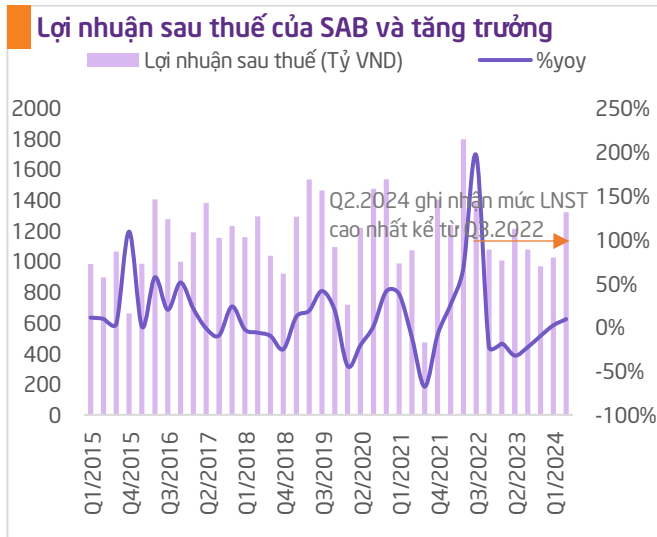
KQKD 6T.2024: Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ giá bán bình quân tăng và thắt chặt chi phí bán hàng.

Đvt: Tỷ VND	Q2.2024	% YoY	6T.2024	% YoY	Đạt KH	Diễn giải
Doanh thu thuần	8,086	-2.7%	15,270	5.1%	42.2%	Doanh thu thuần được cải thiện nhẹ nhờ sản lượng tăng, thúc đẩy bởi sự phục hồi của nền kinh tế và công ty thực hiện điều chỉnh giá bán đầu ra trong năm 2023 do chi phí đầu vào tăng. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của việc thực thi nghị định 100, sự cạnh tranh ngày càng gay gắt với các hãng bia quốc tế và thu nhập của người tiêu dùng chưa thực sự phục hồi mạnh mẽ do các ngành thâm dụng lao động và đem lại thu nhập ổn định cho phần đông người lao động như da giày, may mặc... vẫn chưa phục hồi mạnh mẽ, dẫn đến tiêu thụ các sản phẩm không thiết yếu như Bia, rượu vẫn còn chậm.
<i>Bia</i>	<i>7,059</i>	<i>-3.9%</i>	<i>13,446</i>	<i>4.1%</i>		<i>Giá bán bình quân tăng nhưng tốc độ tăng doanh thu vẫn chậm do ảnh hưởng của việc thực thi Nghị định 100</i>
<i>Nguyên vật liệu</i>	<i>979</i>	<i>0.7%</i>	<i>1,744</i>	<i>14.9%</i>		
<i>Nước giải khát</i>	<i>36</i>	<i>1152.0%</i>	<i>87</i>	<i>48.2%</i>		<i>Doanh thu nhóm hàng nước giải khát tăng mạnh do doanh thu của nhóm hàng này rất thấp ở Q2.2023</i>
<i>Cồn & Rượu</i>	<i>9</i>	<i>-19.3%</i>	<i>19</i>	<i>-23.8%</i>		<i>Doanh thu nhóm hàng Cồn & Rượu giảm mạnh do ảnh hưởng của việc thực thi Nghị định 100. Bên cạnh đó, nhóm ngành hàng này rất khó để phân phối qua kênh online do người tiêu dùng lo sợ gian lận và lừa đảo.</i>
<i>Khác</i>	<i>52</i>	<i>-4.0%</i>	<i>82</i>	<i>-24.9%</i>		
Lợi nhuận gộp	2,440	-1.9%	4,541	3.1%		
Chi phí SG&A	1,079	-21.1%	2,129	-11.7%		Chi phí quảng cáo và khuyến mãi (thường chiếm quanh 60% chi phí bán hàng của SAB) giảm mạnh, giảm gần 16% yoy.
Lợi nhuận từ HĐKD	1,648	107.3%	2,956	6.0%		
Lãi/lỗ từ hoạt động khác	245	72.8%	509	-23.0%		Thu nhập từ lãi tiền gửi thấp hơn do khoản tiền gửi giảm xuống so với cùng kỳ và lãi suất huy động của thị trường giảm.
Lợi nhuận trước thuế	1,634	107.2%	2,937	5.8%		
Lợi nhuận sau thuế	1,319	109.0%	2,343	5.8%	48.4%	Do cắt giảm chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp, đặc biệt là chi phí quảng cáo & khuyến mãi. Chi phí quảng cáo & khuyến mãi ghi nhận mức thấp nhất kể từ Q1.2022.
Lợi nhuận thuộc về CĐ công ty mẹ	1,248	107.7%	2,246	5.6%		
Biên lợi nhuận gộp	30.2%		29.7%			Do sự cải thiện tích cực biên lợi nhuận của nhóm Bia và nhóm hàng Cồn & Rượu
<i>Bia</i>	<i>34.5%</i>		<i>33.79%</i>			<i>Do giá bán bình quân của nhóm hàng này tăng lên so với cùng kỳ</i>

Nguyên vật liệu	0.4%	0.65%		
Nước giải khát	24.7%	27.24%		
Cồn & Rượu	17.5%	16.65%		
Chi phí SG&A/DTT	13.3%	13.9%		
Biên lợi nhuận ròng	16.3%	15.3%		Do sự cải thiện về giá bán và chi phí bán hàng giảm mạnh.

Nguồn: TPS Research

- Doanh thu thuần Q2.2024 đạt 8,086 tỷ VND, -2.7% yoy tương đương với mức giảm 3% của sản lượng tiêu thụ. Trong đó, doanh thu của các nhóm hàng có cồn như Bia và Nước giải khát đều ghi nhận giảm so với cùng kỳ do ảnh hưởng của việc thực thi Nghị định 100. Cụ thể, doanh thu nhóm ngành Bia Q2.2024 ghi nhận 7,059 tỷ VND, -3.9% yoy và nhóm Cồn & Rượu ghi nhận 9 tỷ VND, -19.3% yoy. Theo đó, doanh thu thuần 6T.2024 đạt 15,270 tỷ VND, tăng 5.1% yoy, đạt 42.2% kế hoạch cả năm 2024. Về thị phần, do sự thâm nhập ngày càng nhiều của các thương hiệu bia nước ngoài, thị phần của SAB đã giảm từ 42.0% vào năm 2013 xuống còn 34.4% vào năm 2023.
- Lợi nhuận gộp Q2.2024 ghi nhận 2,440 tỷ VND, giảm 1.9% yoy. Theo đó, lợi nhuận gộp 6T.2024 ghi nhận 4,541 tỷ VND, tăng 3.1% yoy. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2.2024 của SAB ghi nhận 30.2% cao hơn tỷ suất lợi nhuận gộp Q2.2023 (29.9%). Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng chủ yếu là do sự cải thiện biên lợi nhuận của nhóm Bia khi giá bán bình quân tăng lên. Bên cạnh đó, tỷ suất lợi nhuận của nhóm Cồn & Rượu cũng tăng lên đáng kể từ 12.9% (trong Q2.2023) lên 17.5% (trong quý 2.2024).
- Chi phí lãi vay trên doanh thu thuần Q2.2024 ở mức 0.09% so với mức 0.17% trong Q2.2023, theo đó, chi phí lãi vay trên doanh thu 6T.2024 ghi nhận 0.11% thấp hơn mức 0.22% trong 6T.2023 do công ty giảm bớt tiền gửi ngắn hạn và lãi suất tiền gửi giai đoạn 6T.2024 thấp hơn giai đoạn 6T.2023.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) trên doanh thu thuần Q2.2024 ở mức 13.3%, giảm mạnh so với Q2.2023 (16.4%), do công ty giảm mạnh chi phí quảng cáo và khuyến mãi (giảm 16% yoy). Công ty đã cắt giảm chi phí quảng cáo và khuyến mãi xuống mức thấp nhất kể từ Q1.2022.
- Lợi nhuận sau thuế Q2.2024 của SAB ghi nhận 1,319 tỷ VND, +109% yoy, ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế cao nhất trong vòng 7 quý gần nhất. Lợi nhuận sau thuế 6T.2024 của SAB ghi nhận 2,343 tỷ VND, tăng 5.8% yoy.



Nguồn: TPS Research

2. Triển vọng trong năm 2024. Kinh tế phục hồi, sự phát triển của kênh bán hàng TMĐT góp phần giảm bớt tác động không tích cực của Nghị định 100 tới doanh nghiệp.

Đvt: Tỷ VND	2023	2024F	%yoy	2025F	%yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	30,461	33,455	9.8%	38,011	13.6%	Ước tính doanh thu thuần máng Bia tăng 7.5% yoy, nhờ sự phục hồi của nền kinh tế và sự phát triển của kênh thương mại điện tử; máng kinh doanh nguyên vật liệu tăng 17.3% yoy và nước giải khát tăng 3.8% yoy. Máng kinh doanh cồn & rượu vẫn còn giảm do ảnh hưởng Nghị định 100 và rất khó phát triển phân phối rượu mạnh qua kênh online do người tiêu dùng Việt Nam lo ngại về gian lận và lừa đảo.
Bia	26,923	28,943	7.5%	32,705	13.0%	Nhờ sự phục hồi của nền kinh tế và sự phát triển của kênh thương mại điện tử.
Nguyên vật liệu	3,419	4,011	17.3%	4,572	14.0%	
Nước giải khát	122	127	3.8%	171	35.0%	
Cồn & Rượu	52	28	-45.0%	43	50.0%	Bị ảnh hưởng của Nghị định 100. Bên cạnh đó, người tiêu dùng Việt Nam rất lo ngại gian lận và lừa đảo đối với sản phẩm rượu, nên phân phối những sản phẩm này qua kênh online cũng khó khăn hơn so với bia.
Khác	191	114	-40.0%	172	50.0%	
Lợi nhuận gộp	9,091	10,240	12.6%	11,801	15.2%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>29.8%</i>	<i>30.6%</i>		<i>31.0%</i>		Nhờ giá bán bình quân tăng lên do công ty thực hiện điều chỉnh giá bán trong năm 2023.
Chi phí bán hàng và QLDN	5,280	5,846	10.7%	6,909	18.2%	
Lợi nhuận từ Hoạt động kinh doanh	3,811	4,394	15.3%	4,891	11.3%	
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	1,359	1,316	-3.2%	1,265	-3.9%	
Lợi nhuận sau thuế	4,255	4,760	11.9%	5,124	7.6%	Giá bán bình quân tăng, sản lượng tăng và tiết giảm chi phí quảng cáo.

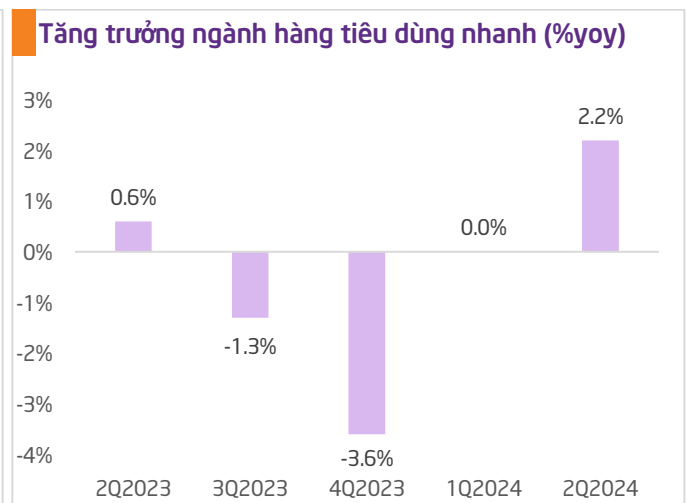
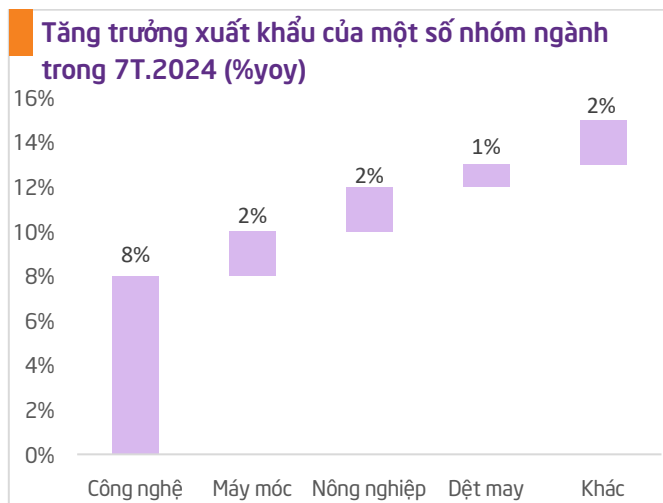
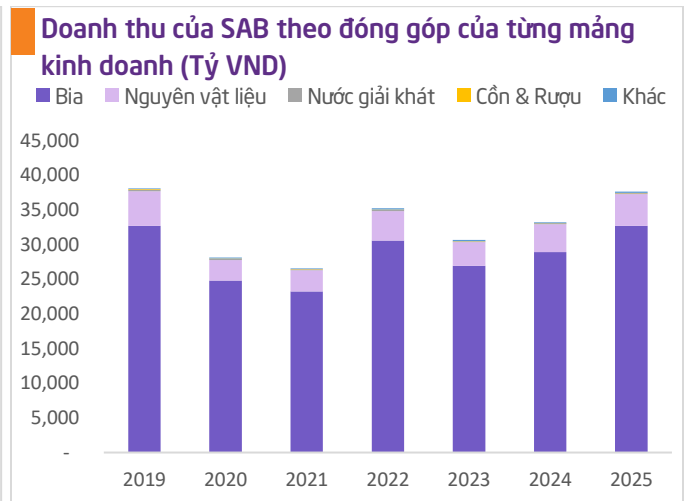
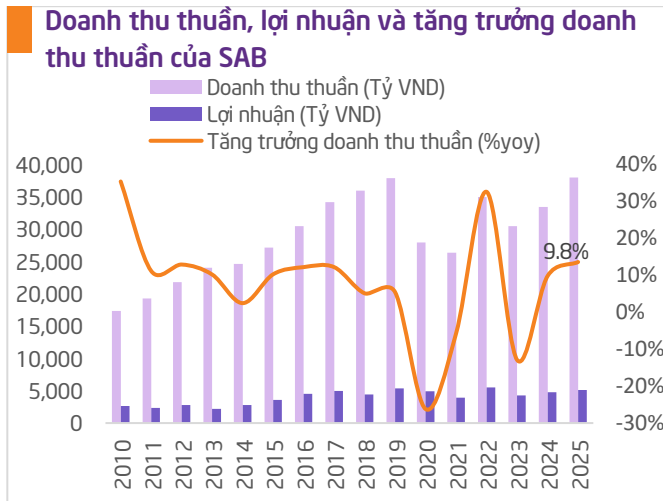
Nguồn: TPS Research

Phục hồi từ nền thấp của năm 2023, nhưng tăng trưởng doanh thu chỉ ở mức một chữ số do ảnh hưởng của Nghị định 100.

Nghị định 100 của Chính phủ ban hành ngày 30/12/2019 quy định các hình thức xử phạt nặng đối với việc tham gia điều khiển phương tiện giao thông dưới ảnh hưởng của rượu bia. Ngoài ra, Nghị định 24 của Chính phủ ban hành ngày 24/02/2020 đưa ra các quy định khắt khe hơn trước về quảng cáo rượu bia. Những nghị định này đã ảnh hưởng rất lớn tới hoạt động kinh doanh và triển vọng của các doanh nghiệp ngành đồ uống có cồn, bao gồm SAB. Đặc biệt là trong năm 2023, do nền kinh tế phục hồi chậm (tăng trưởng GDP 5.05%), xuất khẩu của các ngành thâm dụng lao động như dệt may, da giày vẫn còn thấp nên thu nhập của người tiêu dùng chưa ổn định dẫn tới người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu các khoản

không thiết yếu như bia rượu. Bên cạnh đó, nghị định 100 cũng là rào cản rất lớn ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của SAB trong năm 2023. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận năm 2023 của SAB lần lượt là -13% yoy và -23% yoy.

Kết quả kinh doanh của SAB trong năm 2024 được kỳ vọng sẽ cải thiện nhờ giá bán bình quân và sản lượng tăng khi nền kinh tế phục hồi. Đặc biệt là quý cuối cùng của năm 2024, khi tiến trình cắt giảm lãi suất của Fed đang tới gần, xuất khẩu các ngành may mặc, da giày đang có dấu hiệu phục hồi. Bên cạnh đó, cầu tiêu dùng cũng được cải thiện trong những tháng đầu năm 2024, tăng trưởng nhóm ngành hàng tiêu dùng nhanh 2Q2024 tăng 2.2% so với mức 0.6% ở 2Q2023. Chúng tôi kỳ vọng, SAB có thể đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận năm 2024 lần lượt là 9.8% yoy và 11.9% yoy.

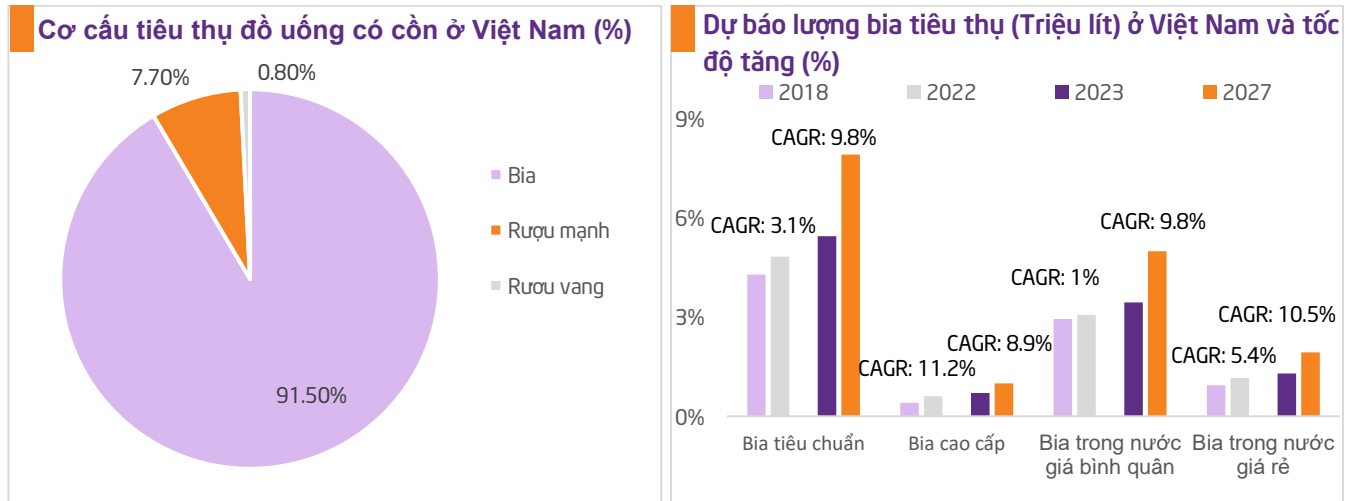


Nguồn: TPS Research

Bia là đồ uống yêu thích của người tiêu dùng đồ uống có cồn ở Việt Nam. Năm 2023, quy mô thị trường đồ uống có cồn của Việt Nam đã vượt quá 5.41 tỷ lít. Trong đó, bia là phân khúc quan trọng nhất của thị trường đồ uống có cồn Việt Nam, với quy mô thị trường tại Việt Nam đạt khoảng 5.34 tỷ lít vào năm 2023, tăng 10.4% yoy và chiếm 98.7% tổng quy mô thị trường đồ uống có cồn tại Việt Nam. Quy mô ngành hàng đồ uống có cồn của Việt Nam dự báo khoảng 14,563 tỷ lít vào năm 2033, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép 10.4% trong giai đoạn 2024 – 2033.

Theo báo cáo chung, lượng tiêu thụ bia của Việt Nam đến năm 2022 đạt 3.8 triệu lít/năm, chiếm 2.2% thị trường thế giới. Nhờ kết quả thống kê này, Việt Nam đã trở thành quốc gia dẫn đầu toàn khu vực ASEAN, đứng thứ 3 Châu Á (sau Trung

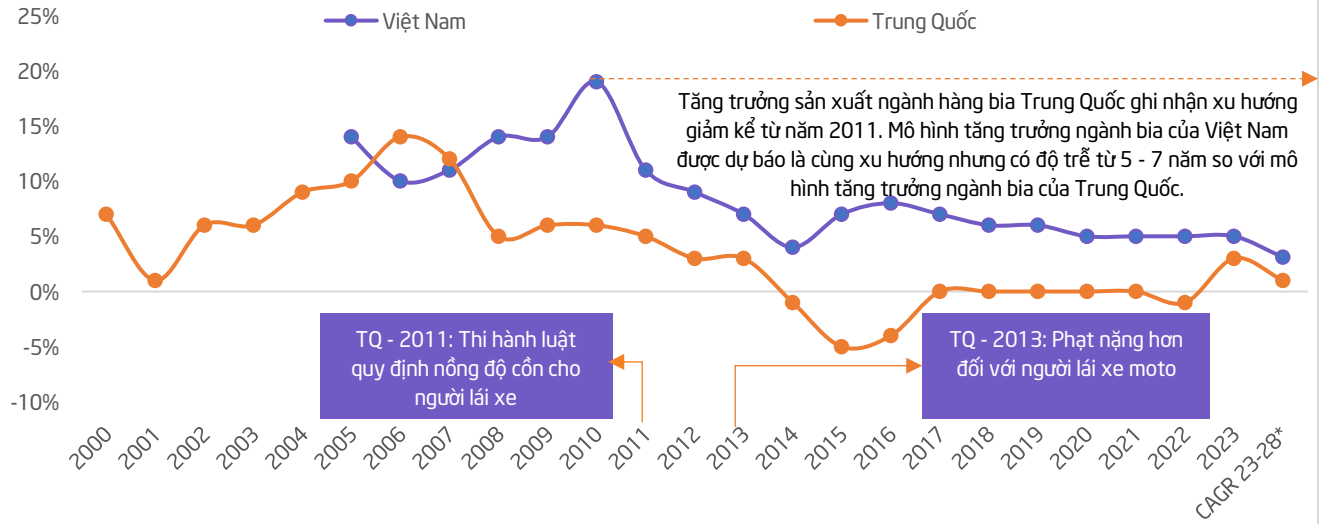
Quốc và Nhật Bản) về lượng tiêu thụ bia. Đến cuối năm 2022, theo dự báo của VIRAC, ngành bia Việt Nam sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 11%/năm trong giai đoạn 2023 – 2026. Dự báo tăng trưởng này dựa trên luận điểm sự phục hồi của du lịch – kinh tế sau đại dịch Covid. Tuy nhiên, theo báo cáo từ nhiều nguồn, tình hình sản xuất, tiêu thụ của ngành bia nói chung và hoạt động kinh doanh của các đại gia bia trong nước nói riêng trong những tháng đầu năm nay không đạt kỳ vọng.



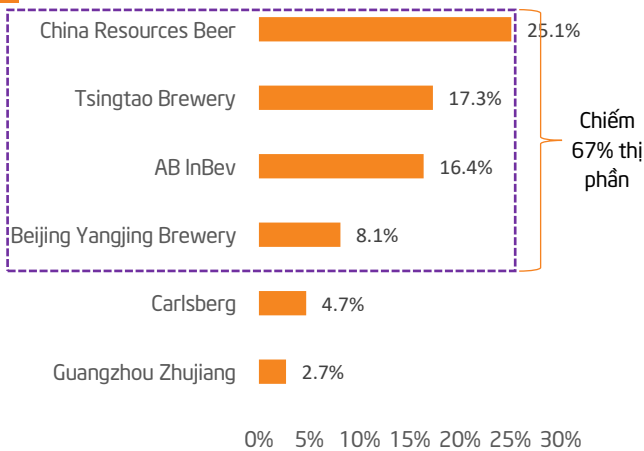
Nguồn: TPS Research

Dự báo xu hướng ngành hàng bia của Việt Nam dựa trên case study của Trung Quốc. Thị trường bia của Việt Nam có mô hình tăng trưởng tương đương với Trung Quốc và có độ trễ phát triển từ 5 đến 7 năm. Điểm chung của cả hai thị trường hiện nay là đều phải xoay xử với các luật giao thông về quy định nồng độ cồn trong máu đối với các lái xe và mức độ tập trung thị trường vào số ít nhà sản xuất bia khá cao. Ngành bia của Trung Quốc ghi nhận mức tăng trưởng khá ấn tượng suốt 3 thập kỷ trước năm 2008 – là quốc gia đứng đầu thế giới về sản lượng bia năm 2007. Kể từ 2008, ngành bia của Trung Quốc bước sang giai đoạn mới – giai đoạn trưởng thành, bắt đầu giữ xu hướng tăng trưởng đi ngang. Chịu ảnh hưởng bởi suy thoái 2008, quy định nồng độ cồn 2011 & 2012, điều kiện thời tiết không thuận lợi trong 2014 & 2015, ngành bia Trung Quốc đã xuất hiện điểm bão hòa sớm hơn kỳ vọng. Luật An toàn Giao thông Trung Quốc bắt đầu được thi hành từ 5/2011, quy định người có nồng độ cồn trong máu từ 0.02% trở lên và dưới 0.08% chịu phạt 1,000 – 2,000 nhân dân tệ, tước bằng lái trong 6 tháng. Việc ban hành luật giao thông này đã tác động đáng kể đến doanh số bán bia tại Trung Quốc, tăng trưởng sản lượng bia của Trung Quốc ghi nhận xu hướng giảm kể từ năm 2011 đến nay. Để cải thiện tình trạng giảm tốc tiêu dùng bia, chiến lược của các nhà sản xuất bia đã được thay đổi, bao gồm cao cấp hóa thương hiệu, đa dạng hóa danh mục sản phẩm, khai thác thêm kênh phân phối, kết hợp với các đối tác sản xuất bia không cồn để tạo ảnh hưởng và định hình hành vi tiêu dùng. Ngành bia Trung Quốc đã chứng kiến xu hướng giảm về tăng trưởng sản lượng trong những năm gần đây. Tuy nhiên, thu nhập tăng và sự dịch chuyển về nhân khẩu học đã làm thay đổi thị hiếu tiêu dùng theo hướng tiêu dùng nhiều hơn các sản phẩm bia cao cấp, bia thủ công, bia không cồn và các sản phẩm an toàn cho sức khỏe. Bên cạnh đó, sự tăng trưởng nhanh của nền kinh tế, thị hiếu đối với các mặt hàng xa xỉ và xu hướng đô thị hóa đã thúc đẩy dòng bia cao cấp và thủ công tăng trưởng nhanh hơn.

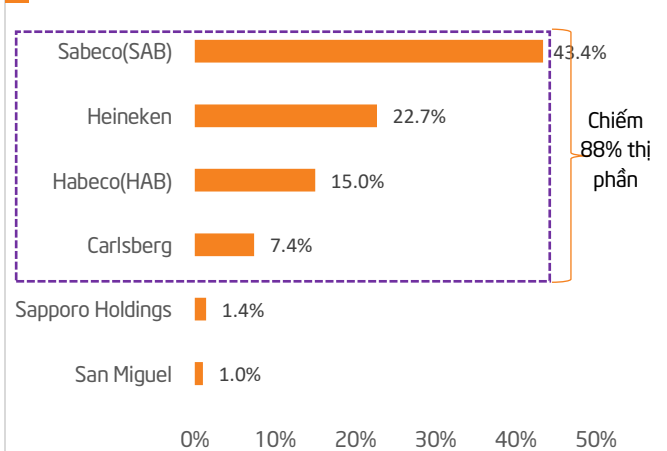
Tăng trưởng sản lượng sản xuất Bia ở Việt Nam và Trung Quốc (%yoy)



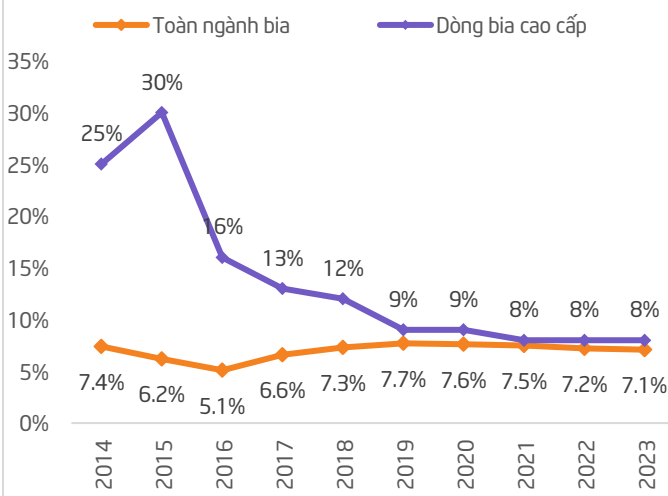
Thị phần bia ở Trung Quốc (2018)



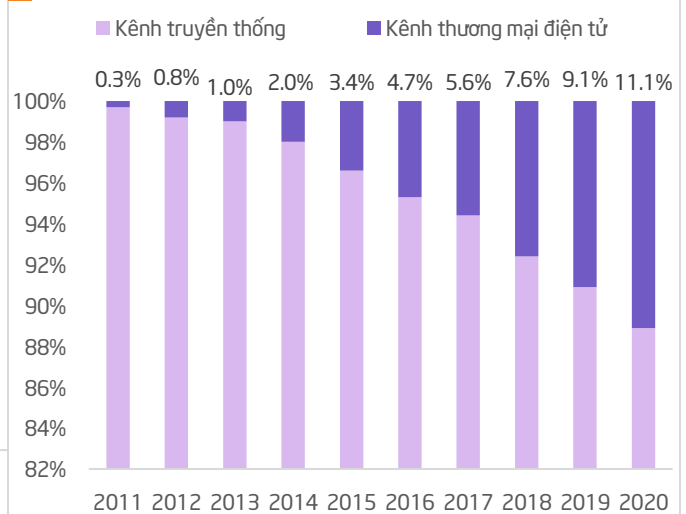
Thị phần bia ở Việt Nam (2018)



Tăng trưởng doanh thu ngành bia và dòng bia cao cấp Trung Quốc (%yoy)



Tỷ trọng các kênh phân phối bia của Trung Quốc (%)

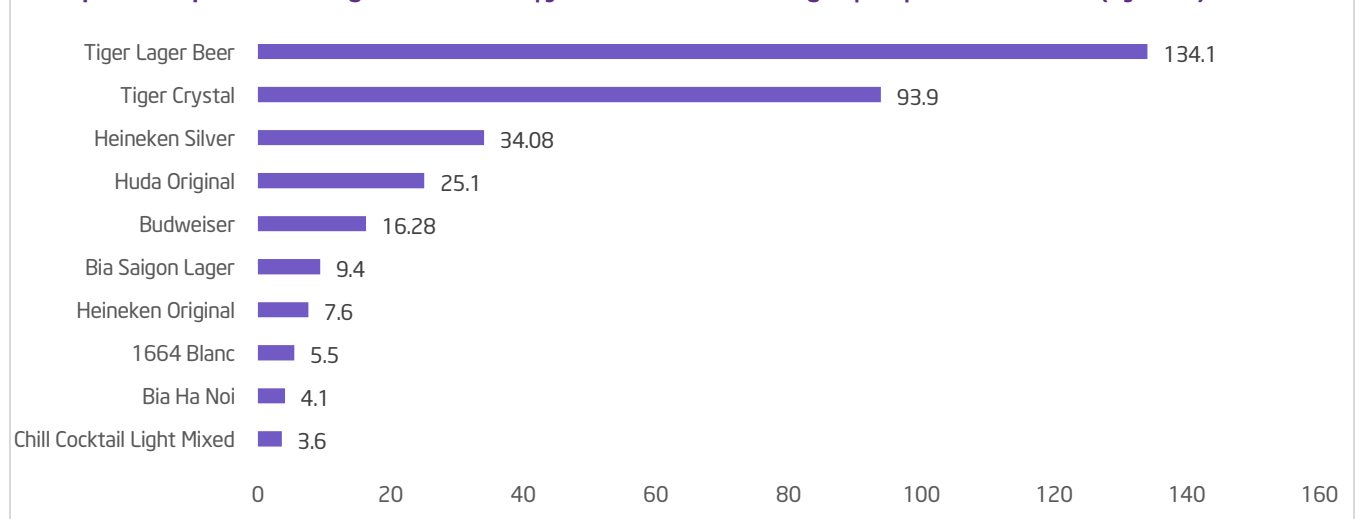


Nguồn: KPMG, TPS Research

Tương tự, ngành bia của Việt Nam cũng trải qua tỷ lệ tăng trưởng giảm sau khi nền kinh tế suy thoái, và giữ mức tăng trưởng đi ngang ở những năm sau đó. Đầu năm 2020, quy định lượng cồn trong máu và đại dịch Covid-2019 đã ảnh hưởng không tích cực tới doanh thu ngành bia, đặc biệt là kênh on-trade – kênh này đóng góp tới 70% tổng doanh thu bia hàng năm. Ngành bia của Việt Nam đã trải qua một giai đoạn khá khó khăn và thách thức trong năm 2023. Để thích ứng với môi trường mới, nhiều doanh nghiệp bắt đầu thúc đẩy phân phối qua kênh thương mại điện tử. Tăng trưởng doanh thu 6 tháng cuối năm 2023 của các sản phẩm như bia, rượu vang và nước ép trái cây lên men trên các trang thương mại điện tử phổ biến như Shopee, Lazada và Tiki ghi nhận 12% yoy. Quy mô doanh thu năm 2023 của các thương hiệu này ghi nhận 351 tỷ đồng (14.2 tỷ USD). Đáng chú ý, chỉ riêng trên nền tảng Shopee, ngành bia đã chứng kiến mức tăng trưởng lên tới 1,154% yoy, từ mức 34.9 tỷ đồng (1.4 triệu USD) trong nửa đầu năm 2023 lên tới 88.7 tỷ đồng (3.6 triệu USD) vào nửa cuối năm 2023. Trong 5 tháng đầu năm 2024, đồ uống có cồn đem về hơn 90 tỷ cho các nhà bán hàng, tăng trưởng 7% so với cùng kỳ 2023. Sự thay đổi hành vi tiêu dùng và mua sắm trực tuyến của khách hàng cũng sẽ là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp kinh doanh đồ uống có cồn như SAB.

Sabeco cũng bắt đầu cung cấp sản phẩm của công ty trên các nền tảng thương mại điện tử vào tháng 11/2023. Nhờ chiến lược khuyến mãi dồn dập, doanh thu online của Sabeco đã tăng 9.5% trong vòng 1 tháng và lọt vào top 5 nhãn hàng bia bán chạy nhất trên thương mại điện tử năm 2023. Sabeco cũng giành được một vị trí trong top 5 thương hiệu bia bán chạy nhất trên các nền tảng thương mại điện tử vào năm 2023, trong đó dòng bia Saigon Lager được xếp hạng trong top 6 sản phẩm đồ uống có cồn bán chạy nhất. Dựa trên case study của ngành bia Trung Quốc, ngoài việc thay đổi kênh cơ cấu các kênh phân phối, chúng tôi dự báo Sabeco có thể sẽ thúc đẩy về các sản phẩm bia cao cấp, phát triển thêm sản phẩm bia không cồn. Điều này có thể sẽ có sự thay đổi về chi phí marketing và chi phí nghiên cứu sản phẩm mới.

Top 10 sản phẩm đồ uống có cồn bán chạy nhất trên sàn thương mại điện tử năm 2023 (Tỷ VND)



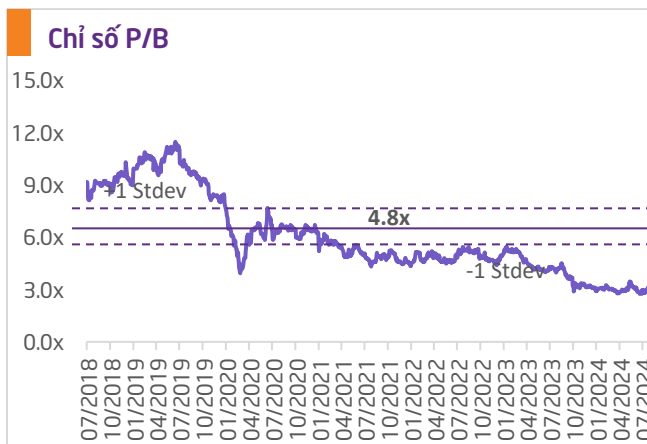
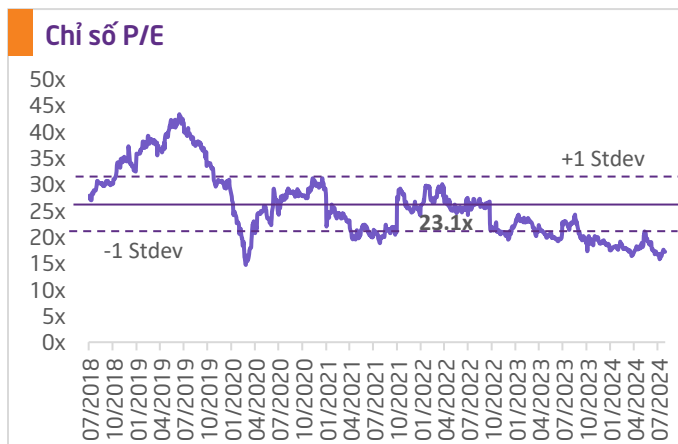
Nguồn: KPMG, TPS Research

3. Định giá và quan điểm đầu tư

Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp DCF, P/E và PB để đưa ra giá mục tiêu của SAB là 68,900 đồng/cp, upside 21.5% so với giá đóng cửa ngày 06/09/2024. Theo đó, cổ phiếu SAB đang giao dịch ở mức P/E và P/B forward khoảng 15.2 lần và 3.7 lần thấp hơn mức trung bình 5 năm lịch sử 23.1 lần và 4.8 lần. Với triển vọng phục hồi tích cực của năm 2024, SAB là cổ phiếu có thể xem xét cho chiến lược dài hạn.

Phương pháp	Giá trị (VND/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
FCFF	80,620	60%	48,372
P/E	56,583	20%	11,317
P/B	46,259	20%	9,252
Giá mục tiêu		100%	68,900
SLCP lưu hành (triệu)			1,283
Giá thị trường (06/09/2024)			56,700
Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng			21.5%

Phương pháp P/E	Giá trị	Phương pháp P/B	Giá trị
EPS	3,772	Book value	15,420
P/E trung bình	23.1x	P/B trung bình	4.8x
P/E mục tiêu	15.0x	P/B mục tiêu	3.0x
P/E forward	15.2x	P/B forward	3.7x
STDEV	3.7x	STDEV	1.1x
+1 Stdev	26.8x	+1 Stdev	5.9x
-1 Stdev	19.3x	-1 Stdev	3.7x
Giá mục tiêu	56,583	Giá mục tiêu	46,259



Nguồn: TPS Research

Rủi ro:

- **Các chính sách của chính phủ:** Các Nghị định 100, Nghị định 24, các luật thuế liên quan tới mức thuế tiêu thụ đặc biệt đối với các mặt hàng có hại cho sức khỏe (có rượu, bia)... có thể sẽ ảnh hưởng tới tình hình tiêu thụ đồ uống có cồn và hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành. Bên cạnh đó, các quy định này cũng có thể làm thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng và sẽ ảnh hưởng tới thị phần của SAB nếu công ty không bắt kịp với xu hướng tiêu dùng mới.
- **Cạnh tranh với các hãng bia nước ngoài và các sản phẩm thay thế khác:** Nhìn thấy được tiềm năng của thị trường đồ uống có cồn ở Việt Nam, nhiều hãng bia quốc tế đã tràn vào Việt Nam. Bên cạnh đó, thị hiếu người tiêu dùng cũng đang dần thay đổi theo hướng sử dụng nhiều hơn các sản phẩm có lợi cho sức khỏe. Vì vậy, sự cạnh tranh của các hãng bia ngày càng tăng.
- **Sự tăng giá của các nguyên liệu đầu vào như nhôm và mạch nha.**

Chỉ số tài chính

Kết quả kinh doanh	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	27,961	26,374	34,979	30,461	33,455	38,011
Giá vốn hàng bán	19,460	18,765	24,208	21,370	23,215	26,211
Lợi nhuận gộp	8,501	7,609	10,771	9,091	10,240	11,801
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>30.4%</i>	<i>28.8%</i>	<i>30.8%</i>	<i>29.8%</i>	<i>30.6%</i>	<i>31.0%</i>
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	869	1,097	1,009	1,359	1,345	1,321
Chi phí lãi vay	64	49	46	50	58	60
Chi phí bán hàng và QLDN	3,561	4,098	5,273	5,280	5,846	6,909
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	4,940	3,510	5,498	3,811	4,394	4,891
Lợi nhuận khác	56	96	21	17	92	82
Lợi nhuận trước thuế	6,112	4,857	6,813	5,370	6,044	6,531
Lợi nhuận sau thuế	4,937	3,929	5,500	4,255	4,784	5,169
LNST của cổ đông Công ty mẹ	4,540	3,439	5,001	3,923	4,633	4,838

Bảng cân đối kế toán	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	19,513	22,877	26,860	26,553	24,981	25,574
Tiền và tương đương tiền	2,726	3,606	4,069	5,040	4,094	4,080
Đầu tư tài chính ngắn hạn	14,547	16,991	19,411	17,741	17,741	17,741
Các khoản phải thu ngắn hạn	591	468	898	1,229	972	1,180
Hàng tồn kho	1,447	1,668	2,194	2,318	1,963	2,309
Tài sản ngắn hạn khác	202	143	288	226	211	263
Tài sản dài hạn	7,862	7,610	7,605	7,503	6,707	6,369
Phải thu dài hạn	12	13	38	35	38	43
Tài sản cố định	4,875	4,402	4,455	3,970	3,357	2,830
Đầu tư tài chính dài hạn	2,351	2,125	2,214	2,287	2,287	2,287
Tài sản dài hạn khác	624	1,070	898	1,211	1,025	1,209
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	27,375	30,487	34,465	34,057	31,688	31,943
Nợ phải trả	6,160	7,892	9,874	8,571	7,843	9,553
Nợ ngắn hạn	5,173	7,258	9,214	8,225	7,606	9,290
Nợ dài hạn	987	634	660	347	237	262
Vốn chủ sở hữu	21,215	22,595	24,591	25,485	23,845	22,390
Vốn điều lệ	6,413	6,413	6,413	12,826	12,826	12,826
TỔNG NGUỒN VỐN	27,375	30,487	34,465	34,057	31,688	31,943

Lưu chuyển tiền tệ	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	4,129	3,518	4,379	1,940	6,685	5,506
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,523)	(1,223)	(1,868)	2,716	(613)	(230)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(3,995)	(1,414)	(2,048)	(3,685)	(4,644)	(4,406)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(1,390)	880	463	971	1,428	871
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	4,116	2,726	3,606	4,069	5,040	6,468
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2,726	3,606	4,069	5,040	6,468	4,965

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. Báo cáo này không phải là báo cáo phục vụ cho nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán theo quy định pháp luật. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS.

Deputy head of Equity & Market Research

Phan Thị Liên

028 7301 3839 (Ext 574)

lienpt@tps.com.vn

Head of Research


Ngô Thị Lệ Thanh

028 7301 3839 (Ext 121)

thanhntl@tps.com.vn

LIÊN HỆ

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG (TPS)

 028 7301 3839

 tt.pt@tpbs.com.vn

 <https://www.tpbs.com.vn/>