

Tổng công ty CP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB)

TRUNG LẬP

HÀNG TIÊU DÙNG

Giá hiện tại	VND58.100
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND74.228/50.778
Giá mục tiêu	VND59.900
Giá mục tiêu trước đó	N/A
Consensus	-13,5%
Tiềm năng tăng giá	3,1%
Tỷ suất cổ tức	3,9%
Tổng tỷ suất sinh lời	7,0%

Triển vọng	Trung lập
Định giá	Kém khả quan
Phân tích kĩ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (triệu USD)	2.997
GTGDQB 3 tháng (triệu USD)	1.8
Sở hữu NN (tr USD)	1.173
Số CP lưu hành (tr)	1.282,6
Số CP sau pha loãng (tr)	1.282,6

	SAB	VNIndex	Ngành
P/E trượt	17,4x	14,0x	21,3x
P/B hiện tại	3,5x	1,7x	4,1x
ROA	12,7%	2,1%	9,3%
ROE	16,4%	12,3%	21,8%

*dữ liệu ngày 25/09/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu(%)	1M	3M	12M
SAB	1,2	-2,0	-20,1
Tương quan VNIndex	1,3	4,5	-3,5

Cơ cấu sở hữu

Vietnam Beverage	54,0%
Bộ công thương	36,0%
Khác	10,0%

Business Description

Tổng công ty Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (SABECO) thành lập vào năm 1875. Sau 150 năm hình thành và phát triển, công ty đứng thứ 2 về thị phần tiêu thụ trong ngành bia VN và có 26 nhà máy với tổng công suất sản xuất hơn 2,4 tỷ lít bia/năm.

Chuyên viên phân tích

Trần Tiêu Yến

yen.trantieu@vndirect.com.vn

Mây đen chưa tan

- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị TRUNG LẬP và tiềm năng tăng giá lên 3,1% lên 59.900 đồng/cp.
- SAB dẫn đầu doanh nghiệp bia nội địa, với 34% thị phần tiêu thụ nội địa và cũng là DN sản xuất bia lớn nhất tại Việt nam
- P/E hiện tại của SAB là 17,4 lần, thấp hơn mức trung bình ngành là 17,5 lần và mức trung bình 3 năm của doanh nghiệp là 22,2 lần. Chúng tôi cho rằng SAB nên được giao dịch ở mức P/E là 16,6 lần, tương đương với ROE dự phóng năm 2024 là 17,0%, thấp hơn so với ROE ngành là 21,8%.

Điểm nhấn tài chính

- Chúng tôi dự phóng doanh thu của SAB tăng lần lượt 3,7%/5,0% svck lên 31.830/33.430 tỷ đồng trong năm 2024-45 nhờ sản lượng bán bia phục hồi.
- Biên LN gộp tăng nhẹ 0,2/2,9 điểm % lên 30,6%/33,5% trong năm 2024-25 do chi phí nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt và giá bán bia bình quân tăng.
- LN ròng dự kiến tăng 0,5%/27,5% svck lên 4.277/ 5.454 tỷ đồng.

Luận điểm đầu tư

Kinh tế phục hồi thúc đẩy tiêu thụ bia

Chúng tôi dự phóng sản lượng bia toàn ngành tăng lần lượt 1,8%/5,0% svck trong năm 2024-25 nhờ 1) chỉ số niềm tin người tiêu dùng cải thiện, 2) lượng khách du lịch duy trì đà tăng 3) thu nhập bình quân phục hồi chậm trong nửa cuối năm 2024-đầu năm 2025.

Với vị thế đầu ngành, chúng tôi kì vọng SAB sẽ hưởng lợi từ xu hướng phục hồi tiêu dùng này. Tuy nhiên, trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt giữa các thương hiệu lớn như Heineken, Habeco, Carlsberg, chúng tôi dự phóng sản lượng bán bia của Sabeco sẽ cải thiện lần lượt 2,1%/5,0% svck trong năm 2024-25, giúp DT tăng 3,7%/5,0% svck lên 31.830/33.430 tỷ đồng.

Biên LN gộp cải thiện nhờ tăng tỉ trọng phân khúc bia cao cấp

Những năm gần đây, Sabeco bắt đầu thâm nhập vào phân khúc bia cao cấp với giá bán cao hơn 57% so với phân khúc phổ thông. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép của bia cao cấp sẽ đạt 8,8% trong giai đoạn 2023-27 sau khi tăng trưởng 12,4%/năm vào năm 2018-22. Do đó, chúng tôi kì vọng SAB sẽ hưởng lợi từ xu hướng tiêu thụ bia cao cấp cũng như tăng tỉ trọng phân khúc bia cao cấp, điều này giúp giá bán bia bình quân tăng 1,5% svck trong năm 2024 và biên LN gộp dự kiến cải thiện 0,2/2,9 điểm % svck trong năm 2024-25.

“Cú đấm thép” đối với ngành bia

T6/2024, Bộ Tài chính đề xuất tăng thuế tiêu thụ đặc biệt (Thuế TTĐB) đối với bia lên 100% vào năm 2030. Chúng tôi cho rằng việc tăng thuế TTĐB sẽ khiến giá bán bia tăng và người tiêu dùng sẽ chuyển qua sử dụng sản phẩm bia giá rẻ, chất lượng thấp trong ngắn hạn. Chúng tôi sẽ cập nhật trong báo cáo tiếp theo khi có thông tin chính thức về việc tăng thuế TTĐB. Ngoài ra, lệnh cấm tuyệt đối của chính phủ về sử dụng bia rượu đối với người tham gia giao thông sẽ khiến nhu cầu và doanh số bán bia tại kênh on-trade (nhà hàng, quán bar,...) sụt giảm trong ngắn hạn. Nghị định này cũng sẽ ảnh hưởng đến kế hoạch phát triển bia không cồn của các doanh nghiệp bia do đa số các sản phẩm bia không cồn tại Việt Nam vẫn chứa một lượng cồn nhỏ.

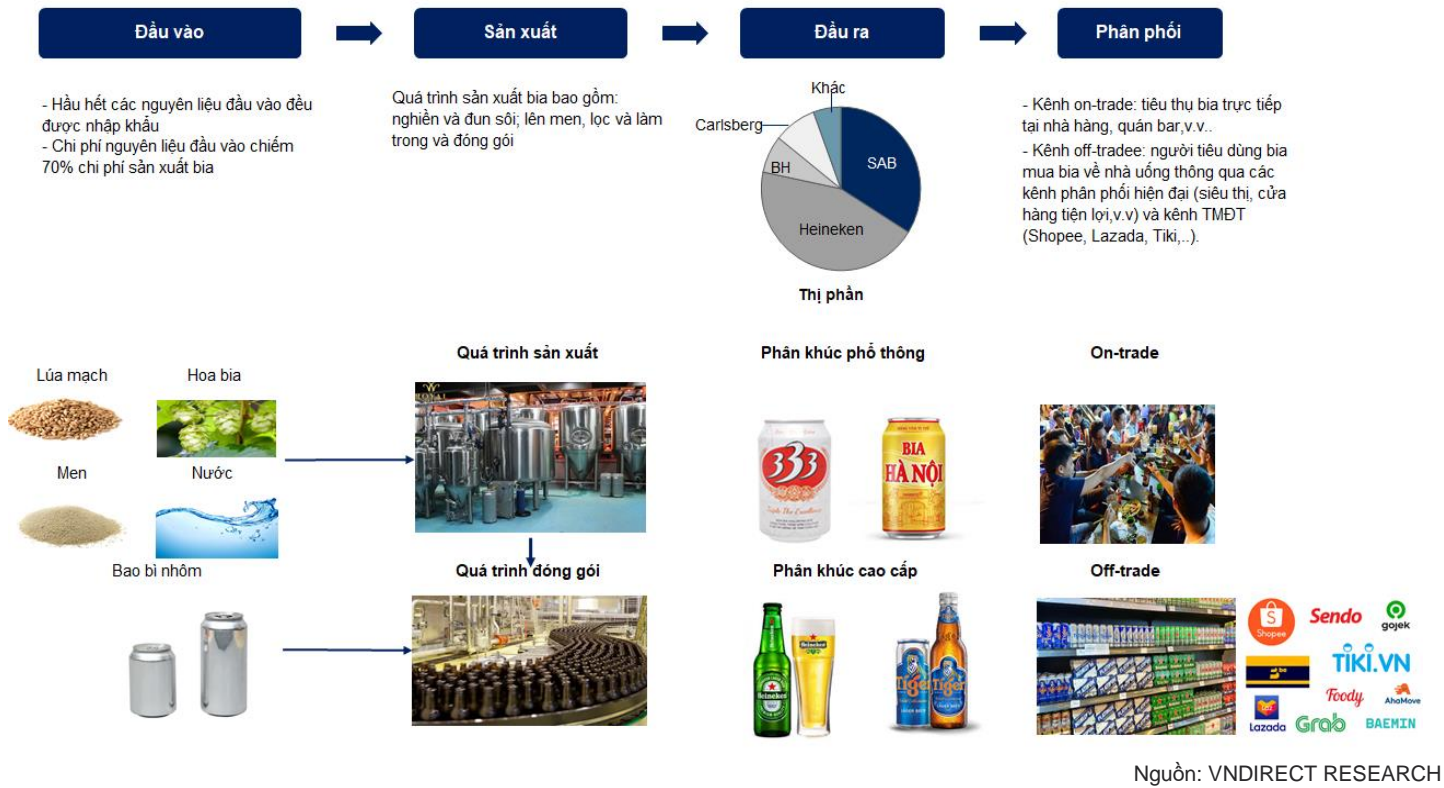
	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	-12,9%	3,7%	5,0%	5,0%
Tăng trưởng EPS	-60,8%	6,5%	27,5%	9,3%
Biên LN gộp	30,4%	30,6%	33,5%	34,4%
Biên LN ròng	13,9%	13,4%	16,3%	17,0%
P/E	12,6	16,6	14,1	12,9
P/B	4,4	3,2	3,1	3,2
ROAE	16,7%	17,0%	22,7%	25,8%
Nợ trên VCSH	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng ngành bia

Chuỗi giá trị ngành bia Việt Nam

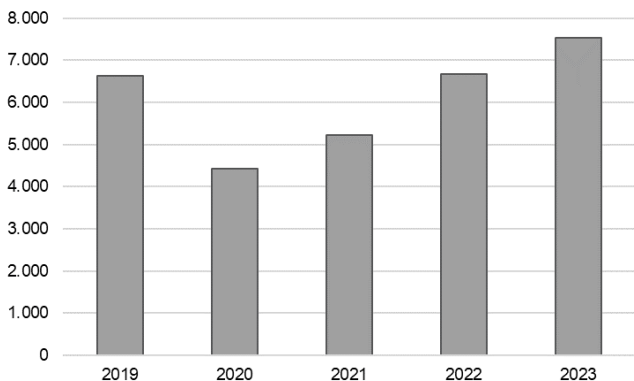
Hình 1: Chuỗi giá trị ngành bia Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

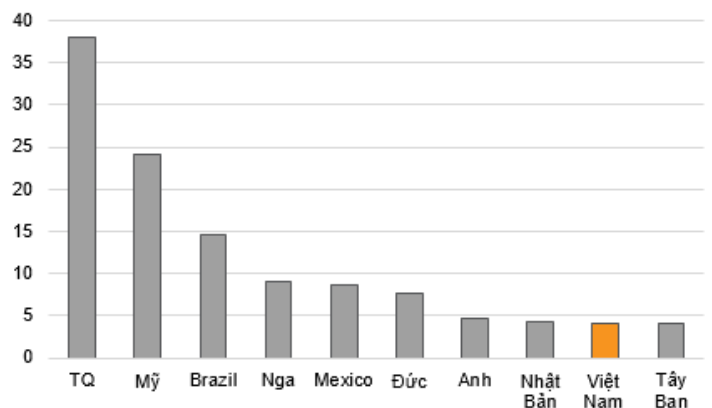
Việt Nam thuộc top thị trường bia lớn nhất tại khu vực Đông Nam Á. Năm 2022, Việt Nam tiêu thụ gần 3,8 tỷ lít bia, chiếm 2,2% thị trường thế giới, đứng đầu các quốc gia khu vực ĐNÁ và thứ 3 châu Á (xếp sau TQ và Nhật Bản). Năm 2023, tổng giá trị ngành bia Việt Nam đạt 185.000 tỷ đồng và dự kiến đạt 329.000 tỷ đồng vào năm 2032.

Hình 2: Giá trị ngành bia VN (đv: USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WEBSITE CÔNG TY

Hình 3: VN thuộc top 10 quốc gia tiêu thụ bia nhiều nhất thế giới (đv: tỷ lít bia)

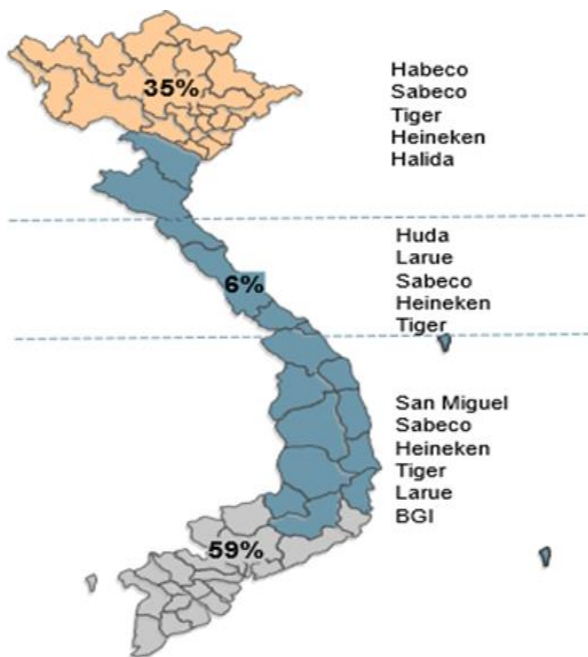


Nguồn: Kirin, VNDIRECT RESEARCH

Xét theo giá bán, bia được chia thành 2 phân khúc: phân khúc cao cấp với giá bán trung bình trên 18.000đ/330ml và phân khúc phổ thông với giá dao động từ mức 12.000đ đến 15.000đ/330ml:

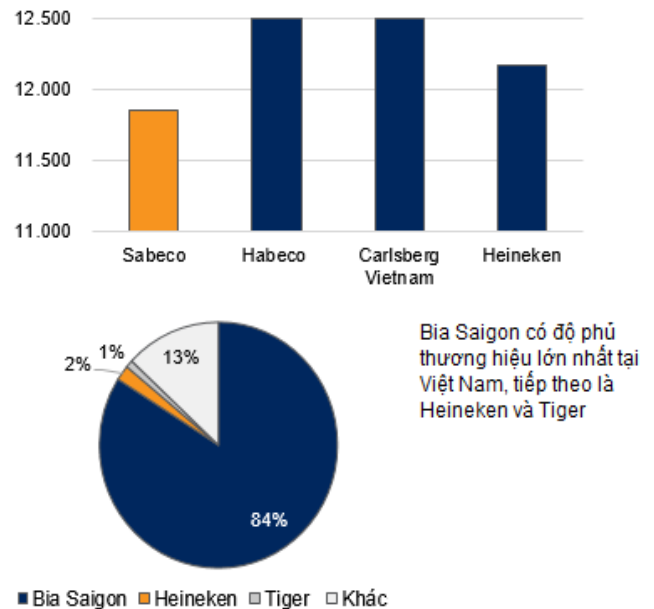
Bia phổ thông được tiêu thụ nhiều nhất tại VN nhờ giá cả hợp lý, phù hợp với khả năng chi trả của người tiêu dùng. Khách hàng tại phân khúc này chủ yếu là người có thu nhập thấp và nhạy cảm về giá. Hiện nay, thị trường bia Việt Nam chủ yếu do 4 thương hiệu thống trị: Sabeco, Habeco, Heineken và Carlsberg. Dẫn đầu tại phân khúc phổ thông là 2 công ty lớn: Sabeco (40% thị phần) và Habeco (25% thị phần). Chúng tôi cho rằng Sabeco và Habeco đứng đầu tại phân khúc phổ thông nhờ: (1) thương hiệu lâu đời, quen thuộc với người tiêu dùng Việt Nam (2) giá bán bia thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành (3) hệ thống phân phối bia rộng khắp cả nước.

Hình 4: Tiêu thụ bia và các thương hiệu phổ biến theo từng khu vực tại Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Pomegranate Asia

Hình 5: SAB thống trị tại phân khúc phổ thông nhờ giá bán hợp lý (đv: đ/330ml) và thương hiệu lâu đời



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

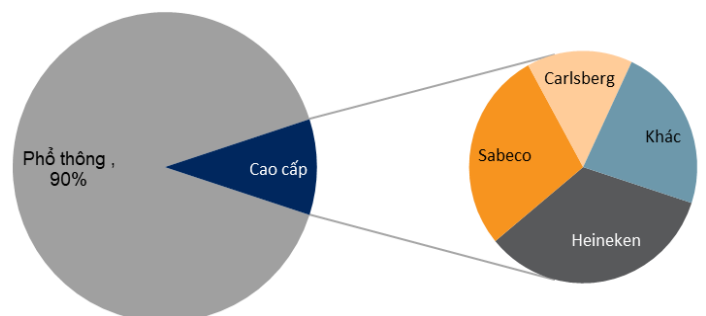
Trong khi đó, bia cao cấp đang trở thành xu hướng tiêu thụ bia trong những năm gần đây nhờ thu nhập bình quân tăng. Heineken chiếm ưu thế trên thị trường bia cao cấp tại Việt Nam nhờ (1) định vị thương hiệu bia cao cấp, hấp dẫn người tiêu dùng ưa thích sản phẩm ngoại (2) chất lượng bia vượt trội (3) mở rộng tệp khách hàng thông qua chiến lược marketing hiệu quả.

Hình 6: Một số sản phẩm bia cao cấp tại Việt Nam



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

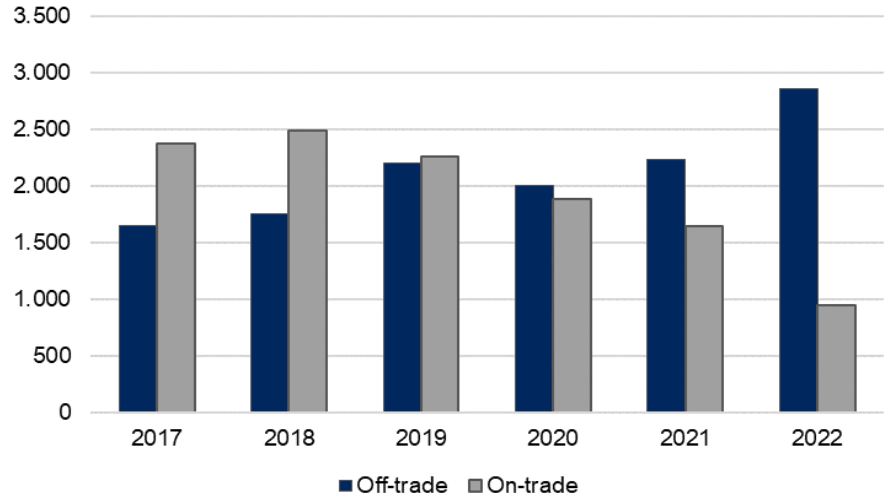
Hình 7: Heineken dẫn đầu tại phân khúc bia cao cấp



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Bia chủ yếu được tiêu thụ trực tiếp qua kênh on-trade. Tuy nhiên do tác động của dịch Covid và Nghị định 100 (cấm người lái xe sử dụng rượu bia), nhiều công ty bia tại Việt Nam đã tăng cường phân phối bia qua kênh off-trade, đặc biệt thông qua các kênh thương mại điện tử (Tiki, Shopee, Lazada,..) nhằm bù đắp cho sự sụt giảm doanh số tại kênh on-trade.

Hình 8: Sản lượng bia tiêu thụ qua kênh off-trade tăng mạnh kể từ năm 2020 (đv: triệu lít)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

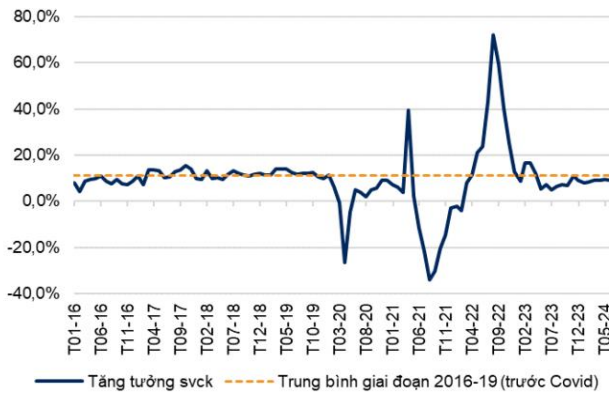
Thách thức trong ngắn hạn, cơ hội trong dài hạn

Nhu cầu phục hồi chậm trong năm 2024-25

Trong bối cảnh tiêu dùng phục hồi chậm, chúng tôi kì vọng nhu cầu tiêu thụ bia sẽ bắt đầu phục hồi vào nửa cuối năm 2024 với tốc độ tăng trưởng lần lượt đạt 2,5%/5,0% svck trong năm 2024-25 nhờ:

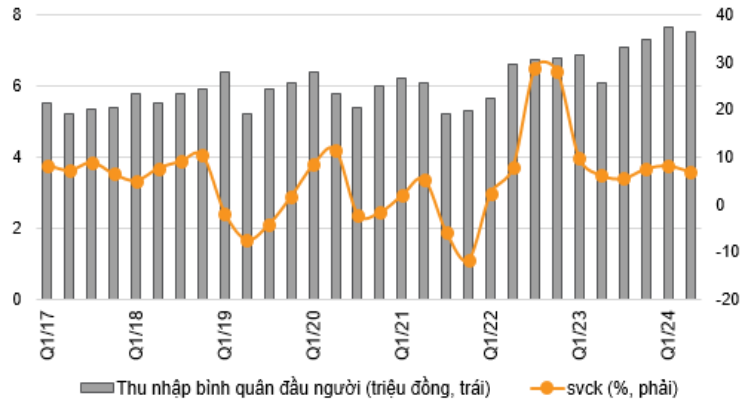
- Người tiêu dùng ngày càng lạc quan vào tình hình kinh tế khi chỉ số niềm tin người tiêu dùng đạt mức cao nhất trong 5 quý.
- Nhằm kích cầu tiêu dùng trong nước, chính phủ đã gia hạn giảm 2% thuế giá trị gia tăng (VAT) thêm 6 tháng nữa đến hết năm 2024.
- Lượng khách du lịch dự kiến tăng. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu bia từ du lịch tăng mạnh lần lượt 12,0%/15,0% svck trong năm 2024-25.
- Thu nhập bình quân trên đầu người phục hồi chậm trong 6T24 nên chúng tôi kì vọng người tiêu dùng sẽ chuyển sang sử dụng bia tại phân khúc phổ thông với giá bán thấp hơn.

Hình 9: Tổng mức bán lẻ hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng tăng 9,1% svck trong tháng 6 nhưng vẫn thấp hơn so với mức trước dịch



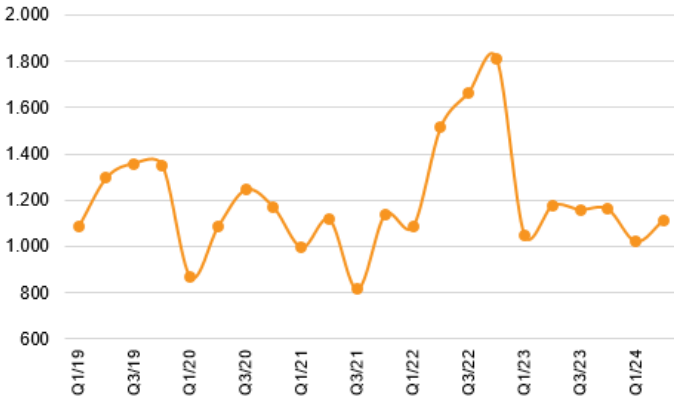
Nguồn: TỔNG CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Thu nhập bình quân đầu người phục hồi chậm trong 6T24



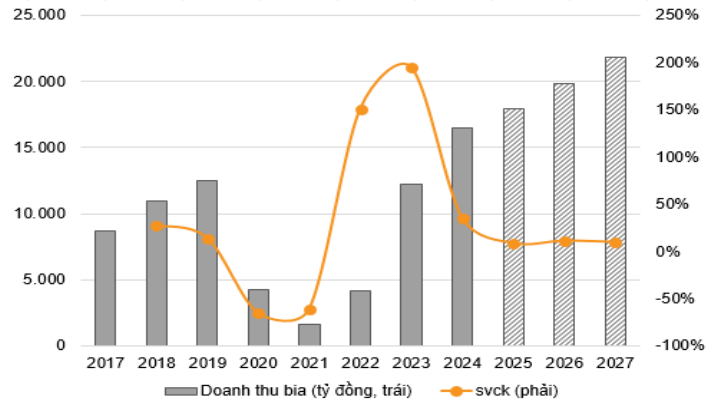
Nguồn: TỔNG CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Sản lượng bia sản xuất tại Việt Nam trong Q2/24 phục hồi chậm với tốc độ tăng trưởng 9,0% sv quý trước (đv: triệu lít)



Nguồn: TỔNG CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Doanh thu bia từ du lịch dự phóng tăng lần lượt 12,0%/15,0% svck trong năm 2024-25

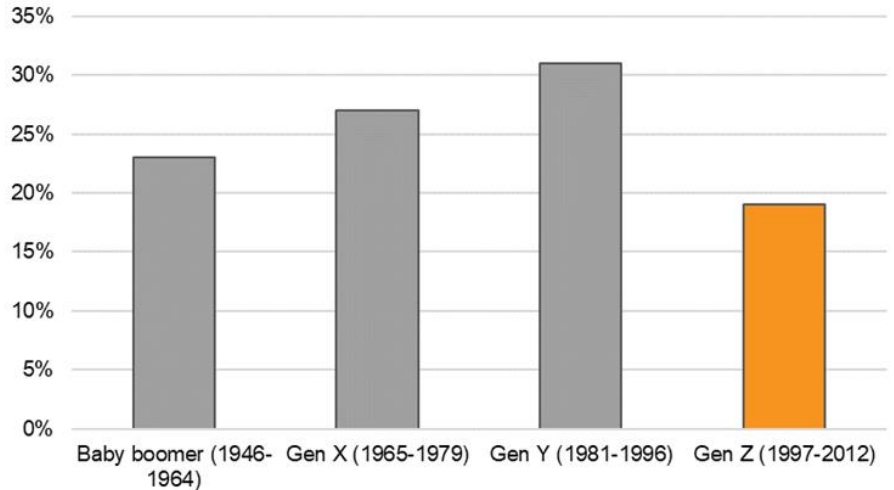


Nguồn: Euromonitor, VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy ngành bia trong nước sẽ gặp một số thách thức trong ngắn hạn, bao gồm:

- T6/2024, Bộ Tài chính đề xuất tăng thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia lên 100% vào năm 2030. Mặc dù chưa có thông tin chi tiết về thuế tiêu thụ đặc biệt, chúng tôi giả định chính phủ tăng thuế TTĐB tương đối sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến các sản phẩm bia chính thức (sản phẩm bia dưới sự quản lý của nhà nước) tại Việt Nam. Nguyên nhân chủ yếu do thuế tương đối không đảm bảo công bằng giữa sản phẩm chất lượng cao và sản phẩm chất lượng thấp nên điều này sẽ khuyến khích người tiêu dùng chuyển sang sử dụng đồ uống có cồn phi chính thức (sản phẩm không do nhà nước quản lý; bao gồm rượu thủ công, rượu nhập lậu và rượu nhập khẩu) có giá thành rẻ hơn, nồng độ cồn nguyên chất cao hơn và chất lượng thấp hơn.
- Chúng tôi nhận thấy thế hệ Gen Z (người sinh năm 1997-2013) uống rượu bia ít hơn 20% so với Gen Y (người sinh năm 1981-1996) do nâng cao nhận thức về sức khỏe, điều này dẫn đến nhu cầu sử dụng đồ uống có cồn giảm mạnh.

Hình 13: Tỷ lệ sử dụng bia theo thế hệ



Nguồn: Statista, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng ngành bia trong dài hạn

Mặc dù ngành bia Việt Nam giảm tốc song chúng tôi dự phóng sản lượng bia tiêu thụ toàn ngành tăng 7,3%/năm, cao hơn mức tăng trưởng toàn cầu là 3,7% trong năm 2024-32, nhờ:

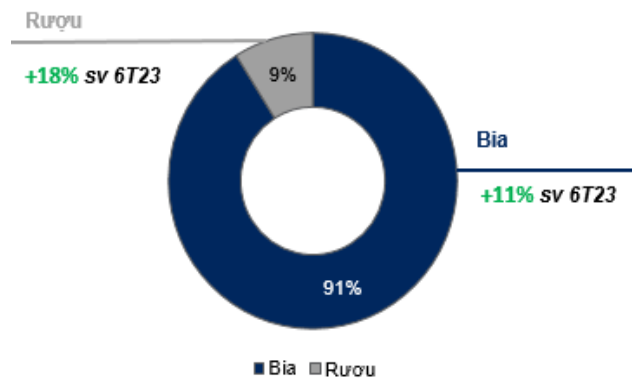
- Bia trở là một phần không thể thiếu trong văn hoá của người Việt từ các buổi họp mặt, lễ Tết đến các dịp vui chơi giải trí, điều này đã góp phần thúc đẩy tiêu thụ bia tại nhiều nhóm khách hàng khác nhau. Ngoài ra, sự phát triển của ngành dịch vụ ăn uống & giải trí cùng với sự đa dạng của các sản phẩm bia sẽ góp phần thúc đẩy ngành bia Việt Nam tăng trưởng.
- Chúng tôi kì vọng doanh số bán bia cao cấp sẽ tăng trưởng mạnh, đạt mức 12,7%/năm trong giai đoạn 2023-28 nhờ thu nhập bình quân trên đầu người tăng dẫn đến nhu cầu sử dụng sản phẩm cao cấp (bao gồm bia cao cấp) tăng.

Hình 14: Xếp hạng các DN bia và tốc độ tăng trưởng thị phần trên sàn thương mại điện tử trong nửa cuối năm 2023 so với 6T23

THỨ HẠNG TRÊN KÊNH TMĐT	TĂNG TRƯỞNG THỊ PHẦN
1 Heineken (Heineken, Larue, Tiger, Strongbow)	-4,5%
2 Carlsberg (Carlsberg, Huda, Tuborg, 1664 Blanc)	-2,3%
3 ABInBev (Budweiser, Hoegaarden)	-0,1%
4 SABECO (Saigon Lager, 333)	+4,8%

Nguồn: United Nations, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Doanh thu đồ uống có cồn trên sàn TMĐT tăng 11% trong nửa cuối năm 2023



Nguồn: YouNet ECI, VNDIRECT RESEARCH

- T11-12/2023, Heineken, Sabeco và Habeco bắt đầu phân phối bia thông qua các kênh online và ghi nhận nhiều kết quả tích cực. Doanh thu bán bia qua kênh online đạt 351 tỷ đồng, trong đó doanh thu trong 6 tháng cuối năm 2023 tăng 11% so với 6 tháng đầu năm 2023. Điều

này cho thấy tiềm năng tăng trưởng của kênh online (nhờ khách hàng am hiểu công nghệ và các nền tảng bán hàng trực tuyến) sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng dài hạn của ngành bia nội địa.

Vào tháng 6 năm 2024, chính phủ quyết định cấm tuyệt đối nồng độ cồn đối với người tham gia giao thông. Mặc dù chưa có thông tin chi tiết, chúng tôi cho rằng điều này sẽ ảnh hưởng đến ngành bia trong nước, bao gồm:

- Người tiêu dùng thích uống bia tại các nhà hàng, quán bar và pub. Nhằm thúc đẩy doanh số bán hàng thông qua các kênh phân phối này nhưng vẫn tuân thủ pháp luật, các doanh nghiệp bia đã tăng cường các chương trình khuyến mãi và tăng mức chiết khấu bia lên 20% (trước NĐ100, mức chiết khấu trung bình là 15%, theo ước tính của chúng tôi) để hỗ trợ tài chính cho các đối tác (nhà hàng, quán bar, pub). Ngoài ra, các công ty bia cũng hợp tác với Grab và Xanh SM để tạo ra trải nghiệm an toàn cho khách hàng như dịch vụ đưa đón miễn phí tại các quán ăn và nhà hàng. Do đó, mặc dù doanh số bán hàng đã tăng lên, nhưng biên lợi nhuận ròng của các công ty bia giảm do chi phí bán hàng và quản lý tăng.

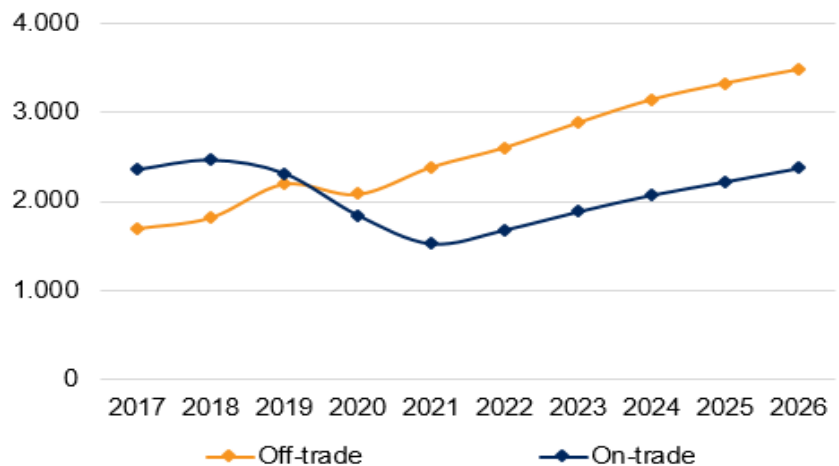
Hình 16: DN bia nỗ lực thích nghi với NĐ100



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

- Việc áp dụng quy định mới này sẽ tác động tiêu cực đến tiêu thụ bia qua kênh on-trade (chiếm 39,5% lượng bia tiêu thụ) trong ngắn hạn. Tuy nhiên, người tiêu dùng sẽ dần thích nghi với việc tiêu thụ bia qua kênh off-trade trong khi vẫn duy trì uống bia trực tiếp trong dài hạn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép của kênh off-trade là 8,9% trong giai đoạn 2020-26, cao hơn so với kênh on-trade là 4,3%.

Hình 17: Kỳ vọng tiêu thụ bia qua kênh off-trade sẽ trở nên phổ biến (đv: triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, VNDIRECT RESEARCH

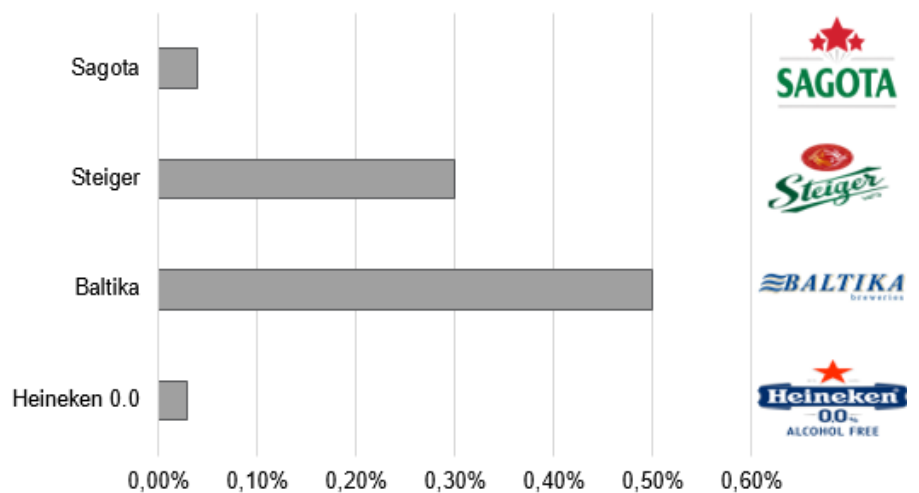
Nhu cầu bia không cồn vẫn chưa rõ ràng

Thị trường bia không cồn toàn cầu được định giá 22 tỷ USD trong năm 2022 và dự kiến sẽ tăng từ 23 tỷ USD vào năm 2023 lên 35 tỷ USD vào năm 2031, với tốc độ tăng trưởng kép đạt 5,6% trong giai đoạn 2024-2031. Khu vực Châu Á - Thái Bình Dương như Ấn Độ, Trung Quốc, Nhật Bản ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ của phân khúc bia không cồn khi người tiêu dùng ngày càng ưa chuộng đồ uống tốt cho sức khỏe và tiêu thụ đồ uống có cồn có thể bị hạn chế hoặc ít phổ biến hơn.

Tại Việt Nam, mặc dù các thương hiệu lớn đã tung ra các sản phẩm bia không/ít cồn trong bối cảnh người tiêu dùng nâng cao nhận thức sức khỏe và chính phủ thắt chặt các quy định liên quan tới đồ uống có cồn, nhưng nhu cầu sử dụng bia không/ít cồn vẫn còn yếu, chỉ chiếm 3,3% tổng sản lượng bia. Nguyên nhân có thể do:

- Người tiêu dùng Việt Nam cho rằng bia không cồn không có hương vị đậm đà và phong phú như bia truyền thống. Điều này làm cho sản phẩm kém hấp dẫn đối với những người đã quen với hương vị bia có cồn.
- Thiếu nhận thức và hiểu biết về các sản phẩm bia không cồn là rào cản thâm nhập thị trường.
- Bia không cồn thường có giá thành cao hơn so với bia có cồn, khiến người tiêu dùng e ngại khi lựa chọn.
- Với giả định cấm tuyệt đối nồng độ cồn (0,00%) đối với người tham gia giao thông, nhu cầu sử dụng bia không cồn để tuân thủ NĐ100 có thể giảm. Nguyên nhân chủ yếu do hầu hết các sản phẩm bia không cồn tại Việt Nam vẫn chứa một lượng cồn nhỏ.

Hình 18: Nồng độ cồn của một số sản phẩm bia không cồn



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Để thành công tại phân khúc bia không cồn, các DN bia cần tăng cường đầu tư cho hoạt động marketing nhằm nâng cao nhận thức của người tiêu dùng về bia không cồn ngay từ khi ra mắt sản phẩm mới. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp nên tập trung vào 1) Ra mắt sản phẩm với giá bán cạnh tranh và cung cấp sản phẩm dùng thử miễn phí tại các cửa hàng, siêu thị để khuyến khích người tiêu dùng trải nghiệm 2) Cung cấp nhiều ưu đãi hấp dẫn cho các nhà phân phối bia rượu 3) Mở rộng mạng lưới phân phối giúp doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận nhiều đối tượng khách hàng hơn.

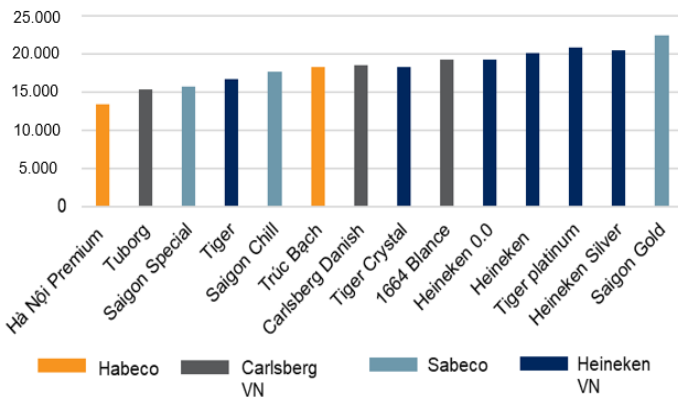
Triển vọng các doanh nghiệp trong ngành bia

Tổng công ty CP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB)

Về dài hạn, xu hướng cao cấp hóa tại thị trường bia Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì nhờ thu nhập khả dụng ngày càng tăng. Sabeco cũng tận dụng xu hướng này và đặt mục tiêu mở rộng thị phần trong phân khúc cao cấp. Chúng tôi nhận thấy SAB có nhiều lợi thế để đạt được mục tiêu trên, bao gồm:

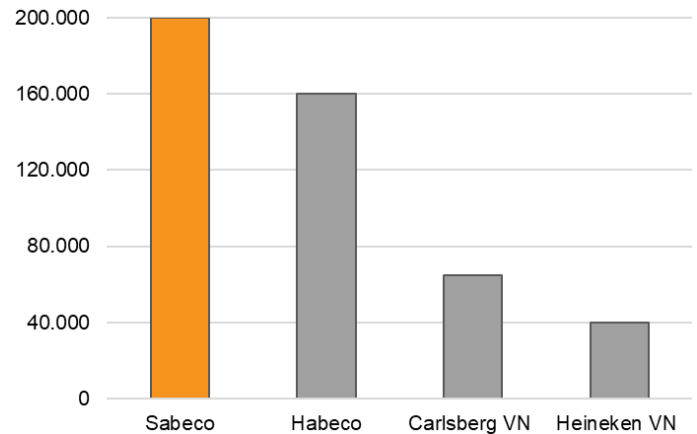
- Thương hiệu mạnh: Sabeco được biết đến là thương hiệu bia lâu đời với độ nhận diện thương hiệu cao cũng như lượng khách hàng trung thành lớn. Đây là lợi thế quan trọng giúp Sabeco thu hút khách hàng ở phân khúc bia cao cấp.
- Giá cả cạnh tranh và chất lượng uy tín: Giá bia cao cấp của SAB hợp lý hơn so với các thương hiệu khác và chất lượng bia tiệm cận với chất lượng bia thế giới.
- Hệ thống phân phối rộng: tại thị trường nội địa, SAB sở hữu hệ thống phân phối rộng nhất cả nước với 11 công ty thương mại và hơn 200.000 điểm bán hàng (POS). Trong khi đó, Habeco có 4 công ty thương mại và khoảng 160.000 POS, theo ước tính của chúng tôi.

Hình 19: Giá bán bia của SAB cạnh tranh so với các thương hiệu khác (đv: đ/330ml)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: SAB sở hữu nhiều điểm bán hàng nhất tại thị trường bia Việt (đv: POS)

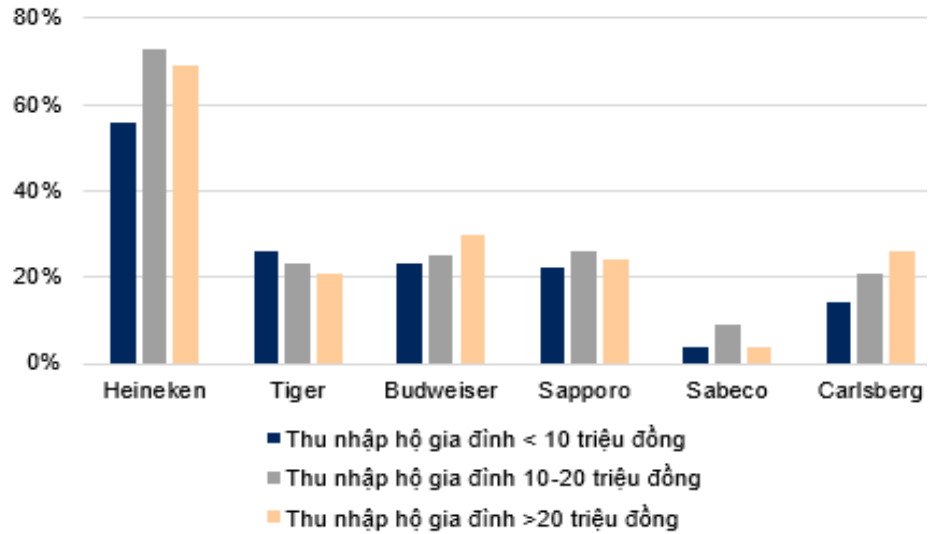


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một số khó khăn khi SAB mở rộng thị phần tại phân khúc cao cấp:

- Cạnh tranh gay gắt với các thương hiệu bia cao cấp khác: trong bối cảnh hội nhập kinh tế, nhiều thương hiệu bia thế giới đã bắt đầu thâm nhập và xuất khẩu bia vào thị trường Việt Nam như Heineken, Budweiser, Sapporo.
- Sức mạnh thương hiệu: Heineken hiện đang thống trị phân khúc bia cao cấp tại Việt Nam nhờ thành công xây dựng hình ảnh thương hiệu bia cao cấp, sang trọng trong tâm trí người tiêu dùng. Ngược lại, mặc dù Sabeco được biết đến rộng rãi nhưng hình ảnh của doanh nghiệp lại gắn liền với sản phẩm bia phổ thông. Do đó, việc thay đổi nhận thức của người tiêu dùng về hình ảnh thương hiệu của Sabeco là một thách thức lớn.

Hình 21: Heineken thành công xây dựng hình ảnh thương hiệu bia cao cấp, sang trọng



Nguồn: Q&Me, VNDIRECT RESEARCH

Tổng công ty CP Bia – Rượu – Nước giải khát Hà Nội (BHN)

Năm 2024, BHN đặt mục tiêu duy trì thị phần tại miền Bắc và tiếp tục mở rộng thị phần sang khu vực miền Trung và miền Nam, đồng thời nâng cao giá trị thương hiệu và cải tiến chất lượng sản phẩm & dịch vụ nhằm thu hút nhiều khách hàng hơn:

Kế hoạch phát triển năm 2024 của BHN:

- Đầu tư và phát triển phân khúc cao cấp và phổ thông
- Tăng cường các hoạt động truyền thông trực tiếp kết nối với khách hàng mục tiêu và chương trình khuyến mại, tri ân khách hàng.
- Khai thác tiềm năng kênh thương mại điện tử trở thành kênh kinh doanh và hoàn thiện mô hình phân phối của HABECO.

Heineken Việt Nam

Mặc dù năm 2023 là năm thách thức với ngành bia Việt Nam song Heineken vẫn ghi nhận sản lượng bia tiêu thụ tăng 3,6%, đồng thời duy trì vị thế đầu ngành. Nhờ kết quả kinh doanh khả quan, Heineken tiếp tục đặt ra các chiến lược phát triển cho năm 2024 như sau:

- Tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu tại phân khúc cao cấp.
- Tiếp tục mở rộng thị phần ở phân khúc phổ thông khi Heineken quản lý một số hãng bia nội địa như Bia Việt, Bivina, Laura đang chứng kiến quy mô tăng trưởng gấp 3 lần từ năm 2016 đến năm 2022.
- Đa dạng hóa danh mục sản phẩm nhằm tiếp cận nhiều đối tượng khách hàng.

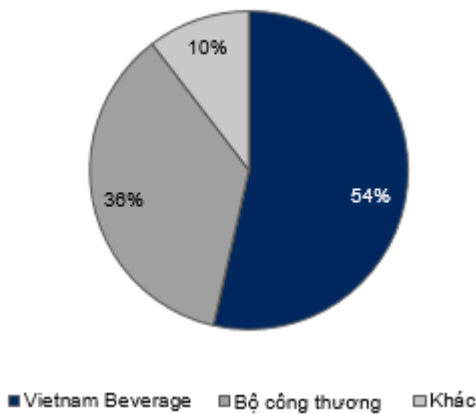
Tổng quan doanh nghiệp

Doanh nghiệp nội địa dẫn đầu ngành bia tại Việt Nam

Tổng Công ty Cổ phần Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco) tiền thân là một nhà máy bia nhỏ được người Pháp thành lập vào năm 1875. Công ty đã chuyển đổi thành công ty cổ phần vào năm 2008 và chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2016. Đến năm 2017, Bộ Công Thương đã thành công thoái 53,59% vốn cổ phần tại Sabeco cho Thaibev thông qua Vietnam Beverage.

Ban lãnh đạo của Sabeco có bề dày kinh nghiệm trong ngành bia, am hiểu sâu sắc về thị trường bia Châu Á và trong nước.

Hình 22: Cơ cấu vốn chủ sở hữu của SAB



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm

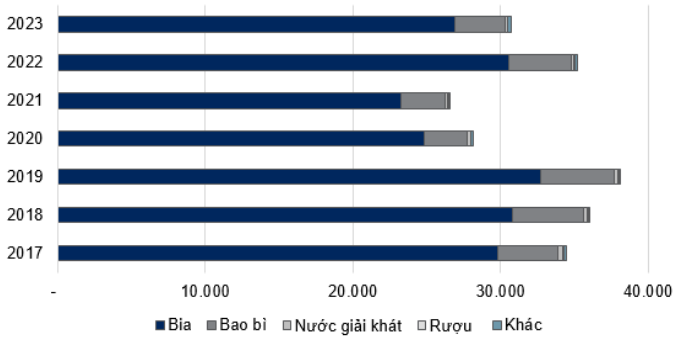
Chức vị	Kinh nghiệm
Koh Poh Tiong - Chủ tịch	CEO tại Pacific Breweries từ 1993 đến 2008
Michael Chye Hin Fah - Thành viên Hội đồng quản trị	CFO tại ThaiBev Thành viên hội đồng quản lý tại International Breweries Ltd
Tan Teck Chuan Lester - Tổng giám đốc	Thành viên Ủy ban điều hành tại ThaiBev CEO Beer Thailand, Chang Beer Company Ltd CEO Beer Thailand, Chang International Co.Ltd
Koo Liang Kwee Alan - Phó Tổng giám đốc Kế toán, Tài chính	CFO tại Heineken Asia Pacific Pte Ltd
Venus Teoh Kim Wei - Phó Tổng giám đốc Marketing	Giám đốc Marketing tại Asia Pacific Bre
Lâm Du An - Phó Tổng Giám đốc Kế thuậ sản xuất	30 năm kinh nghiệm tại Sabeco Giám đốc Nhà máy Bia Sài Gòn - Nguyễn Chí Thanh

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Với gần 150 năm hình thành và phát triển, Sabeco duy trì vị thế dẫn đầu trong ngành bia Việt Nam cũng như tại phân khúc bia phổ thông. SAB sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng bao gồm bia, rượu và nước giải khát với nhiều mức giá khác nhau. Trong đó, Bia 333 là thương hiệu Việt đứng đầu trên thị trường bia nội địa. Hiện nay, mảng bia chiếm tỷ trọng cao nhất trong doanh thu và lợi nhuận của SAB.

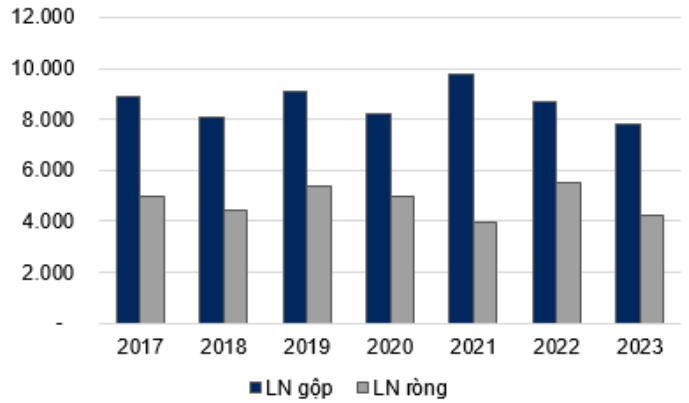
So với các DN trên thị trường bia, SAB hiện đang vận hành 26 nhà máy bia trải dài khắp cả nước với tổng công suất thiết kế là 2,4 tỷ lít/năm. Trong khi đó, 6 nhà máy bia của Habeco chủ yếu đặt tại khu vực miền Bắc, với tổng công suất thiết kế ước tính là 1,5 tỷ lít bia mỗi năm.

Hình 24: Mảng bia đóng góp lớn nhất vào doanh thu (đv: tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: LN gộp và LN ròng năm 2017-23 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

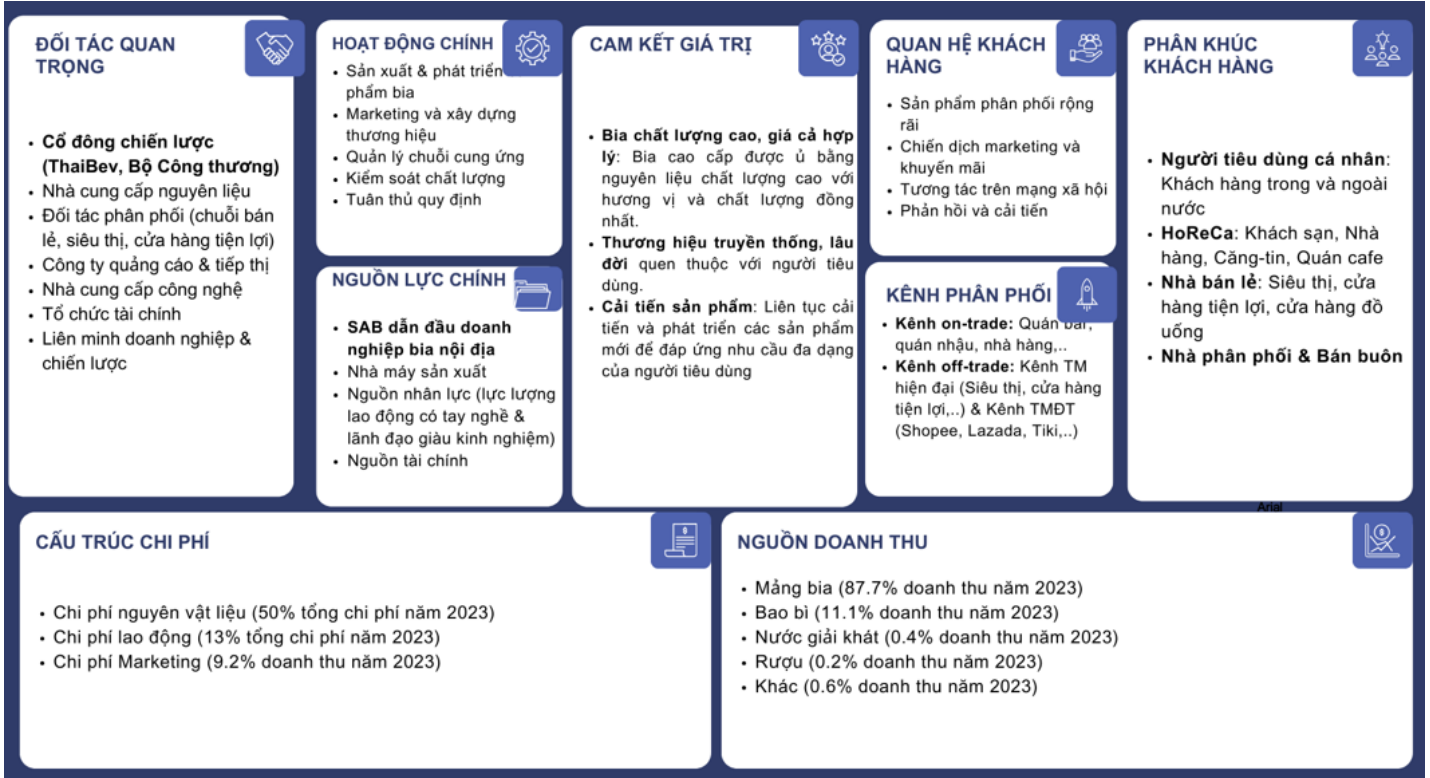
Hình 26: Danh mục sản phẩm của SAB



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Mô hình kinh doanh của SAB

Hình 27: Mô hình kinh doanh của SAB



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

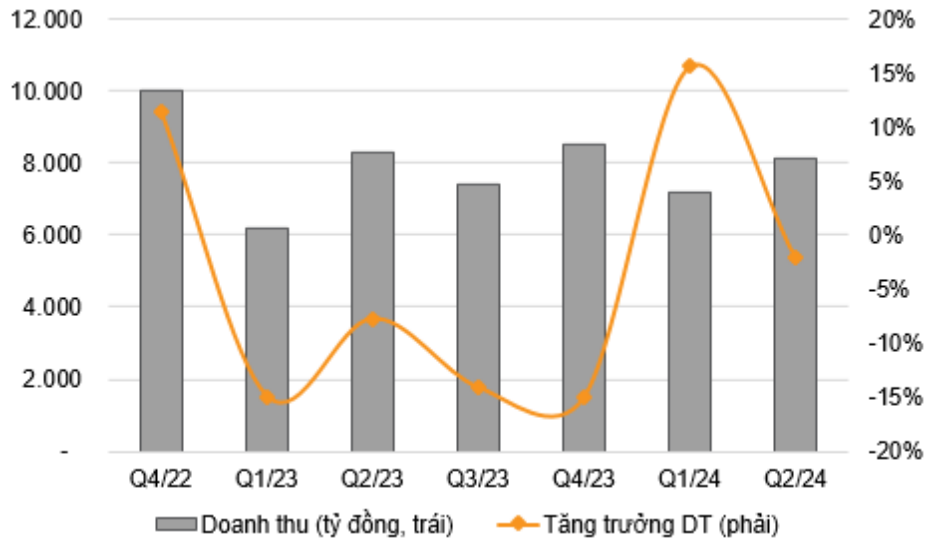
SAB tập trung vào mảng bia nội địa

Doanh thu của SAB chủ yếu đến từ mảng bia (87%), trong đó thị trường nội địa đóng góp 90% doanh thu bia. Hiện tại, Sabeco chỉ xuất khẩu bia để phục vụ đối tác và chưa có kế hoạch mở rộng ra thị trường quốc tế trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng lý do SAB chưa mở rộng sang thị trường xuất khẩu do:

- DN tập trung củng cố vị thế dẫn đầu và nâng cao hình ảnh thương hiệu trong nước trước khi xuất khẩu.
- Thị trường bia quốc tế cạnh tranh gay gắt, được thống trị bởi nhiều thương hiệu lớn. Do đó, Sabeco cần thời gian để nâng cao chất lượng sản phẩm và xây dựng thương hiệu quốc tế vững mạnh trước khi gia nhập vào thị trường xuất khẩu.

Do đó, chúng tôi cho rằng SAB chủ yếu phụ thuộc vào thị trường nội địa nên khi nhu cầu bia tại Việt Nam sụt giảm kể từ Q4/22, dẫn đến doanh thu của SAB giảm.

Hình 28: Doanh thu của SAB tiếp tục đà giảm trong Q2/24



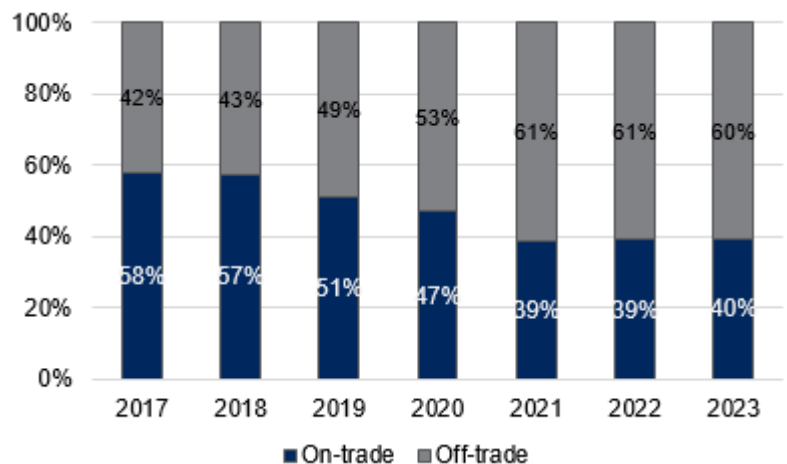
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Chiến lược kênh phân phối linh hoạt trong bối cảnh khó khăn bủa vây toàn ngành

Sabeco có 11 công ty thương mại chuyên phân phối sản phẩm trái dài từ Bắc vào Nam, điều này giúp SAB sở hữu mạng lưới phân phối bia lớn nhất cả nước. Kênh phân phối chính của SAB bao gồm kênh on-trade (nhà hàng, quán nhậu) và kênh off-trade (cửa hàng bán lẻ, siêu thị).

Trước năm 2020, SAB chủ yếu phân phối bia qua kênh on-trade. Tuy nhiên, do tác động của ND100 và dịch Covid-19 khiến người tiêu dùng chuyển sang tiêu thụ bia qua kênh off-trade. Do đó, tỷ trọng sản lượng bia SAB bán qua kênh off-trade tăng mạnh trong giai đoạn 2019-23. Chúng tôi cho rằng chiến lược này giúp SAB thích ứng với các quy định ngày càng nghiêm ngặt của Nghị định 100.

Hình 29: Tỷ trọng sản lượng bia qua kênh off-trade tăng mạnh trong năm 2019-23



Nguồn: Euromonitor, VNDIRECT RESEARCH

Biến động thị trường hàng hóa thế giới ảnh hưởng đến KQKD của SAB

Chi phí sản xuất bia chiếm hơn 63,7% tổng chi phí của Sabeco. Nguyên liệu chính để sản xuất bia bao gồm lúa mạch, bao bì (nhôm), gạo, hoa bia, men và các nguyên liệu khác. Trong đó, lúa mạch và bao bì (nhôm) chiếm lần lượt 34%

và 20% chi phí sản xuất bia của SAB. Lúa mạch và nhôm được nhập khẩu từ Úc và Trung Quốc do sản xuất nội địa hạn chế nên chi phí đầu vào của SAB chịu ảnh hưởng mạnh bởi biến động giá hàng hóa toàn cầu.

Giá nhôm toàn cầu năm 2024/25 dự kiến tăng 2%/4% svck, chủ yếu nhờ vào nhu cầu nhôm ngày càng tăng trong khi nguồn cung ổn định, theo [báo cáo](#) của Ngân hàng Thế giới. Ngược lại, giá các mặt hàng nông sản, bao gồm lúa mạch, được dự báo sẽ giảm mạnh trong giai đoạn 2024-25 do nguồn cung lúa mạch được cải thiện.

Hình 30: Cơ cấu chi phí sản xuất bia của SAB năm 2023



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Thai Beverage Public Company Limited

SAB là một phần của hệ sinh thái ThaiBev, một trong những DN sản xuất rượu bia lớn nhất châu Á. ThaiBev sử dụng ước tính từ 6-8 triệu tấn nguyên liệu thô mỗi năm để sản xuất bia, cao gấp ba lần so với Sabeco. Nhằm giảm thiểu rủi ro, SAB đã hợp tác với ThaiBev để cùng mua nguyên liệu đầu vào và thường chốt giá nguyên liệu đầu vào cho năm sản xuất tiếp theo trước khoảng 6 – 9 tháng. Do đó, chúng tôi cho rằng bằng cách tận dụng lợi thế sản xuất quy mô lớn của ThaiBev, SAB có thể tiếp cận nguồn nguyên liệu với giá cả ổn định và thấp hơn.

Thai Beverage Public Company Limited (“ThaiBev”) là nhà sản xuất và phân phối đồ uống hàng đầu Đông Nam Á và là công ty lớn nhất tại Thái Lan. Tầm nhìn của công ty là trở thành DN dẫn đầu phát triển ổn định và bền vững trong lĩnh vực đồ uống và thực phẩm tại khu vực ASEAN. Được thành lập vào năm 2003, có trụ sở chính tại Bangkok, Thái Lan, ThaiBev chuyên sản xuất và phân phối nhiều loại sản phẩm đồ uống đa dạng, bao gồm bia, rượu mạnh, rượu vang và nước giải khát.

ThaiBev đã xây dựng một mạng lưới phân phối rộng khắp và liên tục mở rộng sang các thị trường quốc tế. Tập đoàn sở hữu nhiều nhà máy sản xuất và trung tâm phân phối tại nhiều quốc gia, bao gồm Myanmar, Singapore và Việt Nam. Hiện tại, ThaiBev nắm giữ 53,59% cổ phần tại Tổng công ty Bia-Rượu-Nước giải khát Sài Gòn (“SABECO”), một trong những nhà sản xuất bia hàng đầu tại Việt Nam, đưa tập đoàn trở thành nhà sản xuất bia lớn nhất Đông Nam Á (tính theo sản lượng).

Hình 31: Báo cáo KQKD của ThaiBev (đơn vị: triệu USD)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DT thuần	5.503	7.104	8.442	8.129	7.695	7.950	7.990
svck	-1,9%	29,1%	18,8%	-3,7%	-5,3%	3,3%	0,5%
Giá vốn hàng bán	3.820	5.038	5.998	5.728	5.408	5.601	5.620
svck	-1,8%	31,9%	19,0%	-4,5%	-5,6%	3,6%	0,3%
LN gộp	1.683	2.066	2.444	2.401	2.287	2.348	2.371
Chi phí BH&QLDN	886	1.270	1.386	1.257	1.205	912	1.333
svck	4,7%	43,4%	9,1%	-9,3%	-4,2%	-24,3%	46,1%
Thu nhập tài chính t	(27)	(132)	(190)	(180)	(175)	(136)	(123)
svck	-18,1%	384,9%	43,9%	-4,8%	-3,3%	-22,0%	-9,4%
LNTT	1.153	746	989	1.056	1.023	1.166	1.042
LN ròng	999	555	735	730	788	879	785
Biên LN gộp	30,6%	29,1%	28,9%	29,5%	29,7%	29,5%	29,7%
svck		-1,5% pts	-0,1% pts	0,6% pts	0,2% pts	-0,2% pts	0,1% pts
Biên LN ròng	18,2%	7,8%	8,7%	9,0%	10,2%	11,1%	9,8%
svck		-10,4% pts	0,9% pts	0,3% pts	1,3% pts	0,8% pts	-1,2% pts

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Phân tích tài chính và chiến lược kinh doanh

Phân tích tài chính

Hình 32: KQKD của SAB

	2019	2020	2021	2022	2023	6T23	6T24	Chú thích
KQKD (tỷ đồng)								
DT thuần	38.134	28.136	26.578	35.236	30.707	14.526	15.270	Năm 2019-2023, sản lượng tiêu thụ bia giảm dần do nhu cầu yếu trong bối cảnh dịch Covid-19, suy thoái kinh tế và các quy định nghiêm ngặt hơn về sử dụng rượu bia.
svck	5,8%	-26,2%	-5,5%	32,6%	-12,9%	-11,0%	5,1%	
LN gộp	9.785	8.675	7.813	11.028	9.337	4.403	4.540	SAB đã tăng cường các hoạt động marketing nhằm triển khai các chiến lược tài định vi thương hiệu và bảo vệ thị phần của mình trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt.
svck	19,6%	-11,3%	-9,9%	41,1%	-15,3%	-16,3%	3,1%	
Chi phí bán hàng	3.003	2.859	3.500	4.532	4.479	2.028	1.744	
% DT	7,9%	10,2%	13,2%	12,9%	14,6%	14,0%	11,4%	
Chi phí QLDN	1.048	702	598	741	801	382	385	
% DT	2,7%	2,5%	2,2%	2,1%	2,6%	2,6%	2,5%	
Thu nhập tài chính ròng	852	911	1.071	1.045	1.382	674	528	
svck	43,2%	6,8%	17,6%	-2,4%	32,3%	51,5%	-21,7%	
% LNNT	13%	15%	22%	15%	26%	24%	18%	
LNNT	6.686	6.112	4.857	6.813	5.370	2.777	2.937	
LN ròng	5.370	4.937	3.929	5.500	4.255	2.127	2.245	
svck	22,0%	-8,1%	-20,4%	40,0%	-22,6%	-25,1%	5,6%	
Chỉ số tài chính								Trong năm 2019-23, biên LN gộp cải thiện 4,8 điểm % nhờ giá bán bia tăng để bù đắp cho chi phí nguyên liệu đầu vào tăng và biên lợi nhuận cao hơn của bia cao cấp.
Biên LN gộp	25,7%	30,8%	29,4%	31,3%	30,4%	30,3%	29,7%	
Biên EBIT	15,0%	18,2%	14,0%	16,3%	13,2%	13,7%	15,8%	
Biên LN ròng	14,1%	17,5%	14,8%	15,6%	13,9%	14,6%	14,7%	
ROA	19,9%	18,0%	12,9%	16,0%	12,5%	3,3%	3,4%	
ROE	26,7%	23,3%	17,4%	22,4%	16,7%	4,2%	4,4%	

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu sụt giảm trong khi biên lợi nhuận gộp tăng trong 5 năm qua

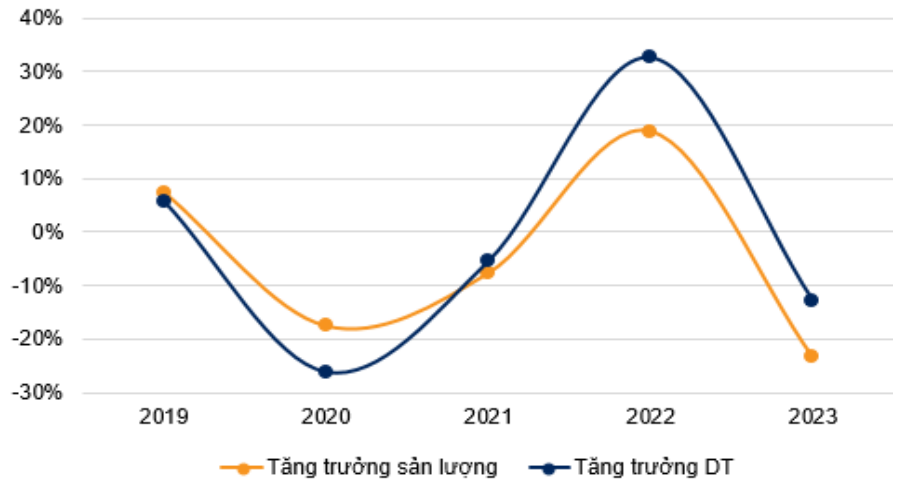
Do ảnh hưởng nặng nề của dịch Covid, doanh thu của SAB trong năm 2019-2021 giảm mạnh 30,3% và bắt đầu phục hồi vào năm 2022.

Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu bia của SAB giảm tốc do ảnh hưởng của 1) Nghị định 100 và 2) giá bán bia bình quân tăng mạnh. Kể từ khi chính phủ bắt đầu thực hiện Nghị định 100 vào năm 2020, sản lượng bán bia của SAB giảm mạnh 30,7% trong năm 2019-23. Do đó, chúng tôi tin rằng trong bối cảnh chính phủ quyết tâm siết chặt luật cấm người tham gia giao thông sử dụng rượu bia, xu hướng giảm này sẽ diễn ra trong ngắn hạn khi người tiêu dùng dần thích nghi với Nghị định 100 (Hình 16).

SAB đã liên tục tăng giá bán bia bình quân khoảng 19,0% trong giai đoạn 2019-23 nhờ chi phí đầu vào chính bao gồm giá nhôm và lúa mạch tăng mạnh và đạt đỉnh vào năm 2022 trong bối cảnh đứt gãy chuỗi cung ứng nguyên liệu và hạn chế về nguồn cung do Covid-19 gây ra. Ngoài ra, giá bán bia bình quân (ASP) cũng tăng nhờ nâng tỷ trọng đóng góp của sản phẩm bia cao cấp (chúng tôi ước tính giá bia cao cấp bình quân của SAB cao hơn 56,8% so với phân khúc phổ thông).

Trong 6T 2024, doanh thu của SAB tăng 15,6% svck lên 15.270 tỷ đồng nhờ giá bán bia tăng. Theo ban lãnh đạo, SAB hưởng lợi từ việc giá bia tăng kể từ T6/2023. Trong khi đó, chúng tôi ước tính sản lượng bia bán ra của công ty giảm nhẹ 2% svck do nhu cầu tiêu thụ phục hồi chậm cũng như việc thực hiện nghiêm ngặt quy định về nồng độ cồn khi tham gia giao thông.

Hình 33: Sản lượng bia bán ra giảm mạnh dẫn đến doanh thu giảm

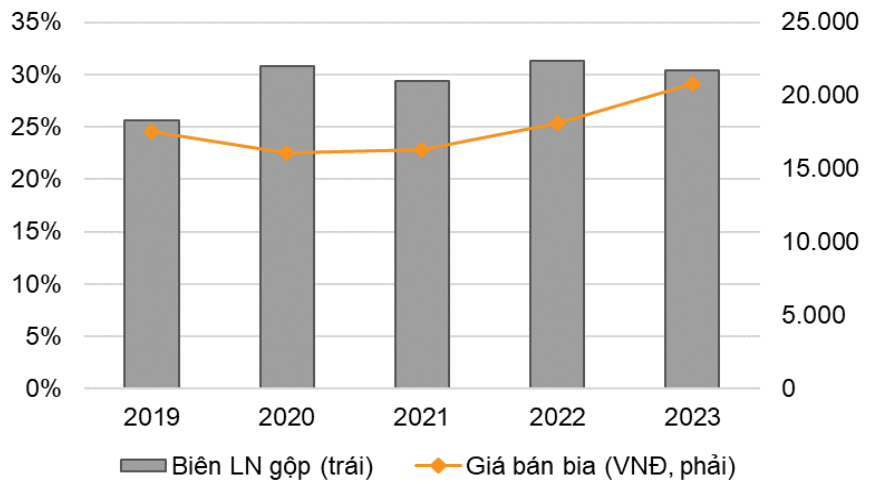


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Biên LN gộp của SAB tăng 4,8 điểm % lên 30,4% trong năm 2019-23 bất chấp chuỗi cung ứng bị gián đoạn do Covid-19 và xung đột Nga - Ukraine. Chúng tôi cho rằng biên LN gộp cải thiện của doanh nghiệp nhờ giá bán bia tăng giá 19% nhằm bù đắp chi phí đầu vào tăng và SAB mở rộng sang phân khúc bia cao cấp có biên lợi nhuận cao (giải thích như trên) trong năm 2019-23.

Trong 6T24, biên LN gộp của SAB duy trì ở mức ổn định khoảng 30,0% sv 6T23 nhờ 1) SAB hưởng lợi từ giá bán bia tăng kể từ T6/2023 và 2) chi phí nhôm giảm nhẹ (ước tính giảm 4,0% svck) bù đắp cho chi phí lúa mạch tăng.

Hình 34: Biên LN gộp của SAB cải thiện trong năm 2019-23



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

EBIT và LN ròng giảm trong giai đoạn 2019-23. Biên LN ròng giảm 0,2 điểm % xuống còn 13,9% do tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT tăng mạnh từ 6,6% lên 11,8% nhằm đẩy mạnh hoạt động marketing trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt giữa các thương hiệu trong vòng 5 năm.

Thu nhập tài chính ròng của SAB giảm 21,7% svck trong 6T/2024 do lãi suất giảm kéo theo tỷ lệ thu nhập tài chính ròng/LNTT giảm từ 24% xuống còn 18%. Ngoài ra, nhờ tối ưu hoạt động marketing, tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT trong 6T24 giảm 2,7 điểm % svck, dẫn đến LN ròng 6T24 tăng 5,6% svck lên 2.245 tỷ đồng.

ROE và ROA giảm mạnh lần lượt 10,1/7,4 điểm % trong giai đoạn 2019-23. Nguyên nhân do (1) trong 5 năm qua, tiền & đầu tư ngắn hạn của SAB tăng mạnh 38% trong khi doanh số bán bia giảm do ảnh hưởng của dịch Covid và cạnh tranh gay gắt từ DN cùng ngành (2) Chi phí marketing tăng cùng với chiến lược giá nhằm bảo vệ thị phần khiến LN ròng của SAB tăng trưởng âm 5,7%/năm.

Sức khỏe tài chính lành mạnh & Cổ tức tiền mặt hấp dẫn

Kể từ năm 2019, vay nợ của SAB giảm dần, dẫn đến chi phí lãi vay giảm dần. Ngoài ra, hệ số thanh toán nhanh của công ty đã cải thiện từ 2,8 lên 2,9, cho thấy SAB có thể đảm bảo thanh toán ngắn hạn.

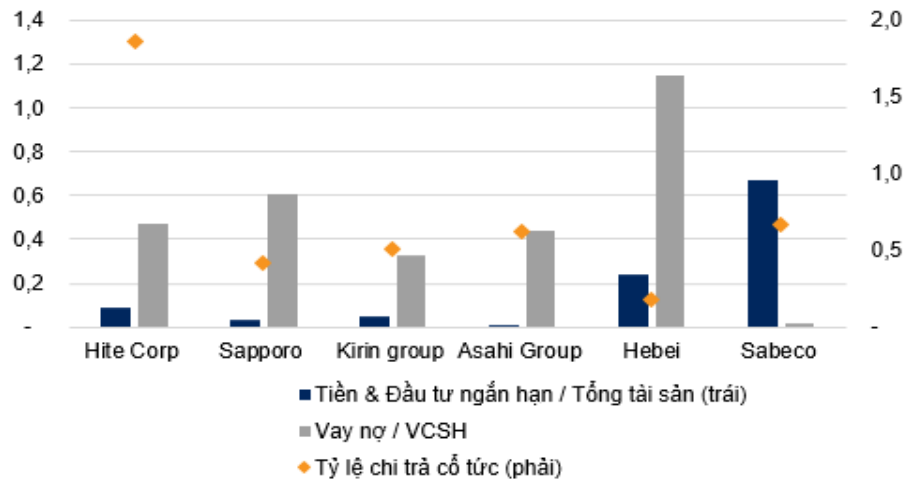
Tiền và các khoản tương đương tiền vẫn duy trì ở mức cao; các khoản đầu tư ngắn hạn cũng có xu hướng tăng trong nhiều năm qua và đã đạt mức kỷ lục 19.411 tỷ đồng vào năm 2022. Do đó, SAB ghi nhận thu nhập lãi vay đạt 1.382 tỷ đồng, tương đương 26% lợi nhuận trước thuế, bù đắp cho sự sụt giảm từ hoạt động kinh doanh cốt lõi trong năm 2023.

Hình 35: Bảng cân đối kế toán năm 2019-23

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	Chú thích
Tiền	4.467	4.116	2.726	3.606	4.069	Lượng tiền mặt lớn chiếm 10% Tổng tài sản nhờ DN ít có dự án đầu tư mới và khả năng chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp tốt giúp số ngày phải thu có xu hướng tăng
Đầu tư ngắn hạn	12.393	14.547	16.991	19.411	17.741	
Số ngày phải thu	6	8	7	7	13	
Số ngày HTK	25	19	19	19	16	Số ngày HTK giảm do (1) Quản lý chuỗi cung ứng linh hoạt (2) Cải thiện quy trình sản xuất (3) Chính sách khuyến mãi và hỗ trợ nhà phân phối giúp thúc đẩy tiêu thụ, giảm HTK
Số ngày phải trả	14	19	20	19	22	
Capex	856	484	590	175	59	
Khấu hao	564	576	530	530	533	SAB đầu tư nâng công suất sản xuất nhà máy bia Quảng Ngãi và xây dựng hệ thống năng lượng mặt trời dẫn đến chi phí CapEx tăng mạnh
Tài sản cố định	4.051	3.960	4.020	3.665	3.191	
Vay nợ trên VCSH	5%	5%	3%	4%	3%	Hệ số khả năng thanh toán nhanh cải thiện, cho thấy SAB đảm bảo được thanh toán ngắn hạn. Ngoài ra, doanh nghiệp giảm hệ số nợ, điều này giúp cho khả năng thanh toán lãi vay tăng mạnh
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4	
Tỷ số thanh toán hiện hành	3,1	3,8	3,2	2,9	3,2	
Tỷ số thanh toán nhanh	2,8	3,5	2,9	2,7	2,9	
Khả năng thanh toán lãi vay	153	80	76	126	81	

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 36: SAB có tỷ lệ nợ thấp so với các công ty bia rượu khác ở châu Á vào năm 2023



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

So với các công ty rượu bia khác tại Châu Á năm 2023, SAB có tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt hàng năm cao nhờ tiền mặt dồi dào và ít đầu tư dự án mới. Năm 2023, tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt là 83% và công ty cũng trả cổ tức bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 1:1 nhằm tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu.

Năm 2024-25, chúng tôi dự kiến SAB sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt 3.500 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi hy vọng rằng với tình hình tài chính vững mạnh và kết quả kinh doanh khả quan, SAB sẽ duy trì chính sách cổ tức hấp dẫn này trong tương lai.

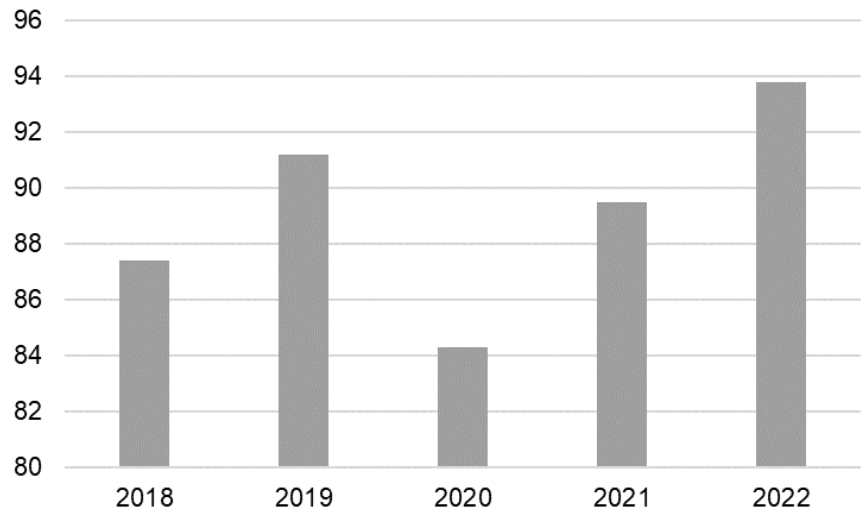
Chiến lược kinh doanh

Đa dạng hóa sản phẩm nhằm phục vụ nhiều đối tượng khách hàng

Sabeco có danh mục sản phẩm đa dạng so với các DN cùng ngành với 8 sản phẩm bia (3 dòng bia cao cấp & 5 dòng bia phổ thông), 6 sản phẩm rượu và 5 loại nước giải khát. Trong khi đó, hầu hết các công ty bia tại Việt Nam đều tập trung vào các sản phẩm bia, ngoại trừ Habeco phát triển thêm sản phẩm nước uống. Danh mục sản phẩm đa dạng giúp SAB có thể đáp ứng nhu cầu khác nhau của người tiêu dùng, từ những người có thu nhập thấp tìm kiếm các lựa chọn giá cả bình dân như Bia 333, Saigon Lager đến những người muốn trải nghiệm cao cấp với Saigon Gold. Từ năm 2019-23, SAB đã liên tục tung ra các sản phẩm mới bao gồm Bia Saigon Chill, Bia Lạc Việt và Bia Saigon Export Premium.

Nhìn chung, chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm của SAB đã giúp công ty này giữ vững vị trí trong top 10 công ty đồ uống có cồn uy tín nhất Việt Nam trong giai đoạn 2019-23. Ngoài ra, số lượt mua bia Sabeco tăng mạnh từ 87,4 triệu lượt mua vào năm 2018 lên 93,8 triệu lượt mua vào năm 2022. Do đó, chúng tôi tin rằng việc SAB liên tục mở rộng danh mục sản phẩm là một chiến lược dài hạn nhằm củng cố thương hiệu Sabeco trong tâm trí người tiêu dùng và đáp ứng nhu cầu ngày càng đa dạng trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt cùng với sự xuất hiện của nhiều thương hiệu bia.

Hình 37: Sabeco là thương hiệu bia được mua nhiều nhất tại Việt Nam, với số lượt mua trung bình trên 87 triệu lượt trong năm 2018-22 (đv: triệu lượt mua)



Nguồn: Brand FootPrint, VNDIRECT RESEARCH

Tái định vị thương hiệu để thâm nhập vào phân khúc cao cấp

Bia cao cấp thường được sử dụng tại những không gian sang trọng như nhà hàng cao cấp, quán bar, lounge và khách sạn, nơi thu hút nhiều khách hàng có thu nhập cao. Các thương hiệu như Heineken, Tiger và Budweiser chủ yếu phân phối bia tại những địa điểm này, từ đó tăng cường mở rộng độ phủ cũng như củng cố vị thế của doanh nghiệp tại các nhà hàng, khách sạn và quán bar sang trọng này. Trong khi đó, Sabeco không phải là lựa chọn hàng đầu tại các không gian sang trọng do SAB chủ yếu được biết đến tại phân khúc phổ thông. Vì vậy, độ phủ của Sabeco tại những địa điểm này thường thấp hơn so với các thương hiệu cao cấp khác.

Trong năm 2019-23, SAB đã thay đổi logo và làm mới bao bì của sản phẩm. Đây là một phần trong chiến lược dài hạn của DN nhằm hướng tới nhóm người tiêu dùng trẻ năng động (Thế hệ X và Thế hệ Z đang định hình xu hướng hiện tại) và dễ dàng tiếp cận khách hàng ở các không gian sang trọng, cao cấp. Tuy nhiên, diện mạo mới của công ty chưa thực sự đột phá, khiến Sabeco vẫn chưa thoát khỏi hình ảnh thương hiệu bia phân khúc phổ thông (Hình 20).

Hình 38: Sabeco thay đổi logo mới cho thương hiệu



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

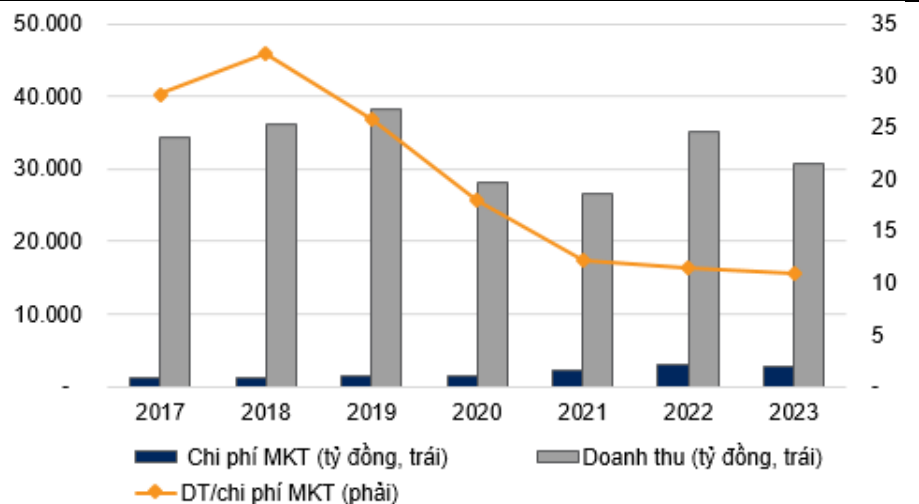
SAB là một trong số các công ty FMCG đầu tư nhiều nhất vào hoạt động marketing do đặc thù của ngành bia (người tiêu dùng Việt Nam ưa chuộng các

thương hiệu quen thuộc, dẫn đến các DN phải đầu tư rất nhiều cho hoạt động marketing nhằm thu hút và giữ chân khách hàng). Trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng yếu do ảnh hưởng của Covid-19, lạm phát và suy thoái kinh tế, SAB đã tăng cường nhận diện thương hiệu với chi phí marketing tăng là 17,5%/năm trong giai đoạn 2019-23. Chúng tôi nhận thấy Sabeco đã triển khai các hoạt động, bao gồm:

- Hiện diện mạnh mẽ tại các kênh off-trade: SAB đã tận dụng 200.000 điểm bán hàng tại Việt Nam để quảng bá thương hiệu và mở cửa hàng chính thức trên các nền tảng thương mại điện tử như Tiki, Lazada và Shopee.
- Tổ chức đào tạo nhân viên bán hàng.
- Tăng cường độ phủ tại thành phố lớn thông qua các dự án như “Project streer light”: Công ty đầu tư hệ thống biển hiệu đèn đường mang thương hiệu tại các thành phố lớn từ Bắc vào Nam.
- Tài trợ và tổ chức các sự kiện nhằm tăng kết nối với người tiêu dùng như “Lên cùng Việt Nam”, “Tiếp sức Việt Nam”, “Đêm Sài Gòn”, v.v.

Mặc dù chi phí marketing của SAB liên tục tăng trong những năm gần đây và giúp DN tăng nhẹ thị phần nhưng chúng tôi cho rằng hiệu quả marketing chưa cao, với tỷ lệ DT/marketing giảm từ 25,8 năm 2019 xuống còn 10,9 năm 2023.

Hình 39: Hiệu quả hoạt động marketing của SAB chưa tương xứng với chi phí



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng năm 2024-25

Dự phóng năm 2024-25

Hình 40: Dự phóng KQKD của SAB trong năm 2024-25

Tý đồng	2023	svck	2024	svck	2025	svck	Chú thích
DT thuần	30.707	-12,9%	31.830	3,7%	33.430	5,0%	Năm 2024-25: doanh số bán bia dự kiến tăng 2,1%/5,0% svck nhờ: 1) nhu cầu bia trong nước phục hồi chậm hơn dự kiến; và 2) với lợi thế dẫn đầu của Sabeco trong phân khúc bia phổ thông, SAB sẽ được hưởng lợi từ xu hướng tiêu dùng bia bình dân.
- Bia	26.923	-12,0%	27.908	3,7%	29.311	5,0%	
- Bao bì	3.419	-19,2%	3.544	3,7%	3.820	7,8%	
- Nước giải khát	121	-29,2%	125	3,7%	132	5,0%	
- Rượu	51	-10,5%	53	3,7%	55	4,1%	
- Khác	190	10,5%	197	3,7%	192	-2,4%	
Giá vốn hàng bán	21.370	-11,7%	22.084	3,3%	22.236	0,7%	Chúng tôi kỳ vọng giá bán bia bình quân sẽ tăng 1,5% svck vào năm 2024 do: 1) tăng tỷ trọng phân khúc cao cấp; và 2) chi phí đầu vào tăng vào năm 2024. Năm 2025, giá bán bia dự kiến sẽ đi ngang do sản phẩm có rủi ro thay thế cao.
LN gộp	9.337	-15,3%	9.745	4,4%	11.194	14,9%	
- Bia	9.168	-15,3%	9.565	4,3%	11.004	15,0%	
- Bao bì	(2)	-140,0%	(2)	3,7%	96	-4734,7%	
- Nước giải khát	28	-24,3%	29	3,7%	30	5,0%	
- Rượu	2	-71,4%	2	3,7%	2	-18,2%	
- Khác	143	-5,3%	148	3,7%	141	-4,8%	
Chi phí bán hàng	4.479	-1,2%	4.532	1,2%	4.760	5,0%	
Chi phí QLDN	801	8,1%	830	3,7%	872	5,0%	
Thu nhập tài chính rõ	1.382	32,3%	1.270	-8,1%	1.452	14,3%	
% LNTT	25,7%	10,4%	22,3%	-3,5%	20,2%	-2,1%	
LNTT	5.370	-21,2%	5.700	6,1%	7.186	26,1%	
LN ròng	4.255	-22,6%	4.277	0,5%	5.454	27,5%	
Biên LN gộp	30,4%	-0,9 đ %	30,6%	0,2 đ %	33,5%	2,9 đ %	
Biên LN ròng	13,9%	-1,8 đ %	13,4%	-0,4 đ %	16,3%	2,9 đ %	

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

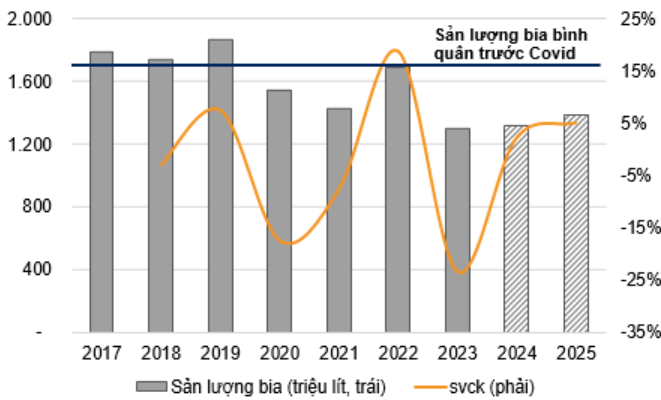
Tăng trưởng doanh thu: bước tiến nhỏ trong bối cảnh khó khăn

Trong năm 2024-25, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán bia của Sabeco sẽ tăng lần lượt 2,1% svck/5,0% svck sau khi giảm mạnh 23,4% vào năm 2023 do (1) nhu cầu bia trong nước phục hồi chậm hơn dự kiến, (2) với lợi thế dẫn đầu của Sabeco trong phân khúc bia phổ thông, SAB sẽ được hưởng lợi từ xu hướng tiêu dùng bia bình dân.

Chúng tôi dự phóng giá bán bia trung bình sẽ tăng 1,5% svck vào năm 2024 nhờ giá bán cao hơn ở phân khúc cao cấp (chúng tôi ước tính giá bán bia tại phân khúc phổ thông thấp hơn 56,8% so với phân khúc cao cấp) và chi phí đầu vào tăng. Năm 2025, chúng tôi tin rằng giá bán bia sẽ đi ngang nhằm duy trì lợi thế cạnh tranh do bia là sản phẩm có rủi ro thay thế cao.

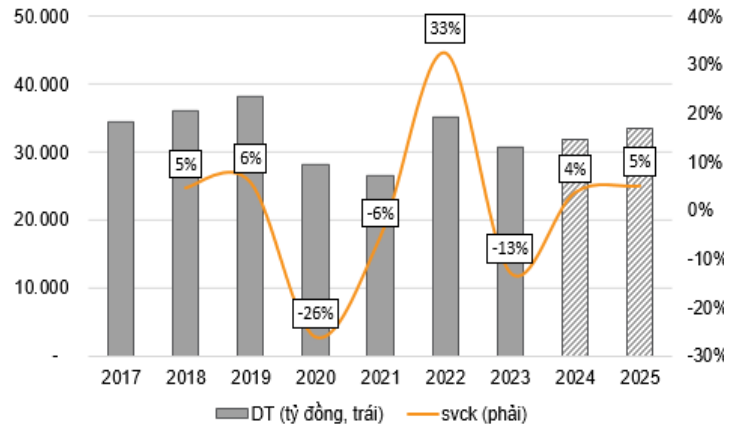
Nhìn chung, trong giai đoạn 2024-25, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của SAB cải thiện lần lượt 3,7%/5,0% svck lên 31.830 tỷ đồng/33.430 tỷ đồng, thấp hơn so với kế hoạch kinh doanh 2024 khoảng 7,5%.

Hình 41: Doanh số bán bia của SAB dự kiến phục hồi từ năm 2024-25 nhưng vẫn thấp hơn so với mức trước dịch Covid



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 42: Doanh thu tăng trưởng nhẹ trong bối cảnh khó khăn bủa vây ngành bia



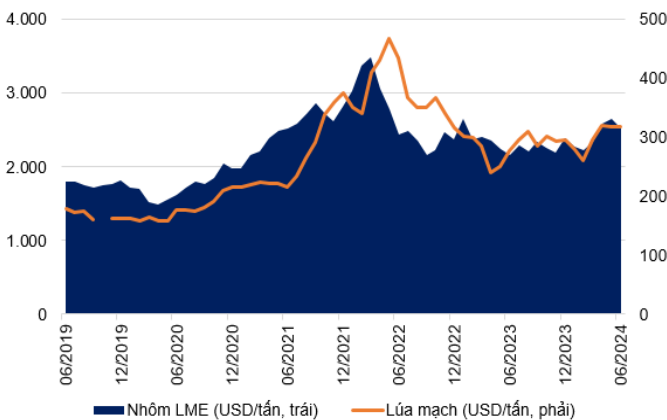
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Biên LN gộp tiếp tục mở rộng

Giá lúa mạch và nhôm (hai nguyên liệu đầu vào chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu sản xuất bia) đạt đỉnh vào năm 2022 và SAB đã chốt giá nguyên liệu đầu vào này cho năm sản xuất 2023-24. Giá nhôm và lúa mạch thế giới trong Q2/24 giảm 6,6%/28,4% so với giá trung bình trong Q2/22. Ngoài ra, công ty có xu hướng chốt giá nguyên liệu đầu vào cho năm sản xuất tiếp theo trước 6-9 tháng, vì vậy chúng tôi kỳ vọng chi phí nguyên liệu đầu vào chính sẽ giảm 1,2% svck vào năm 2025 sau khi tăng khoảng 3,3% svck trong năm 2024.

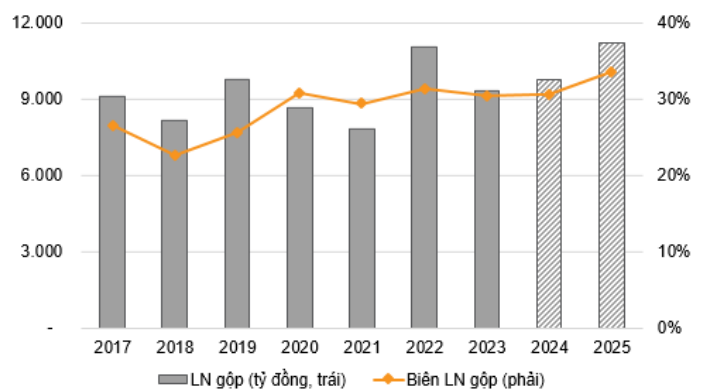
Trong khi đó, chúng tôi dự phóng giá bán bia trung bình tăng 1,5% svck vào năm 2024 và đi ngang vào năm 2025. Do đó, biên LN gộp của SAB dự kiến đi ngang vào năm 2024 trước khi tăng nhẹ 2,9 điểm % vào năm 2025 lên 33,5%.

Hình 43: Giá nhôm và lúa mạch đều giảm trong Q2/24 so với Q2/22



Nguồn: Nasdaq, Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 44: Biên LN gộp của SAB cải thiện 2,9 điểm % trong năm 2025 sau khi đi ngang trong năm 2024



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Lợi nhuận ròng tăng trong năm 2024-25

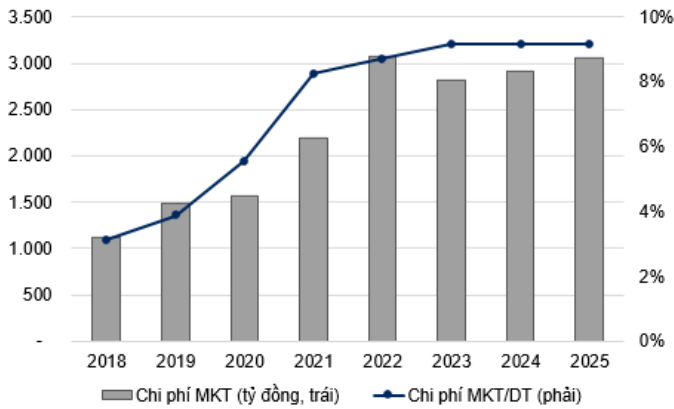
Chúng tôi dự phóng LN ròng tăng lần lượt 0,5%/27,5% svck trong năm 2024/25 lên 4.277 tỷ đồng/5.454 tỷ đồng, dựa trên các giả định sau:

- Doanh thu thuần kỳ vọng tăng 3,7%/5,0% svck trong năm 2024-25 nhờ nhu cầu bia nội địa phục hồi từ cuối 2024 – đầu 2025 và doanh nghiệp

hưởng lợi xu hướng chuyển sang tiêu thụ bia phổ thông trong bối cảnh thu nhập bình quân trên đầu người phục hồi chậm.

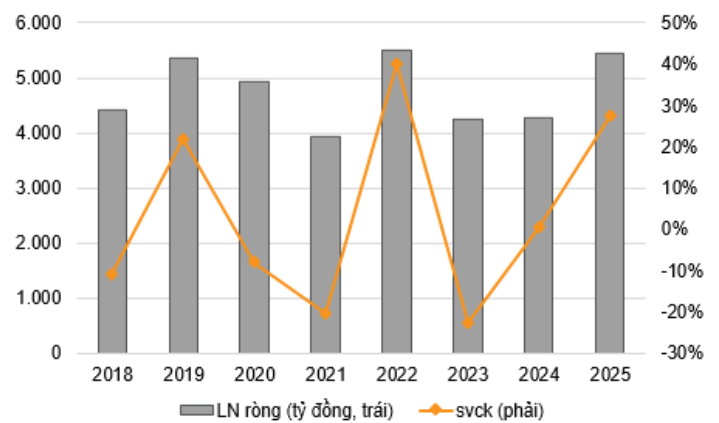
- Chúng tôi cho rằng DN đã chốt giá nguyên liệu đầu vào cho năm 2025 với giá nhôm và lúa mạch giảm 6,6%/28,4% svck. Ngoài ra, chúng tôi kì vọng giá bán bia sẽ đi ngang trong năm 2025 sau khi cải thiện 1,5% svck trong năm 2024 nhằm bù đắp cho chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cũng như tăng tỉ trọng tại phân khúc cao cấp.
- Kì vọng lãi suất tiền gửi sẽ tăng nhẹ từ mức đáy gần đây thêm khoảng 0,5% đến 0,75% vào cuối 2024. Do đó, thu nhập tài chính ròng dự kiến giảm 8,0% trong năm 2024 trước khi tăng mạnh 11,4% lên 1.452 tỷ đồng trong năm 2025.
- Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt giữa các thương hiệu trong và ngoài nữa, chúng tôi tin rằng SAB sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ chi phí marketing/DT ở mức 9,2% trong giai đoạn 2024-25 nhằm bảo vệ thị phần.

Hình 45: Tỷ lệ chi phí marketing/DT sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2024-25 nhằm bảo vệ thị phần



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 46: LN ròng kì vọng tăng trong năm 2024-25



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu là 59.900đ/cp

Chúng tôi kết hợp định giá chiết khấu dòng tiền (WACC= 8,1% và tăng trưởng dài hạn là 0,5%) và phương pháp P/E với tỷ trọng bằng nhau là 50%. Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền dựa trên lãi suất phi rủi ro là 2,79% (lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm tính đến ngày 30/06/2024) và [phần bù rủi ro thị trường](#) là 7,78%.

Chúng tôi chọn P/E mục tiêu cho SAB là 16,6, dựa trên mức chiết khấu 18,6% so với P/E trung ngành trong năm 2024. P/E mục tiêu dựa trên mức chiết khấu so với trung bình ngành do 1) P/E của SAB thấp hơn 22,7% sv mức trung bình ngành trong 3 năm qua (2) ROE 2024 của SAB dự phóng đạt 17,0%, thấp hơn so với trung bình ngành là 21,8%.

Hình 47: Tóm tắt định giá (đv: VND)

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	64.314	50%	32.157
P/E	55.408	50%	27.704
Trung bình			59.861
Giá mục tiêu			59.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 48: Định giá: Phương pháp P/E

LN ròng 2024 (tỷ đồng)	4.277
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.283
EPS 2024 (VNĐ)	335
P/E mục tiêu	16,6
Giá mục tiêu	55.408

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 49: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	38.361
Giá trị hiện tại của doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	39.691
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	78.051
Trừ: Nợ ròng Cộng: Tiền + Đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	4.436
Giá trị vốn (tỷ đồng)	82.487
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	1.283
Giá trị vốn/CP (đồng)	64.314

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 50: Giả định

Giả định	
Beta	0,7
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Chi phí vốn	8,2%
Chi phí nợ	3,2%
Thuế	20,8%
WACC	8,1%

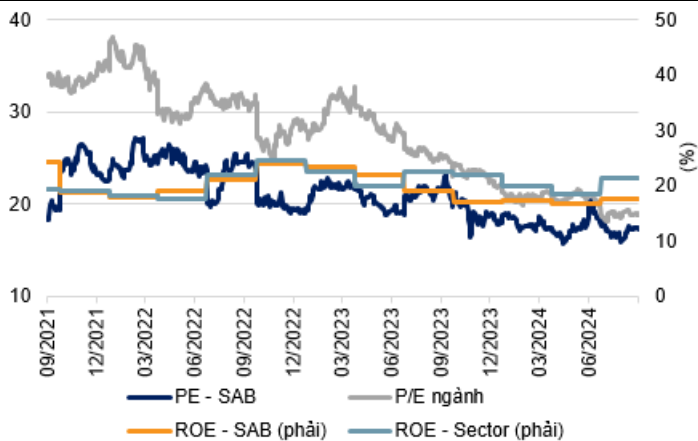
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 51: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

DCF	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
EBIT	4.384	5.562	6.161	7.540	8.937	8.728	8.925	9.146	9.307	9.468
Thuế	(1.184)	(1.492)	(1.625)	(1.931)	(2.242)	(2.191)	(2.238)	(2.290)	(2.329)	(2.369)
Khấu hao	602	630	658	589	596	603	610	617	624	621
Thay đổi vốn lưu động	(362)	(154)	(287)	59	(170)	10	1	(46)	(36)	(27)
CapEx	(560)	(560)	(560)	(140)	(140)	(140)	(140)	(140)	(140)	(140)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	2.880	3.986	4.347	6.117	6.980	7.010	7.158	7.288	7.425	7.552
Giá trị năm cuối mô hình										86.343
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2.665	3.412	3.443	4.483	4.733	4.397	4.154	3.913	3.689	3.472
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình										39.691

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TYS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 52: P/E và ROE của SAB so với ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 53: P/E lịch sử của SAB



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 54: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 25/09/2024)

Cổ phiếu	Quốc gia	Vốn hoá (triệu USD)	Tăng trưởng DT trượt 12T (%)	Tăng trưởng LN ròng trượt 12T (%)	Nợ/VC.SH (%)	ROE (%)		P/E (x)		P/B (x)	
						12T	2024	12T	2024		
600600 CH Equity	Trung Quốc	1.600	5,5	15,0	1,1	16,1	16,3	23,8	22,4	23,8	3,7
HEIM MK Equity	Malaysia	1.370	-7,6	-6,3	31,4	81,7	88,3	18,9	18,3	18,9	15,9
002461 CH Equity	Trung Quốc	19.820	9,1	4,2	17,4	6,4	7,7	28,2	27,0	28,2	1,8
FB PM Equity	Philippines	5.380	5,8	3,8	60,7	21,8	19,3	13,0	13,2	13,0	2,8
600702 CH Equity	Trung Quốc	1.970	16,9	5,1	6,0	26,1	18,2	18,1	17,8	18,1	4,5
000729 CH Equity	Trung Quốc	14.360	7,7	83,0	3,7	4,7	6,8	37,7	34,4	37,7	1,8
2502 JP Equity	Nhật Bản	2.650	10,3	8,3	61,7	7,3	7,9	16,2	14,1	16,2	1,1
2503 JP Equity	Nhật Bản	3.720	7,3	1,5	51,4	10,7	10,2	14,8	16,1	14,8	1,5
Trung vị		3.185	7,5	4,7	24,4	13,4	13,3	18,5	18,1	18,5	2,3
Trung bình		6.358,8	6,9	14,3	29,2	21,8	21,8	21,3	20,4	21,3	4,1
SAB VN Equity	Việt Nam	2.940	-12,9	-21,2	2,8	17,0	17,0	17,0	16,6	17,0	3,3

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 55: Phân tích độ nhạy của chi phí vốn chủ sở hữu và tăng trưởng dài hạn

Tăng trưởng	Chi phí vốn				
	6,2%	7,2%	8,2%	9,2%	10,2%
0,3%	86.200	70.200	59.300	51.400	45.400
0,5%	87.300	71.000	59.900	51.800	45.700
0,8%	88.600	71.800	60.400	52.200	46.000
1,0%	89.900	72.700	61.000	52.600	46.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi đánh giá các yếu tố ảnh hưởng tới giá mục tiêu của cổ phiếu SAB, bao gồm:

Tiềm năng tăng giá: Nhu cầu bia cao hơn dự kiến khi kinh tế và thu nhập phục hồi nhanh hơn dự kiến

Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) Nhu cầu bia yếu hơn dự kiến, 2) Thực thi NĐ100 chặt chẽ hơn và tăng thuế tiêu thụ đặc biệt 3) Chi phí nguyên liệu đầu vào tăng.

Hình 56: Độ nhạy của giá mục tiêu với nhu cầu tiêu thụ bia; giả định các yếu tố khác không đổi (đv: VNĐ)

Tăng trưởng sản lượng bia	-7%	-4%	-1%	2%	5%	8%
Giá mục tiêu	41.500	45.800	51.400	59.900	69.900	84.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 57: Độ nhạy của giá mục tiêu với giá nhôm; giả định các yếu tố khác không đổi (đơn vị: VNĐ)

Tăng trưởng giá nhôm	2%	3%	4%	5%
Giá mục tiêu	59.900	58.900	57.900	56.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 58: Độ nhạy của giá mục tiêu với giá lúa mạch, giả định các yếu tố khác không đổi (đv: VNĐ)

Tăng trưởng giá lúa mạch	4%	5%	6%	7%
Giá mục tiêu	59.900	59.000	58.100	57.200







Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục

Nghị định số 100/2019/NĐ-CP quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực giao thông đường bộ, đường sắt

Chính phủ ban hành Nghị định số 100/2019/NĐ-CP quy định xử phạt hành chính đối với hành vi vi phạm trong lĩnh vực giao thông đường bộ, đường sắt và có hiệu lực thi hành từ ngày 01/01/2020. Điểm đáng chú ý trong nghị định này là người điều khiển phương tiện giao thông (ô tô, xe máy) có nồng độ cồn vượt quá mức quy định sẽ bị phạt tiền hoặc bị tước giấy phép lái xe.

Hình 59: Quy định xử phạt cụ thể đối với người lái xe sử dụng rượu bia

Nồng độ cồn trong máu *	$\leq 0,05\%$	0,05%-0,08%	$\geq 0,08\%$	
Mức tiền phạt (USD)	81,6-122,4	163,2-204	244,8-326,5	
	244,8-326,5	652,9-734,5	1224,2-1632,3	
Tước quyền sử dụng GPLX (tháng)	10-12	16-18	22-24	
				
% Tiền phạt sv thu nhập bình quân	25-38%	51-63%	76-101%	
	76-101%	2023-228%	380-507%	

Nguồn: Thư viện pháp luật, VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo KQKD

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	38.134	28.136	26.578	35.236	30.707	31.830	33.430
Giá vốn hàng bán	(28.348)	(19.460)	(18.765)	(24.208)	(21.370)	(22.084)	(22.236)
LN gộp	9.785	8.675	7.813	11.028	9.337	9.745	11.194
Chi phí QLDN	(1.048)	(702)	(598)	(741)	(801)	(830)	(872)
Chi phí bán hàng	(3.003)	(2.859)	(3.500)	(4.532)	(4.479)	(4.532)	(4.760)
LN hoạt động	5.734	5.114	3.715	5.755	4.057	4.384	5.562
EBITDA	6.298	5.690	4.244	6.285	4.590	4.974	6.181
Khấu hao	(575)	(585)	(540)	(541)	(544)	(602)	(630)
EBIT	6.873	6.275	4.784	6.826	5.134	5.576	6.811
Doanh thu tài chính	890	974	1.120	1.091	1.433	1.344	1.652
Chi phí tài chính	(37)	(64)	(49)	(46)	(50)	(73)	(236)
Thu nhập ròng khác	12	35	77	(16)	(32)	(28)	(29)
Thu nhập từ liên doanh/liên kết	378	267	173	323	232	0	0
LN trước thuế	6.686	6.112	4.857	6.813	5.370	5.700	7.186
Chi phí thuế TNDN	(1.316)	(1.175)	(928)	(1.314)	(1.115)	(1.184)	(1.492)
LN ròng	5.370	4.937	3.929	5.500	4.255	4.277	5.454
LNST của cổ đông không kiểm soát	5.370	4.937	3.929	5.500	4.255	4.277	5.454

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tiền và tương đương tiền	4.116	2.726	3.606	4.069	5.040	5.224	5.487
Đầu tư tài chính ngắn hạn	12.393	14.547	16.991	19.411	17.741	18.390	19.314
Các khoản phải thu ngắn hạn	569	591	468	898	1.229	882	926
Hàng tồn kho	1.967	1.447	1.668	2.194	2.318	2.120	2.187
Tài sản ngắn hạn khác	120	202	143	288	226	222	251
Tổng tài sản ngắn hạn	19.165	19.513	22.877	26.860	26.553	26.838	28.165
Tài sản cố định	4.993	4.903	4.953	4.589	4.114	4.072	4.002
Tổng các khoản đầu tư dài hạn	2.221	2.416	2.166	2.367	2.566	2.564	2.562
Tài sản dài hạn khác	583	542	490	649	823	682	741
Tổng tài sản	26.962	27.375	30.487	34.465	34.057	34.155	35.469
Nợ vay ngắn hạn	561	449	322	659	530	1.573	3.768
Các khoản phải trả ngắn hạn	2.427	1.653	2.400	2.766	2.476	2.541	2.568
Phải trả ngắn hạn khác	3.100	3.071	4.536	5.789	5.218	4.427	4.649
Tổng nợ ngắn hạn	6.088	5.173	7.258	9.214	8.225	8.541	10.985
Nợ vay dài hạn	494	526	341	374	171	247	317
Phải trả dài hạn khác	304	460	293	286	176	182	192
Vốn góp chủ sở hữu	6.413	6.413	6.413	6.413	12.826	12.826	12.826
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	12.392	13.527	14.809	16.727	11.387	11.044	9.812
Vốn chủ sở hữu	18.805	19.940	21.221	23.140	24.212	23.870	22.638
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.271	1.275	1.373	1.451	1.273	1.314	1.339
Tổng nguồn vốn	26.962	27.375	30.487	34.465	34.057	34.155	35.469

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ							
(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
LN trước thuế	6.686	6.112	4.857	6.813	5.370	5.700	7.186
Khấu hao	647	593	557	561	570	602	630
Thuế TNDN đã nộp	(1.399)	(1.039)	(919)	(1.330)	(1.100)	(1.184)	(1.492)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.146)	(1.477)	(1.505)	(1.468)	(1.806)	(482)	(2.058)
Thay đổi vốn lưu động	216	(61)	527	(198)	(1.106)	(362)	(154)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	5.005	4.129	3.518	4.379	1.930	4.274	4.111
Đầu tư TSCĐ	(269)	(367)	(330)	(533)	(273)	(560)	(560)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	5	1	3	4	2	0	0
Các khoản khác	(3.845)	(1.157)	(897)	(1.339)	2.997	(649)	(924)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	1	2	3	4	5	6
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(4.109)	(1.523)	(1.223)	(1.868)	2.726	(1.209)	(1.484)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0	0	0	0	0
Trả vốp góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(111)	(261)	(318)	371	(331)	967	2.125
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	1	2	3	4	5	6
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.137)	(3.734)	(1.096)	(2.419)	(3.354)	(3.848)	(4.489)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(1.247)	(3.995)	(1.414)	(2.048)	(3.685)	(2.881)	(2.364)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	4.467	4.116	2.726	3.607	4.070	5.040	5.225
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(352)	(1.390)	880	463	971	184	263
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	4.116	2.726	3.607	4.070	5.040	5.225	5.487

Các chỉ số cơ bản

Chỉ số định giá	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EPS (VNĐ)	7.477,0	7.145,0	5.556,0	7.983,0	3.132,0	3.334,9	4.252,5
P/E	30,5	27,3	27,4	21,0	20,1	18,3	16,2
1-yr PEG	1,4	(6,2)	(1,2)	0,5	(0,3)	2,8	0,6
EV/EBIT	21,5	20,2	19,4	15,4	14,3	11,5	10,1
EV/EBITDA	19,6	18,4	17,4	14,2	13,0	10,1	12,1
P/S	3,9	4,5	3,7	3,1	2,7	2,3	2,2
P/B	7,8	6,3	4,6	4,6	3,3	3,1	3,0
Tỷ suất cổ tức	1,4%	2,0%	2,1%	2,1%	4,0%	4,9%	5,1%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	21,2%	75,6%	27,9%	44,0%	78,8%	90,0%	82,3%
Chỉ số tăng trưởng (svck)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng doanh thu	5,8%	-26,2%	-5,5%	32,6%	-12,9%	3,7%	5,0%
Tăng trưởng LN gộp	19,6%	-11,3%	-9,9%	41,1%	-15,3%	4,4%	14,9%
Tăng trưởng LN ròng	22,0%	-8,1%	-20,4%	40,0%	-22,6%	0,5%	27,5%
Tăng trưởng EPS	21,7%	-4,4%	-22,2%	43,7%	-60,8%	6,5%	27,5%
Chỉ số sinh lời	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Biên LN gộp	25,7%	30,8%	29,4%	31,3%	30,4%	30,6%	33,5%
Biên EBITDA	16,5%	20,2%	16,0%	17,8%	14,9%	15,6%	18,5%
Biên LN hoạt động	27,9%	34,1%	33,4%	34,3%	34,9%	30,4%	32,8%
Biên LN ròng	14,1%	17,5%	14,8%	15,6%	13,9%	13,4%	16,3%
ROA	19,9%	18,0%	12,9%	16,0%	12,5%	12,5%	15,4%
ROE	26,7%	23,3%	17,4%	22,4%	16,7%	17,0%	22,7%
Chỉ số đòn bẩy	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Khả năng chi trả lãi vay (EBIT/I)	153,5	80,3	76,2	126,4	80,8	60,4	23,6
EBITDA (I+CapEx)	7,0	10,4	6,6	28,5	42,2	7,9	7,8
Nợ/Vốn	3,9%	3,6%	2,2%	3,0%	2,1%	5,3%	11,5%
Nợ/VCSH	5,3%	4,6%	2,9%	4,2%	2,8%	7,2%	17,0%
Nợ vay ròng/VCSH	-15%	-8%	-13%	-12%	-17%	-14%	-6%
Chỉ số thanh khoản	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vòng quay tổng tài sản	1,5	1,0	0,9	1,1	0,9	0,9	1,0
Vòng quay các khoản phải thu	57,2	48,5	50,2	51,6	28,9	30,2	37,0
Số ngày phải thu	6,4	7,5	7,3	7,1	12,6	12,1	9,9
Vòng quay các khoản phải trả	25,5	19,1	18,5	18,7	16,3	17,6	17,4
Số ngày phải trả	14,3	19,1	19,7	19,5	22,4	20,7	21,0
Vòng quay hàng tồn kho	15,0	11,4	12,0	12,5	9,5	10,0	10,3
Số ngày tồn kho	24,3	32,0	30,3	29,1	38,5	36,7	35,3
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,1	3,8	3,2	2,9	3,2	3,1	2,6
Khả năng thanh toán nhanh	2,8	3,5	2,9	2,7	2,9	2,9	2,4

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT	
Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.
Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.	
Khuyến nghị ngành	Định nghĩa:
TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Trần Tiểu Yến – Chuyên viên phân tích

Email: yen.trantieu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>