Ngày 14 tháng 02 năm 2025

Shinhan Securities



TỔNG CTCP BIA – RƯỢU – NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN

[Việt Nam / Thực phẩm và đồ uống]

Mã Bloomberg (SAB VN) | Mã Reuters (SAB.HM)

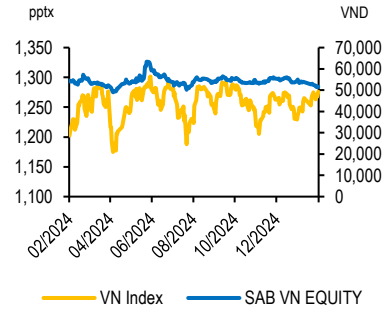
MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng)	**68,600 VND**
Giá hiện tại (14/02/2025)	51,600 VND
Suất sinh lời (%)	32.9%

VNINDEX	1,276
P/E thị trường	10.3
Vốn hóa (tỷ VND)	66,180
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,283
Tự do giao dịch (triệu CP)	134
52-tuần cao/thấp (VND)	69,400/51,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.48
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	27
Sở hữu nước ngoài (%)	60
Cổ đông lớn (%)	CT TNHH Vietnam Beverage 54
	Bộ Công thương 36

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-8.0	-7.4	-10.7
So với VN-Index (%)	-11.6	-11.1	-17.2



Nguồn: Bloomberg

Bước đầu hồi phục

Duy trì khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 68,600 VND

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB) là doanh nghiệp đứng thứ 2 về quy mô sản xuất bia tại Việt Nam với thị phần đạt 34%. SAB đứng đầu về số lượng nhà máy bia (26 nhà máy) với công suất 2.4 tỷ lít/năm, cung cấp các sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Trong năm 2025, chúng tôi kì vọng (1) tiêu thụ bia tiếp tục cải thiện nhờ tiêu dùng nội địa phục hồi và chuyển đổi thói quen từ tiêu thụ tại chỗ (on-trade) sang mua mang về (off-trade) khi Nghị định 100/2019/NĐ-CP phạt vi phạm nồng độ cồn tiếp tục thực thi quyết liệt hơn, (2) SAB tiếp tục duy trì cổ tức ổn định và (3) việc nâng sở hữu tại Sabibeco đem lại lợi thế mở rộng dây chuyền sản xuất. Kết hợp phương pháp định giá FCFF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua SAB với giá mục tiêu ở mức VND 68,600, tương đương với mức sinh lời 32.9%.

Cập nhật KQKD 2024

Quý 4/2024, SAB ghi nhận doanh thu thuần đạt 8,933 tỷ đồng (+4.85% YoY) và LNST đạt 991 tỷ đồng (+2.48% YoY). Biên LN gộp mảng bia (chiếm tới 85% DT thuần Q4) sụt giảm 1% YoY là nguyên nhân khiến biên LN gộp Quý 4 sụt giảm 80 điểm cơ bản so với cùng kỳ 2023.

Tính cả năm 2024, doanh nghiệp ghi nhận DT thuần đạt 31,872 tỷ đồng (+4.63% YoY) và LNST đạt 4,494 tỷ đồng (+5.64% YoY). Nhìn chung, kết quả doanh thu và lợi nhuận cả năm chỉ đạt tương ứng 92.7% và 98.1% kế hoạch năm. Một số khó khăn vẫn còn hiện hữu như (1) tiêu dùng nội địa chưa thực sự phục hồi mạnh mẽ như kỳ vọng, (2) Nghị định 100/2019/NĐ-CP tiếp tục được thực thi mạnh mẽ là các nguyên nhân khiến doanh nghiệp không hoàn thành được kế hoạch năm. Biên lợi nhuận gộp 2024 chỉ đạt 29.2%, giảm 60 điểm cơ bản so với mức 29.8% của năm 2023, trong đó biên lợi nhuận mảng bia giảm còn 32.8% do chi phí nguyên vật liệu tăng.

Triển vọng năm 2025

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2025 đạt 33,807 tỷ đồng (+6.1% YoY) và LNST đạt 4,795 tỷ đồng (+6.7% YoY). Trong đó, chúng tôi dự báo DT mảng bia sẽ đạt 29,635 tỷ đồng, tương ứng mức tăng +6.64% YoY với kỳ vọng tiêu thụ nội địa sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn và kênh Modern trade (MT) tăng trưởng mạnh mẽ, đồng thời kỳ vọng biên LN gộp mảng này sẽ phục hồi lên 33.0% nhờ sử dụng hết tồn kho đại mạch giá thành cao và quản lý chi phí tốt hơn (cải tiến để giảm chi phí sản xuất vỏ lon).

Rủi ro: (1) Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu; (2) Rủi ro tăng thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB); (3) Rủi ro chính sách; (4) Rủi ro tiêu thụ nội địa phục hồi yếu hơn kỳ vọng.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**34,979**	**30,461**	**31,872**	**33,807**	**36,482**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	5,498	3,811	4,437	4,764	5,215
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**5,499**	**4,255**	**4,494**	**4,795**	**5,362**
EPS (VND)	7,980	3,132	3,291	3,520	3,948
BPS (VND)	36,083	18,877	18,152	18,690	19,011
OPM	15.7	12.5	13.9	14.1	14.3
NPM	15.7	14.0	14.1	14.2	14.7
ROE	22.4	16.7	18.39	19.0	20.7
PER (x)	9.0	18.0	17.0	19.0	17.0
PBR (x)	2.1	1.9	3.6	3.8	3.7
EV/EBITDA (x)	14.2	11.0	10.5	10.0	9.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhi Nguyễn

(84-28) 6299-8000
nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật KQKD 2024 và dự phóng 2025

Tỷ đồng	Q4/2024	Q4/2023	Thay đổi (YoY)	2024	Thay đổi (YoY)	2025F	Thay đổi (YoY)
Doanh thu thuần	**8,933**	**8,520**	***4.85%***	**31,872**	**4.63%**	**33,807**	**6.1%**
Mảng bia	7,588	7,280	*4.23%*	27,791	4.17%	29,635	6.6%
Nguyên vật liệu	1,247	1,150	*8.43%*	3,715	8.66%	3,789	2.0%
Nước giải khát	45	34	*32.35%*	163	33.61%	167	2.5%
Khác	53	56	*-5.36%*	203	-16.12%	216	6.4%
Lợi nhuận gộp	**2,499**	**2,456**	***1.75%***	**9,318**	**2.50%**	**9,970**	**7.0%**
Biên lợi nhuận gộp	28.0%	28.8%	*-0.80%*	29.2%	-0.60%	29.5%	0.3%
Mảng bia	32.3%	33.3%	*-1.00%*	32.8%	-0.60%	33.0%	0.2%
Nguyên vật liệu	0.2%	-0.2%	*0.40%*	0.4%	0.50%	0.4%	0.0%
Nước giải khát	31.1%	14.7%	*16.40%*	28.2%	5.20%	22.8%	-5.4%
Khác	66.0%	50.0%	*16.00%*	68.6%	8.70%	63.7%	-4.9%
LNST	**991**	**967**	***2.48%***	**4,494**	**5.64%**	**4,795**	**6.7%**
NPATMI	965	947	*1.90%*	4,330	5.15%	4,622	6.7%
Biên LNST	11.1%	11.3%	*-0.2%*	14.1%	0.1%	14.2%	0.1%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Viet Nam

Sabeco công bố BCTC Quý 4/2024 với DT thuần đạt 8,933 tỷ đồng (+4.85% YoY), trong đó chủ yếu đến từ đóng góp của mảng bia với DT thuần 7,588 tỷ đồng (+4.23% YoY) nhờ hoạt động đẩy mạnh mua sắm để chuẩn bị cho dịp Tết nguyên đán. Trong Q4, biên LN gộp mảng bia đạt 32.3% (giảm so với cùng kỳ là 33.3% và so với quý trước là 32.6%) và biên LN gộp chung đạt 28.0% (giảm 80 điểm cơ bản so với cùng kỳ); khiến LN gộp chỉ tăng 1.75%, thấp hơn mức tăng trưởng doanh thu. LNST Q4/2024 đạt 991 tỷ đồng (+2.48% YoY).

Lũy kế 2024, Sabeco ghi nhận DT thuần cả năm đạt 31,872 tỷ đồng (+4.63% YoY) và LNST 4,494 tỷ đồng (+5.64% YoY), hoàn thành lần lượt 92.7% và 98.1% kế hoạch đặt ra từ đầu năm. Biên LN gộp cả năm giảm 60 điểm cơ bản so với cùng kỳ, tuy nhiên biên LN ròng lại nhích nhẹ 10 điểm cơ bản lên 14.1% nhờ sự bù đắp từ chi phí bán hàng sụt giảm (tỷ lệ chi phí bán hàng/DT thuần giảm từ 14.7% năm 2023 xuống còn 12.7% năm 2024). Tỷ lệ chi phí Quản lý doanh nghiệp/DT thuần duy trì đi ngang ở mức 2.6% trong năm.

Chúng tôi dự phóng DT thuần 2025 đạt 33,807 tỷ đồng (+6.1% YoY) và LNST đạt 4,795 tỷ đồng (+6.7% YoY). Tăng trưởng dự phóng cao hơn so với cùng kỳ do chúng tôi kỳ vọng (1) thị trường tiêu thụ nội địa sẽ phục hồi tốt hơn và (2) đóng góp qua kênh Off-trade channel tăng lên khi người tiêu dùng chuyển dịch thói quen từ tiêu thụ tại chỗ sang mua mang về để thích khi với Nghị định 100. Thực tế, ban lãnh đạo chia sẻ thị phần tăng trong 2024 chủ yếu đến từ kênh MT (phân phối hiện đại). Chúng tôi cũng kỳ vọng biên LN gộp mảng bia 2025 cải thiện lên mức 33.0% nhờ sử dụng hết hàng tồn kho đại mạch giá cao và quản lý chi phí tốt hơn (ban lãnh đạo cho biết sẽ cải tiến để giảm chi phí sản xuất vỏ lon). Tuy nhiên, giá nhôm tăng gần đây là một yếu tố cần quan sát thêm, hiện tại chúng tôi cần đánh giá thêm về xu hướng giá nhôm và sẽ cập nhật vào mô hình định giá trong các báo cáo tiếp theo.

Cập nhật một số thông tin khác:

- Ngày 26/12/2024, Sabeco công bố đã hoàn thành chào mua công khai 37.8 triệu cổ phiếu với giá 22,000 đồng), nâng tỷ lệ sở hữu lên 65.9% và trở thành công ty mẹ của Bia Sài Gòn Bình Tây (Upcom: SBB). Đây là doanh nghiệp được biết đến với dòng bia Sagota, và sở hữu 5 nhà máy với tổng công suất hơn 600 triệu lít/năm. Việc thâu tóm này dự kiến sẽ giúp SAB tăng khả năng mở rộng dây chuyền sản xuất. Công ty sẽ bắt đầu hợp nhất BCTC vào năm 2025.

- Sabeco chia sẻ công ty đã xây dựng được công thức sản xuất dòng bia không cồn. Chuyển dịch sang bia không cồn và ít cồn là một xu hướng đang lên gần đây trong bối cảnh Nghị định 100 ngày càng quyết liệt, tuy nhiên quy mô thị trường cho dòng bia này vẫn còn khá nhỏ. Vì vậy công ty chưa có kế hoạch tung sản phẩm này ra thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Cập nhật khuyến nghị Mua với giá mục tiêu VND 68,600

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng mỗi phương pháp là 50% để định giá SAB. Chúng tôi cập nhật khuyến nghị Mua đối với Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn với giá mục tiêu ở mức VND 68,600, tương ứng với mức tăng 32.9% so với thị giá hiện tại.

Phương pháp định giá

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành với SAB hoạt động trong nước và khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Trung bình P/E của các doanh nghiệp trong thống kê (ngoại trừ SAB) ở mức 19.7x và P/E quá khứ bình quân 5 năm của SAB là 20.4x. Kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2025 ở mức VND 3,520, chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu 12 tháng SAB ở mức VND 70,700.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Mã chứng khoán	Tên doanh nghiệp	P/E	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS (%)	ROA (%)	ROE (%)
002461 CH Equity	GUANGZHOU ZHUJIANG BREWERY-A	25.5	69,515	9.13	4.90	7.70
600132 CH Equity	CHONGQING BREWERY CO-A	20.1	92,074	5.53	7.17	62.11
HEIM MK Equity	HEINEKEN MALAYSIA BHD	17.27	41,871	-7.61	-6.72	112.12
CAB MK Equity	CARLSBERG BREWERY MALAYSIA	18.01	35,157	-6.28	1.40	146.82
MLBI IJ Equity	MULTI BINTANG INDONESIA PT	11.27	19,780	6.66	15.26	88.09
BHN VN Equity	HANOI BEER ALCOHOL & BEVERAGAGE	26.30	8,693	-7.71	-21.52	7.11
	Trung bình	19.7				
	P/E quá khứ bình quân 5 năm của SAB	20.4				
	P/E mục tiêu	20.1				
	EPS 2025F (VND)	3,520				
	Giá mục tiêu (VND)	**70,700**				

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3.1% là lãi suất phi rủi ro, Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử của SAB và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của SAB được định giá ở mức VND 66,400.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	**9.2%**
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.1%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.4%
Beta	0.74
Chi phí nợ (%)	7.0%
Chi phí sử dụng vốn (%)	9.3%
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.01
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	414

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCF của SAB

Đơn vị: tỷ VND	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
LN ròng	4,795	5,362	5,282	5,660	5,774
Cộng: Lãi vay sau thuế	23	28	27	30	31
Cộng: Khấu hao	539	548	539	549	554
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(167)	3	216	(171)	(179)
Trừ: Vốn đầu tư	514	304	347	348	335
Dòng tiền tự do (FCFF)	**5,010**	**5,631**	**5,285**	**6,062**	**6,203**
Tỷ lệ chiết khấu	0.92	0.85	0.77	0.71	0.65
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	21,800				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	43,826				
Giá trị doanh nghiệp	65,626				
Nợ vay	414				
Tiền và tương đương tiền	21,044				
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,155				
Số lượng cổ phiếu (tỷ đơn vị)	1.28				
Giá mục tiêu (VND)	**66,400**				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

1. Rủi ro về giá nguyên vật liệu nhập khẩu tăng

SAB nhập khẩu một số nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất bia như đại mạch, hoa bia, nhôm. Chi phí nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu chiếm khoảng 40% chi phí giá vốn. Các nguyên vật liệu này có thể chịu tác động của nhiều yếu tố vĩ mô như gián đoạn chuỗi cung ứng và chi phí logistic tăng cao do biến động chính trị, giá dầu tăng; cung – cầu nhôm trên thế giới. Để ứng phó về rủi ro biến động mạnh chi phí nguyên vật liệu, SAB có chính sách mua trước nguyên vật liệu chính từ 6-9 tháng.

2. Rủi ro tăng mức thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB)

Thuế TTĐB áp dụng cho bia đang ở mức 65% và rượu ở mức 35-65% tùy mức độ cồn. Bộ Tài chính đã trình dự thảo tăng thuế TTĐB đối với các sản phẩm không có lợi cho sức khỏe như rượu bia, đồ uống có đường,… Dự thảo này sẽ được thông qua tại kỳ họp tháng 5/2025 và bắt đầu áp dụng vào tháng 1/2026. Dự thảo lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt như sau:

Mặt hàng	Thuế suất hiện hành	Phương án 1	Phương án 2
Rượu từ 20 độ trở lên	65%	Tăng từ 70% lên 90% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%)	Tăng từ 80% lên 100% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%)
Rượu dưới 20 độ	35%	Tăng từ 40% lên 60% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%)	Tăng từ 50% lên 70% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%)
Bia	65%	Tăng từ 70% lên 90% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%)	Tăng từ 80% lên 100% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%)
Nước giải khát hàm lượng đường trên 5g/100ml	0%	10%	10%

Nguồn: Chính phủ, Shinhan Securities Vietnam

Trong đó, Chính phủ nghiêng về phương án 2, bởi vì theo phương án này thì giá bán rượu, bia năm 2026 sẽ tăng khoảng 10% so với năm 2025, các năm tiếp theo mỗi năm giá bán sẽ tăng 2-3% so với năm trước để đảm bảo giá sản phẩm tăng tương ứng theo mức độ lạm phát và gia tăng thu nhập.

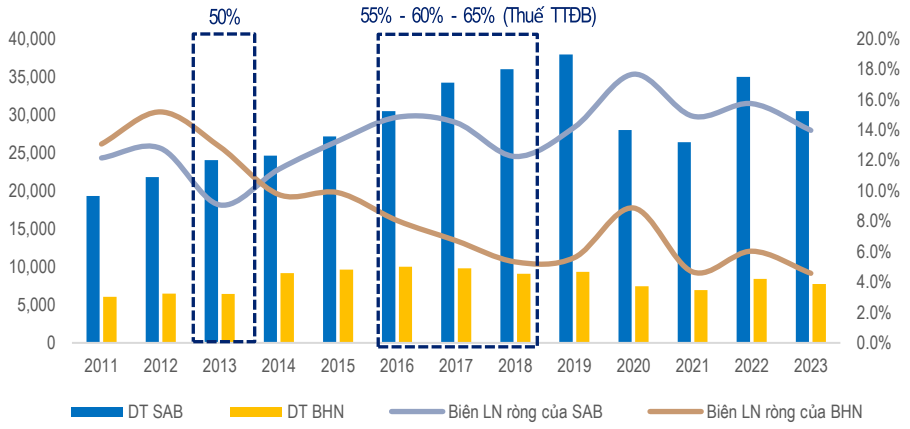
Chúng tôi chưa thể định lượng được tác động của luật thuế mới đối với lợi nhuận các doanh nghiệp trong ngành. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tác động có thể sẽ có trong ngắn hạn, sau đó ngành sẽ quay trở lại tăng trưởng bởi vì ba lý do: (1) Xu hướng tiêu dùng, hành vi tiêu dùng không chỉ chịu tác động bởi giá sản phẩm mà còn có những yếu tố khác như nhân khẩu học, vùng miền, văn hóa; (2) Sabeco sẽ chuyển toàn bộ phần thuế tăng thêm cho người tiêu dùng thông qua tăng giá bán.

Việt Nam đã trải qua 4 lần tăng thuế TTĐB đối với bia. Mức thuế suất áp dụng là 45% ở giai đoạn 2010-2012, sau đó tăng đều lên 50% từ năm 2013, 55% từ năm 2016, 60% từ năm 2017 và 65% từ 2018. Khi nhìn nhận lại những lần tăng thuế TTĐB trước đây, chúng tôi nhận thấy rằng:

(1) Với Sabeco (SAB), doanh thu hầu như không bị ảnh hưởng nhiều bởi việc tăng thuế (loại trừ ảnh hưởng của dịch COVID 2020-2021), trừ DT năm 2014 không tăng trưởng, còn giai đoạn 2016-2018 vẫn tăng với tốc độ lần lượt 12%/12%/5%. Biên lợi nhuận ròng giảm trong các năm tăng thuế và sau đó nhanh chóng hồi phục trở lại.

(2) Bia Hà Nội (BHN) có vẻ như chịu ảnh hưởng nặng hơn từ việc tăng thuế TTĐB. Doanh thu và biên LN đều sụt giảm trong giai đoạn tăng thuế. Một phần cũng đến từ việc BHN dần lép về trong cuộc đua thị phần khi không thể cạnh tranh trong phân khúc trung và cao cấp.

Các giai đoạn tăng thuế TTĐB



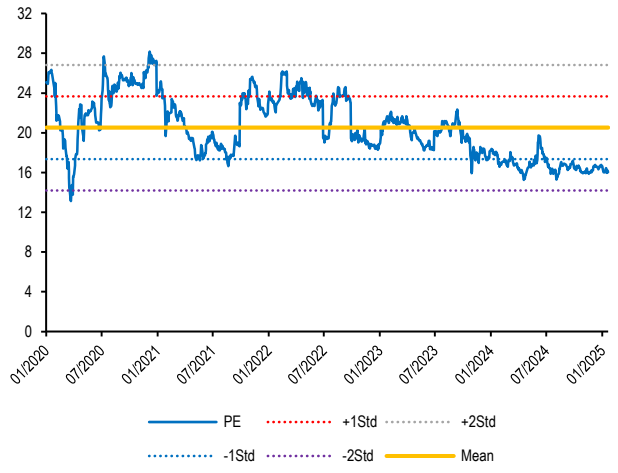
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Rủi ro chính sách

Nhiều chính sách được Nhà nước ban hành nhằm ngăn ngừa ảnh hưởng của tiêu thụ các sản phẩm có cồn quá mức ảnh hưởng lên xã hội, cũng như tiêu thụ cồn ở độ tuổi vị thành niên.

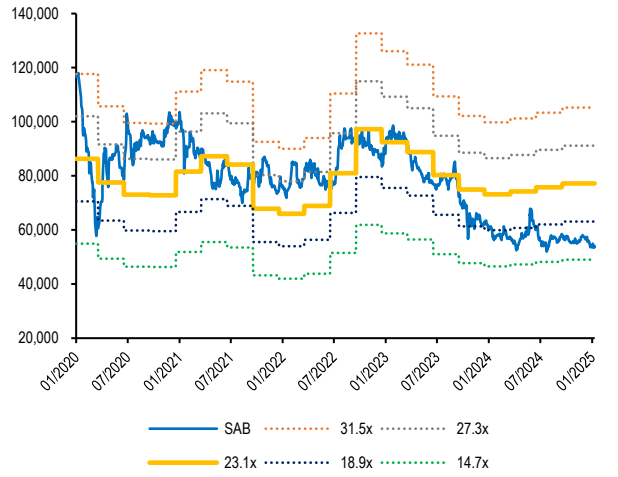
Nghị định 100/2019/NĐ-CP được ban hành vào tháng 12/2019 về phạt vi phạm nồng độ cồn. Sau nghị định, cùng với tác động của dịch Covid, doanh thu SAB năm 2020 giảm 27% so với năm 2019. Lượng tiêu thụ bia tại ở kênh on-trade như nhà hàng, khách sạn, quán ăn giảm; đồng thời, tiêu thụ qua kênh off-trade như thương mại điện tử,… gia tăng. SAB đã đẩy mạnh việc tiêu thụ qua kênh này để bù đắp sự sụt giảm ở kênh on-trade.

PE của SAB từ 2020



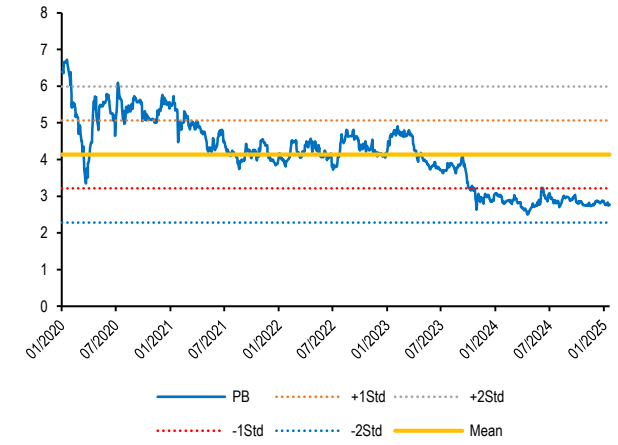
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của SAB



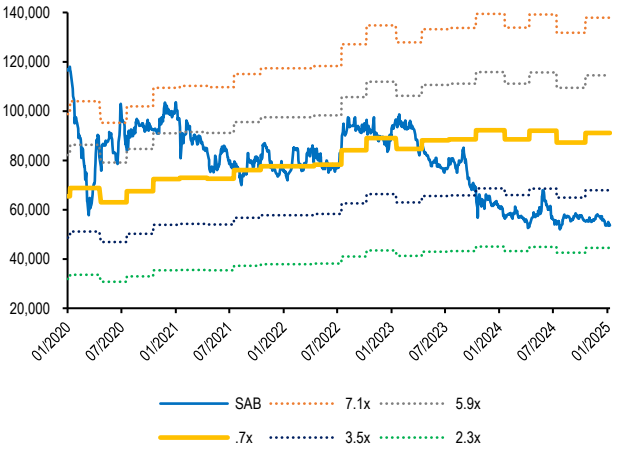
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của SAB từ 2020



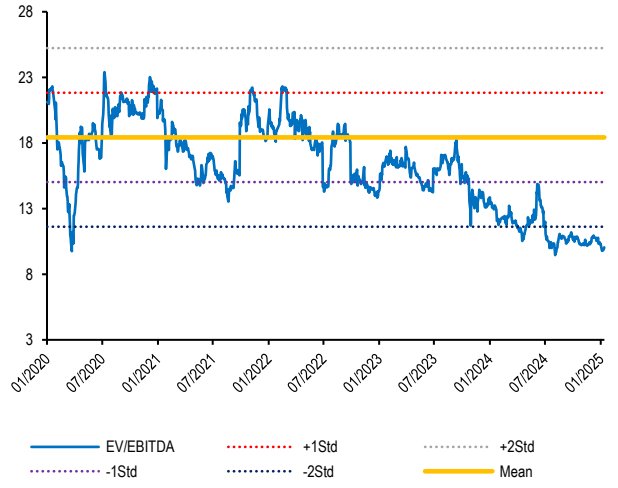
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của SAB



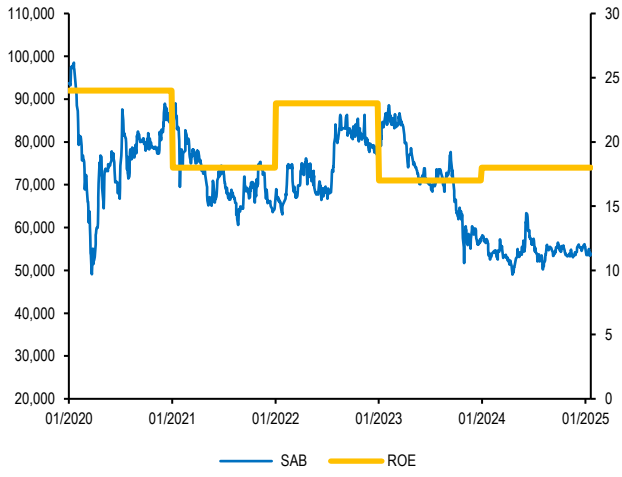
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của SAB từ năm 2020



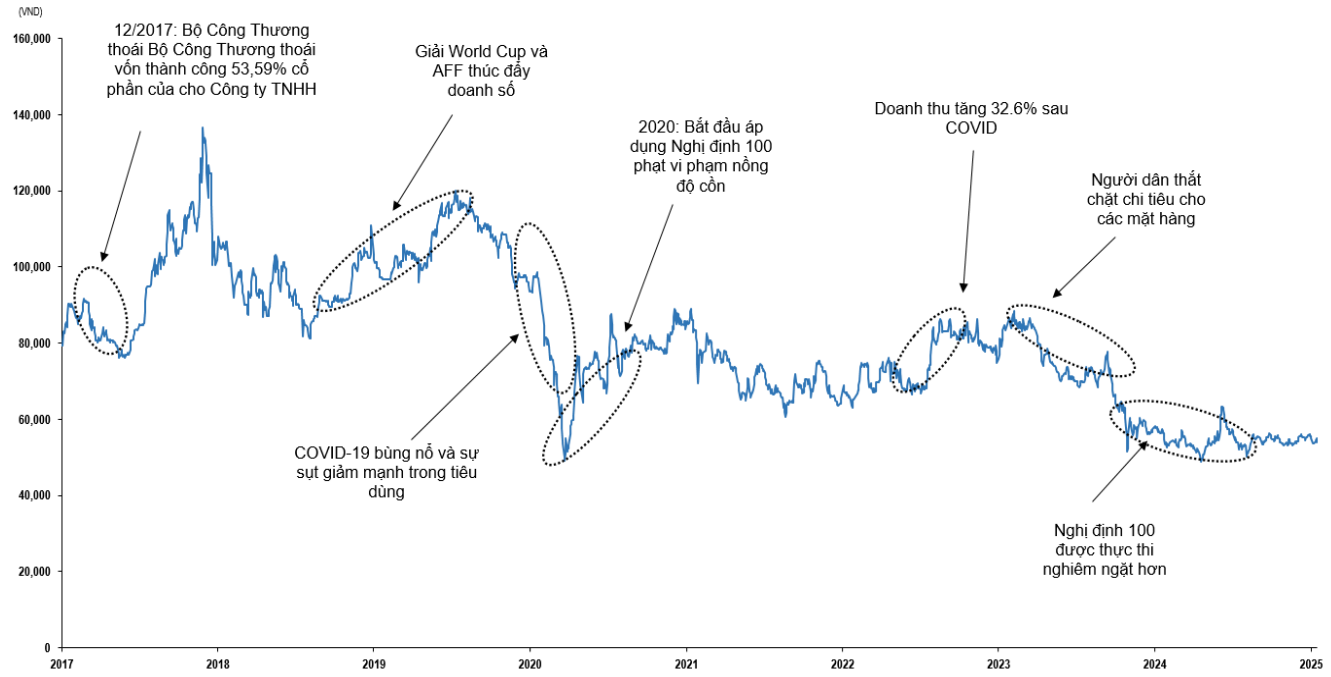
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE dự phóng của SAB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của SAB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

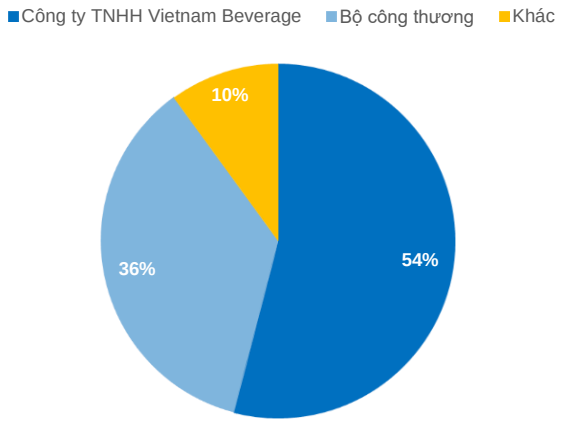
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB) ban đầu là một xưởng bia nhỏ được người Pháp thành lập tại Sài Gòn năm 1875. Đến năm 2016, SAB chính thức được niêm yết trên sàn HOSE. Trải qua 146 năm lịch sử, đến nay, Sabeco đã đưa Bia Việt vươn ra 38 quốc gia và vùng lãnh thổ.

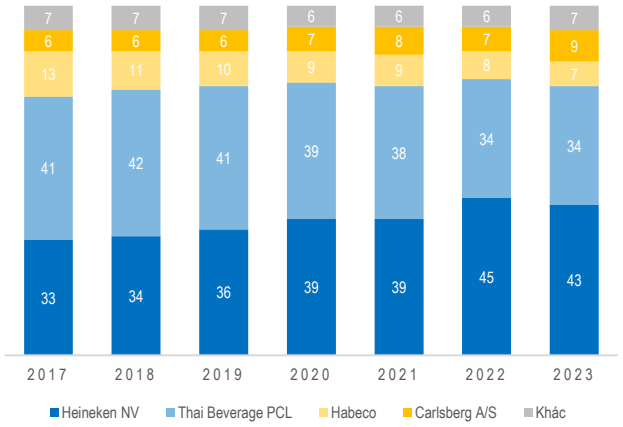
Năm 2017 đánh dấu một cột mốc lịch sử cho SAB khi ThaiBev thâu tóm thành công SAB với giá trị lên đến 4.8 tỷ USD thông qua Vietnam Beverage. Đây là thương vụ kỷ lục của ngành bia châu Á được thực hiện tính đến thời điểm đó. Sau thâu tóm, SAB tiếp tục tăng trưởng và đạt doanh thu lên đến 37,999 tỷ đồng vào năm 2019, trước khi chịu tác động của đại dịch Covid-19 và Nghị định 100/2019/NĐ-CP phạt vi phạm nồng độ cồn.

Tỷ lệ sở hữu tại SAB tại ngày 10/02/2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần bia tại Việt Nam (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

SAB là một trong hai doanh nghiệp đầu ngành sản xuất bia tại Việt Nam. Thị phần ngành bia khá cô đặc khi tập trung vào tay của hai ông lớn là Heineken và Sabeco. Thị phần SAB bắt đầu bị thu hẹp từ năm 2019, ngược lại thì thị phần của Heineken lại có xu hướng mở rộng nhờ vào những chiến lược hiệu quả trong thời gian đại dịch, trong khi đó sự sụt giảm thị phần Sabeco phản ánh tình hình chung của thị trường. SAB được nhận diện rộng rãi qua các dòng sản phẩm từ bình dân đến cao cấp mang hương vị Việt như bia 333, bia Saigon Chill. Trong tương lai, việc nghiên cứu và cho ra mắt các dòng sản phẩm cao cấp sẽ là chiến lược để doanh nghiệp có thể duy trì được vị thế và giành thêm thị phần.

2. Phân khúc và sản phẩm

Ngành bia được chia làm 4 phân khúc: bình dân, phổ thông, cao cấp và siêu cao cấp dựa vào hương vị, chất lượng và giá cả. Trong đó:

- Phân khúc bình dân: Đối tượng khách hàng chủ yếu là tầng lớp bình dân thu nhập trung bình thấp với giá cả từ dưới 30 nghìn/lít (tương đương 10,000 -12,000 VND/lon). Hai nhãn hiệu nổi bật trong phân khúc này gồm Huda và Larue. Ngoài ra còn có bia hơi Việt Nam, được sản xuất chủ yếu tại nhà và phân phối tại các nhà hàng, quán ăn nhỏ tại khu vực nông thôn và cận thành thị.
- Phân khúc phổ thông: Đối tượng chủ yếu là người lao động thu nhập trung bình với giá cả từ 30,000 VND – 40,000 VND/lít. Các công ty lớn trong phân khúc này gồm có Habeco, Sabeco, Heniken và Carlsberg. Sản phẩm thuộc phân khúc phổ thông được phân phối rộng rãi từ thành thị đến nông thông qua kênh tiêu dùng tại chỗ (On-trade) và kênh phân phối mua về nhà (Off-trade).
- Phân khúc cao cấp và siêu cao cấp: đối tượng khách hàng chủ yếu là người tiêu dùng có thu nhập trung bình cao với giá bán khoảng 40,000 VND/lít. Số lượng công ty chiếm lĩnh thị phần trong phân khúc này không nhiều, trong đó Heniken với hai sản phẩm Heniken và Tiger có thị phần khoảng 68% và tiếp đến là Sabeco với Saigon Chill và Saigon Gold. Các sản phẩm trong phân khúc này được phân phối chủ yếu qua kênh on-trade tại các nhà hàng, khách sạn. Tuy vậy, với việc nhận diện thương hiệu

hiệu quả và qua thời gian dài, các sản phẩm cao cấp của Heniken và Sabeco ở phân khúc này đã tiếp cận được người tiêu dùng tại cả các khu vực nông thôn và tại các quán nhậu bình dân.

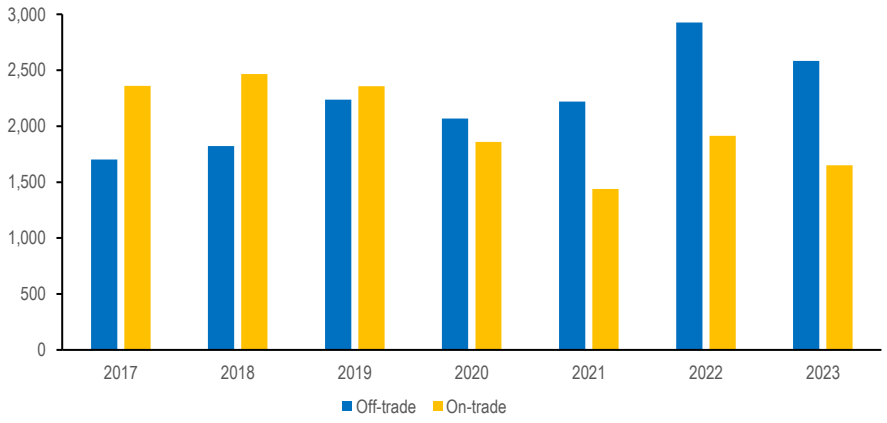
STT	Công ty	Thị trường chủ lực	Phân khúc chính	Giá cả (VND/lon)	Sản phẩm
1	Sabeco (SAB)	Miền Nam	Phổ thông và cao cấp	12,000 - 22,000	Sài Gòn Export, Sài Gòn Chill, Sài Gòn Special Sleek, Sài Gòn Gold
2	Habeco (BHN)	Miền Bắc	Bình dân và phổ thông	11,500 - 15,000	Bia Hà Nội Bold, Hà Nội Light, Bia hơi Hà Nội, Bia Hà Nội Premium
3	Heniken	Miền Trung và Miền Nam	Phổ thông, cao cấp	15,000 - 22,000	Heniken Bạc, Heniken Zero, Tiger Platinum
4	Carlsberg	Miền Trung	Phổ thông và cao cấp	20,000 -21,000	Carlsberg Danish Pilsner

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, theo sự gia tăng trong thu nhập, người tiêu dùng có xu hướng chuyển từ phân khúc bình dân sang phân khúc phổ thông và từ phân khúc phổ thông sang phân khúc cao cấp. Theo Euromonitor, bia cao cấp được dự báo tăng trưởng kép 12.7% trong giai đoạn 2021-2026, cao hơn so với tăng trưởng bình quân của ngành ở mức 4%.

3. Kênh phân phối

Lượng bia qua các kênh bán hàng (triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Về kênh phân phối, bia được tiêu thụ qua hai kênh là tiêu dùng tại chỗ (on-trade) tại các quán nhậu, nhà hàng, khách sạn; và kênh phân phối mua về (off-trade) tại siêu thị, cửa hàng tiện lợi và đại lý. Do văn hóa mang tính tập thể, người Việt chuộng tiêu thụ bia tại các quán nhậu. Do đó, trước năm 2019, việc tiêu dùng tại chỗ là kênh phân phối bia chính. Tuy vậy, với sự phát triển của thương mại điện tử, sự bùng phát của dịch Covid-19 cùng Nghị định 100 phạt vi phạm nồng độ cồn, nhiều doanh nghiệp như SAB và Heniken đã triển khai bán hàng online từ năm 2021 để bù đắp một phần sự sụt giảm doanh thu tại các quán nhậu, nhà hàng. Cũng từ đó, kênh off-trade vượt qua on-trade trở thành kênh bán hàng chủ yếu.

Dù kênh on-trade đang phục hồi, kênh off-trade vẫn chiếm thị phần lớn hơn do sự tiện lợi về giá cả, đặc biệt là tư sau đại dịch COVID và nghị định 100 gây ảnh hưởng đến thói quen tiêu dùng. Xu hướng này dự kiến sẽ được duy trì, đặc biệt là với sự bùng nổ mạnh mẽ của thương mại điện tử và mua sắm trực tuyến.

Về hệ thống phân phối, Sabeco hiện sở hữu 26 nhà máy bia với công suất 2.4 tỷ lít/năm và 11 công ty thương mại toàn quốc, vượt trội hơn hẳn Heniken với chỉ 6 nhà máy bia và 8 văn phòng bán hàng. Mạng lưới phân phối rộng khắp từ Bắc vào Nam là thế mạnh của Sabeco, giúp tiếp cận được các quán nhậu, nhà hàng ở kênh on-trade. Với kênh off-trade, Sabeco hiện đang có mặt tại cửa hàng tiện lợi và nhiều trang thương mại điện tử từ Tiki đến Bách Hóa Xanh.

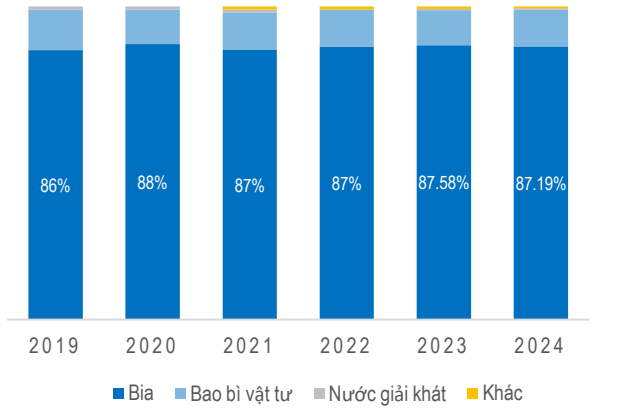
4. Cơ cấu doanh thu, lợi nhuận gộp và chi phí hoạt động

Bia là sản phẩm chủ lực của SAB, chiếm gần 90% doanh thu và đến 98% lợi nhuận gộp. Sabeco sản xuất chủ yếu bia ở hai phân khúc là phổ thông và cao cấp. Biên lợi nhuận gộp của mảng bia được cải thiện qua các năm.

Mảng bao bì vật tư là các bao bì, nguyên liệu đầu vào cho bia, chủ yếu được giao dịch với các bên liên quan. Do đó, tuy chiếm hơn 10% doanh thu, biên lợi nhuận gộp cho mảng này là rất thấp, chỉ rơi vào khoảng 1%.

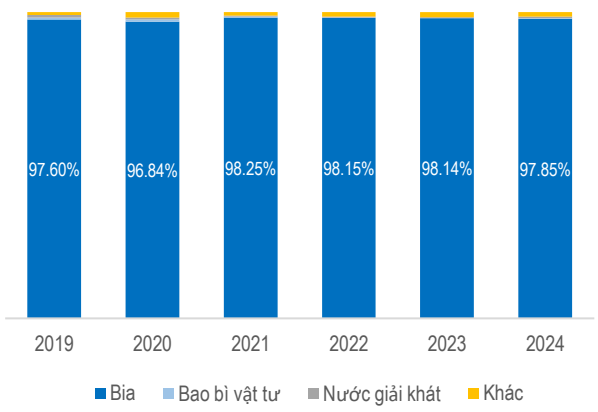
Nước giải khát gồm các sản phẩm nước có gas và nước tinh khiết. Dù biên lợi nhuận gộp trung bình ở mức 25%, doanh thu mảng này chỉ đóng góp một tỷ trọng rất nhỏ (1% tổng doanh thu).

Cơ cấu doanh thu SAB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu lợi nhuận gộp SAB

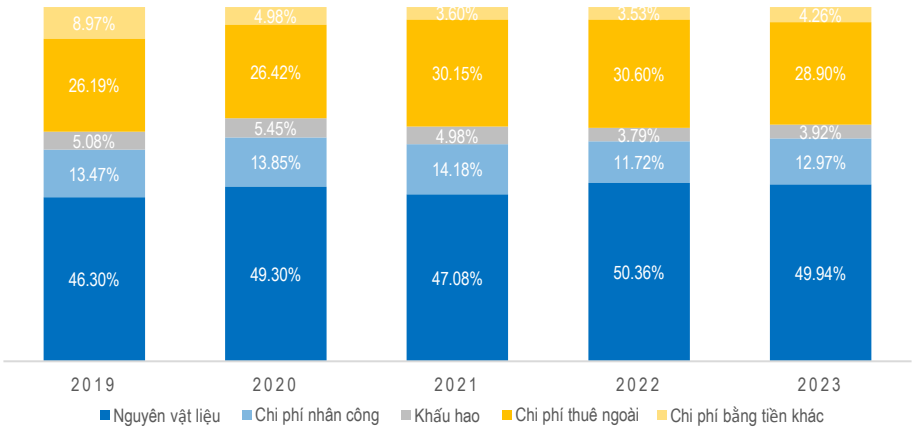


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trong cơ cấu chi phí hoạt động, chi phí nguyên vật liệu có tỷ trọng cao nhất, với khoảng 46-50% tổng chi phí hoạt động của doanh nghiệp. Trong đó, nguyên vật liệu đầu vào gồm đại mạch, hoa bia và nhôm quyết định 38% chi phí giá vốn và được doanh nghiệp nhập khẩu. Tùy vào từng loại, thông thường, doanh nghiệp thực hiện chốt trước nguyên liệu từ 6-9 tháng.

Chi phí thuê ngoài được cấu thành chủ yếu bởi chi phí bán hàng. Chi phí bán hàng tại các doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống thường chiếm tỷ trọng cao bởi việc cạnh tranh trong lĩnh vực này ngày càng gay gắt. Do đó, việc nhận diện thương hiệu là một trong những yếu tố quan trọng để duy trì doanh thu và thị phần. Tại Sabeco, chi phí bán hàng tại SAB duy trì quanh mức 12-14% doanh thu.

Cơ cấu chi phí hoạt động



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	**34,465**	**34,056**	**33,440**	**34,473**	**35,776**
Tài sản ngắn hạn	26,860	26,553	25,067	26,032	27,464
Tiền và tương đương tiền	4,069	5,040	4,478	3,472	2,909
Đầu tư TC ngắn hạn	19,411	17,741	16,566	18,675	20,120
Các khoản phải thu	898	1,229	1,818	1,365	1,671
Hàng tồn kho	1,447	1,668	2,194	2,318	1,979
Tài sản ngắn hạn khác	1,035	875	11	202	785
Tài sản dài hạn	7,605	7,503	8,373	8,441	8,312
Tài sản cố định	4,455	3,970	3,593	3,453	3,084
Chi phí xây dựng cơ bản	134	144	122	249	385
Tài sản dài hạn khác	3,150	3,533	4,780	4,988	5,228
Tổng nợ	**9,874**	**8,571**	**9,002**	**9,173**	**9,871**
Nợ ngắn hạn	9,214	8,225	8,657	8,832	9,533
Khoản phải trả	2,766	2,476	2,642	2,742	2,984
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	659	530	245	282	311
Khác	5,789	5,219	5,770	5,808	6,238
Nợ dài hạn	660	347	345	341	338
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	374	171	169	166	163
Khác	286	176	176	175	175
Vốn chủ sở hữu	**24,591**	**25,485**	**24,437**	**25,300**	**25,905**
Vốn góp chủ sở hữu	6,413	12,826	12,826	12,826	12,826
Thặng dư vốn	0	0	0	0	0
Vốn khác	2,613	2,442	2,393	2,567	2,760
Lợi nhuận giữ lại	15,565	10,217	9,218	9,907	10,319
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,275	1,373	1,451	1,273	1,155
*Nợ vay	1,033	701	414	448	474
*Nợ ròng (tiền)	(22,447)	(22,080)	(20,630)	(21,699)	(22,555)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**34,979**	**30,461**	**31,872**	**33,807**	**36,482**
Tăng trưởng (%)	32.6	-12.9	4.6	6.1	7.9
Giá vốn hàng bán	**(24,208)**	**(21,370)**	**(22,554)**	**(23,837)**	**(25,648**
Lợi nhuận gộp	10,771	9,091	9,318	9,970	10,834
Biên lợi nhuận gộp (%)	30.8	29.8	29.2	29.5	29.7
Chi phí BH & QLDN	**(5,273)**	**(5,280)**	**(4,881)**	**(5,206)**	**(5,619)**
LN từ HĐKD	**5,498**	**3,811**	**4,437**	**4,764**	**5,215**
Tăng trưởng (%)	56.6	(30.7)	16.4	7.4	9.5
Biên LN từ HĐKD (%)	15.7	12.5	13.9	14.1	14.3
LN khác	**1,316**	**1,560**	**1,209**	**1,260**	**1,521**
Thu nhập tài chính	1,091	1,433	1,067	1,153	1,436
Chi phí tài chính	(82)	(73)	(25)	(48)	(48)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(46)	(50)	(27)	(29)	(35)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	307	200	167	155	133
LNTT	6,813	5,370	5,647	6,024	6,736
Thuế TNDN	(1,314)	(1,115)	(1,153)	(1,229)	(1,374)
LNST	**5,499**	**4,255**	**4,494**	**4,795**	**5,362**
Tăng trưởng (%)	40.0	(22.6)	5.6	6.7	11.8
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.7	14.0	14.1	14.2	14.7
LNST cổ đông công ty mẹ	5,224	4,118	4,330	4,622	5,169
Lợi ích CĐTS	275	137	164	173	193
LN trước thuế và lãi vay	**6,859**	**5,420**	**5,674**	**6,053**	**6,771**
Tăng trưởng (%)	39.8	(21.0)	4.7	6.7	11.9
Biên LN (%)	19.6	17.8	17.8	17.9	18.6
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**7,420**	**5,990**	**6,223**	**6,592**	**7,319**
Tăng trưởng (%)	35.8	(19.3)	3.9	5.9	11.0
Biên LN (%)	21.2	19.7	19.5	19.5	20.1

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	**4,377**	**1,941**	**4,245**	**4,312**	**4,435**
Lợi nhuận ròng	6,813	5,370	5,647	6,024	6,736
Khấu hao TSCĐ	561	570	549	539	548
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,031)	(1,626)	(1,249)	(1,121)	(1,408)
Thay đổi vốn lưu động	(199)	(1,109)	574	167	(3)
Thay đổi khác	(1,767)	(1,264)	(1,276)	(1,297)	(1,438)
Tiền từ HĐ đầu tư	**(1,867)**	**2,716**	**137**	**(1,502)**	**(341)**
Thay đổi tài sản cố định	(529)	(282)	(292)	(514)	(304)
Thay đổi tài sản đầu tư	(2,352)	1,634	(121)	(2,109)	(1,445)
Khác	1,014	1,364	550	1,121	1,408
Tiền từ HĐ tài chính	**(2,048)**	**(3,684)**	**(4,944)**	**(3,816)**	**(4,657)**
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	371	(330)	(285)	34	26
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(2,419)	(3,354)	(4,659)	(3,850)	(4,683)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**462**	**973**	**(562)**	**(1,006)**	**(563)**
Tổng tiền đầu năm	3,606	4,069	5,040	4,478	3,472
Thay đổi trong tỷ giá	1	(2)	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	4,069	5,040	4,478	3,472	2,909

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

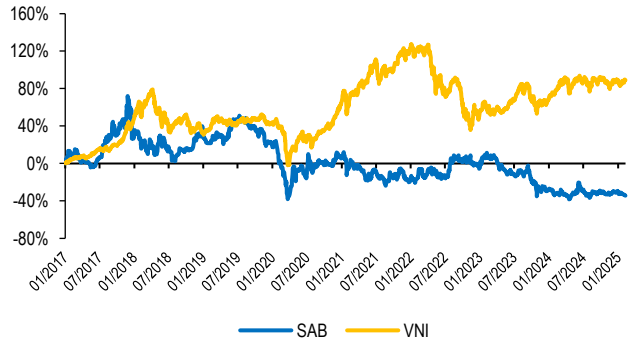
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	7,980	3,132	3,291	3,520	3,948
BPS (đồng)	36,083	18,877	18,152	18,690	19,011
DPS (đồng)	1,890	2,620	3,640	3,008	3,659
PER (x)	9.0	18.0	17.0	19.0	17.0
PBR (x)	2.1	1.9	3.6	3.8	3.7
EV/EBITDA		11.0	10.5	10.0	9.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	61.4	70.1	118.5	83.3	90.6
Lãi cổ tức (%)	1.5	2.1	2.9	2.4	3.0
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	21.2	19.7	19.5	19.5	20.1
Biên LN từ HĐKD (%)	15.7	12.5	13.9	14.1	14.3
Biên LNST (%)	15.7	14.0	14.1	14.2	14.7
ROA (%)	16.0	12.5	13.4	13.9	15.0
ROE (%)	22.4	16.7	18.39	19.0	20.7
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	4.2	2.8	1.7	1.8	1.8
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(302.5)	(368.6)	(331.5)	(329.2)	(308.2)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	254.8	277.0	243.1	250.8	241.6
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	149.1	108.4	210.1	208.7	193.5
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	38.1	44.5	42.1	40.7	40.4
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	30.4	39.8	35.9	33.5	35.0
Số ngày khoản phải thu (ngày)	2.3	4.8	5.2	4.7	4.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
18/08/2023 (BC lần đầu)	MUA	182,700	-0.2	-12.4/13.2
22/02/2024 (BC cập nhật)	MUA	73,900	1.2	-25.6/25.1
14/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	68,600	-1.2	8.1/39.8

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: SAB VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000