

Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2024

Mã giao dịch: SAB

Reuters: SAB.HM

Bloomberg: SAB VN

Biên lợi nhuận mở rộng nhờ nỗ lực tối ưu hoá chi phí hoạt động

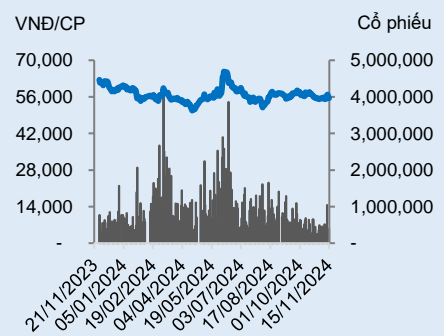
Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	65.000
Giá thị trường (15/11/2024)	55.500
Lợi nhuận kỳ vọng	+17,1%

KQKD Q3 2024 khả quan như kỳ vọng. Doanh thu thuần 7.670 tỷ (+3,4% yoy) và lợi nhuận sau thuế - cđts 1.119 tỷ (+7,2% yoy). Qua đó, sau 9 tháng hoàn thành lần lượt 66,7% và 73,5% kế hoạch năm về doanh thu và lợi nhuận sau thuế. Chúng tôi tóm tắt một số điểm nhấn chính như sau:

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	50.778-65.673
Vốn hóa	71.182 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	1.282.562.372
KLGD bình quân 10 ngày	442.238
% sở hữu nước ngoài	60,71%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,3%
Beta	0,89

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
SAB	-7,5%	-1,9%	-2,6%	-3,2%
VN-Index	7,7%	-4,8%	-5,0%	-3,8%

- **Thị trường bia cho thấy dấu hiệu bình ổn trở lại.** Do tình hình kinh tế khó khăn, niềm tin tiêu dùng giảm và hoạt động kiểm tra nồng độ cồn gắt gao, tiêu thụ bia tại Việt Nam ước tính giảm 5% về giá trị trong năm 2023. Xu hướng này tiếp tục trong 1H 2024 với mức giảm khoảng 2-3% trước khi đi ngang trong Q3 vừa rồi, cho thấy một số dấu hiệu sớm rằng tiêu thụ đã chạm đáy.
- **Xu hướng chuyển dịch xuống phân khúc phổ thông tiếp diễn.** Điều này luôn được đề cập trong nhiều kỳ KQKD gần đây bởi cả SAB, Heineken và Carlsberg. Thực tế, tăng trưởng doanh số trong Q3 của 3 công ty thể hiện rất rõ điều này khi cả SAB và Carlsberg, 2 doanh nghiệp có thể mạnh tại phân khúc mainstream, đều đạt tăng trưởng một chữ số thấp (cao hơn thị trường chung) trong khi Heineken lại giảm ở mức một chữ số khi phụ thuộc nhiều vào Tiger – sản phẩm có thị phần lớn nhất tại phân khúc mass-premium. Ngoài ra, phân khúc mass-premium cũng phụ thuộc khá nhiều vào kênh on-trade (hàng, quán) vốn chịu ảnh hưởng rất lớn bởi khả năng chi trả của người tiêu dùng cho các chi tiêu dịch vụ ăn uống, giải trí và khá nhạy cảm với hoạt động kiểm tra nồng độ cồn.
- **Biên gộp chưa có sự bứt phá,** ghi nhận mức 29,7%, giảm 50 bps qoq và 40 bps yoy do chi phí đầu vào đã chốt cho năm vẫn ở mặt bằng cao so với năm trước.
- **Duy trì kiểm soát hiệu quả của chi tiêu cho bán hàng.** Đồng nhất với định hướng của CEO mới, chi phí bán hàng tiếp tục được SAB kiểm soát rất chặt chẽ. Dù doanh thu tăng nhẹ, chi phí bán hàng Q3 2024 lại giảm 21,9% yoy, qua đó tỷ lệ trên doanh thu giảm xuống 14,2% từ mức 17,8% của cùng kỳ năm trước. **Tuy vậy, cũng cần theo dõi kỹ vị thế của SAB tại phân khúc mainstream.** Theo quan sát, Heineken vẫn đầu tư khá đều đặn vào phân khúc mainstream với tăng trưởng 2 chữ số từ các thương hiệu như Larue, Bia Viet, v.v trong Q3 và 9 tháng đầu năm.
- **Lãi từ liên doanh liên kết cải thiện với đóng góp 51 tỷ trong Q3,** tăng mạnh so với mức chỉ 17 tỷ đồng trong 1H. Tuy vậy, lũy kế đóng góp từ liên doanh liên kết vẫn giảm mạnh 66,3% yoy chủ yếu từ khoản lỗ của Sabibeco và các công ty liên quan đến lon nhôm, chai thủy tinh, v.v.

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú, CFA

(84 28) 3914 6888 ext. 258

phuts@bvsc.com.vn

Điều chỉnh dự báo 2024 với doanh thu 32.318 tỷ (+6,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế - cđts 4.420 tỷ (+7,3% yoy), cao hơn 6,4% về chỉ tiêu lợi nhuận do hoạt động kiểm soát chi phí bán hàng của SAB vẫn tốt hơn dự báo trước của BVSC. Ngoài ra, với việc tiêu thụ bia có dấu hiệu bình ổn trở lại, chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ có một Q4 khả quan, nhất là khi Tết 2025 sẽ đến sớm. Thực tế, công ty chia sẻ đã bắt đầu đưa sản phẩm và bao bì Tết đến với các điểm bán hàng và bước đầu nhận được phản hồi tích cực từ thị trường.

Cập nhật thương vụ thâm tím Sabibeco (SBB). SAB đã chính thức chào mua công khai 43,2% cổ phần SBB từ ngày 31/10 với mức giá 22.000 đồng/cp và thời gian chào mua sẽ kéo dài đến 25/12/2024. Nhắc lại, SBB là đơn vị liên kết có năng lực sản xuất lớn nhất, chiếm gần 50% hoặc 600 triệu lít/năm, tuy nhiên vẫn hoạt động chưa có hiệu quả. Chúng tôi kỳ vọng từ 2025 khi trở thành công ty con của SAB, SBB sẽ được phân bổ nhiều hơn sản lượng gia công, cùng với những kế hoạch cải tổ khác của công ty mẹ sẽ giúp hiệu quả của doanh nghiệp này cải thiện.

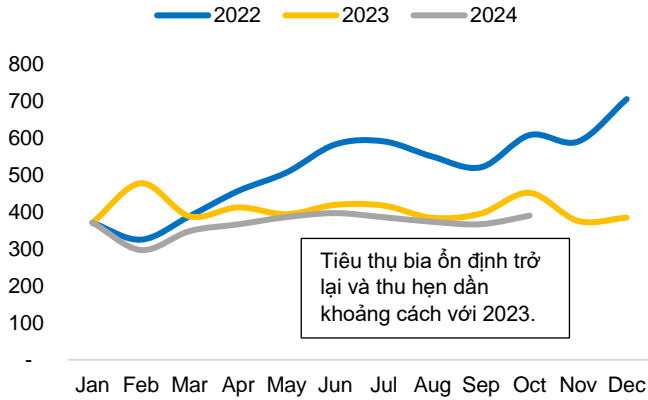
Dự báo 2025 khả quan với doanh thu 34.920 tỷ (+8,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế - cđts 4.845 tỷ (+9,6% yoy). Với những tín hiệu tích cực trong Q3, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ bia sẽ tiếp tục phục hồi và tăng 8% yoy trong 2025. Ngoài ra, biên lợi nhuận dự báo mở rộng thêm 30 bps so với 2024 nhờ giá lúa mạch giảm trong khi giá lon nhôm vẫn ở mức cao.

Tăng thuế Tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) là rủi ro trong trung hạn. Bộ Tài Chính đề xuất 2 phương án tăng thuế TTĐB như sau: (i) Phương án 1 tăng từ 65 lên 70% vào năm 2026 và 5% mỗi năm đến năm 2030, và (ii) Phương án 2 tăng từ 65 lên 80% vào năm 2026 và 5% mỗi năm đến năm 2030. SAB cho biết đang cùng VBA kiến nghị áp dụng Phương án 1, tuy nhiên, cam kết sẽ chuyển hết sang giá cho người tiêu dùng dù bất kỳ Phương án nào được thông qua. BVSC đánh giá đây là rủi ro trung hạn của SAB, đặc biệt là nếu thuế tăng mạnh vào 2026 theo Phương án 2 có thể làm (i) giảm sức mua của người tiêu dùng, và (ii) giảm khả năng bảo vệ biên lợi nhuận trường hợp giá đầu vào biến động mạnh. Chúng tôi hiện đang chọn kịch bản Phương án 2 cho dự báo và giả định sản lượng tiêu thụ sẽ giảm 5% vào năm 2026 – năm chúng tôi lo ngại nhất. Các năm còn lại chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ toàn thị trường vẫn có thể tăng trưởng nhẹ với mức tăng thuế chỉ 5% mỗi năm dựa trên quan sát quá khứ trong giai đoạn tăng thuế TTĐB trước đó vào 2016–2018.

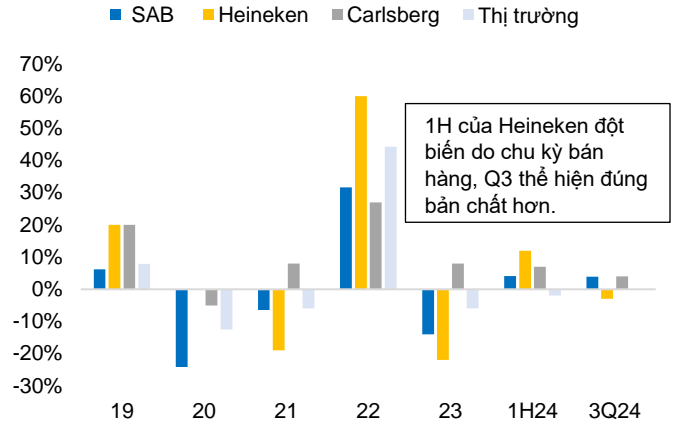
Thái độ của cơ quan quản lý không đổi về hành vi uống rượu bia lái xe. Theo dự thảo mới nhất của Bộ Công An, mức phạt đối với hành vi này không có thay đổi so với Nghị định 100/2019/NĐ-CP. Ngoài ra, dưới hệ thống chấm điểm cho mỗi Giấy phép lái xe (GPLX), việc bị trừ hết 12 điểm sẽ dẫn tới người tham gia giao thông cần đợi 6–24 tháng trước khi phải kiểm tra lại các kiến thức pháp luật về trật tự, an toàn giao thông đường bộ. Theo quan điểm của chúng tôi, không phải điều chỉnh thuế TTĐB mà đây mới là yếu tố chính có thể tác động đến hành vi tiêu dùng rượu bia tại Việt Nam, hướng đến một thị trường rượu bia lành mạnh, bền vững và có trách nhiệm với cộng đồng.

Khuyến nghị đầu tư. Giá cổ phiếu đã giảm khá mạnh kể từ đỉnh 2023, phản ánh rủi ro trung hạn về chính sách thuế, xu hướng quản lý chặt chẽ tiêu thụ bia cũng như sức mua giảm. Chúng tôi cho rằng vùng giá hiện tại khá hợp lý để chờ đợi triển vọng phục hồi tiêu thụ bia và mở rộng biên lợi nhuận trong năm 2025. Bên cạnh đó, suất cổ tức cũng đạt 6,3% - khá tốt so với lãi tiền gửi. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu **65.000 đồng/cp**, tương ứng 17,2 lần lợi nhuận dự phóng 2025.

Sản lượng bia sản xuất tại Việt Nam
Đvt: triệu lít

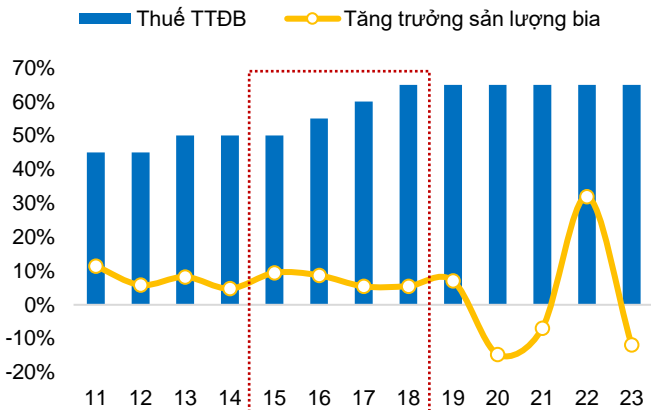


Tăng trưởng doanh thu bia



Nguồn: GSO, BVSC tổng hợp

Tương quan thuế TTĐB và tiêu thụ bia



Mức phạt theo Dự thảo 3

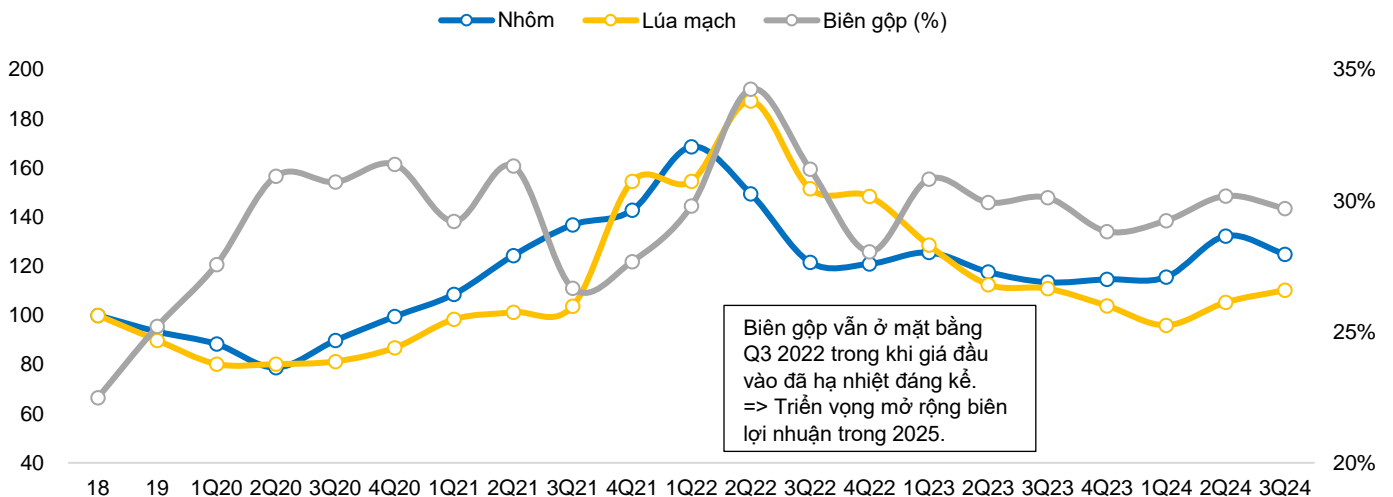
/lít khí thở	Ô tô		Xe máy	
	Phạt	Điểm	Phạt	Điểm
< 0,25 mg	6-8 triệu	-3	2-3 triệu	-3
0,25 - 0,4 mg	16-18 triệu	-10	4-5 triệu	-10
> 0,4 mg	30-40 triệu	-12	6-8 triệu	-12

Thời hạn tối thiểu để tham gia kiểm tra lại:

- Trừ 1 lần 12 điểm, thời gian chờ 18 tháng.
- Trừ 3 lần hết 12 điểm, thời gian chờ 12 tháng.
- Trừ hết 12 điểm, thời gian chờ 6 tháng.

Nguồn: Euromonitor, Bộ Công An, BVSC tổng hợp

Tương quan giá đầu vào và biên gộp



Nguồn: Bloomberg, SAB

Bảng so sánh doanh nghiệp cùng ngành

Mã Bloomberg	Tên doanh nghiệp	P/E	P/B	Vốn hoá (triệu USD)
Trung vị		17,2	2,8	4.220
SAB VN Equity	SAIGON BEER ALCOHOL BEVERAGE	16,4	2,8	2.802
HEIM MK Equity	HEINEKEN MALAYSIA BHD	16,8	17,0	1.573
CAB MK Equity	CARLSBERG BREWERY MALAYSIA B	17,6	25,1	1.387
600132 CH Equity	CHONGQING BREWERY CO-A	23,1	14,8	4.374
000729 CH Equity	BEIJING YANJING BREWERY CO-A	30,2	2,0	4.066
600600 CH Equity	TSINGTAO BREWERY CO LTD-A	22,5	3,4	11.839
002461 CH Equity	GUANGZHOU ZHUJIANG BREWERY-A	25,2	1,9	2.794
ABEV3 BZ Equity	AMBEV SA	13,6	2,0	34.175
THBEV SP Equity	THAI BEVERAGE PCL	11,8	1,7	9.699
FB PM Equity	SAN MIGUEL FOOD AND BEVERAGE	13,2	2,8	5.466

Nguồn: Bloomberg

P/E lịch sử từ 2020


Nguồn: Fiin

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	34.979	30.461	32.318	34.920
Giá vốn	24.208	21.370	22.754	24.479
Lợi nhuận gộp	10.771	9.091	9.563	10.441
Doanh thu tài chính	1.091	1.433	1.047	1.066
Chi phí tài chính	82	73	46	42
Lợi nhuận sau thuế	5.224	4.118	4.420	4.845

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền & khoản tương đương tiền	4.069	5.040	5.063	5.234
Các khoản phải thu ngắn hạn	898	1.229	1.304	1.409
Hàng tồn kho	2.194	2.318	2.468	2.655
Tài sản cố định hữu hình	4.455	3.970	3.567	3.338
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2.214	2.287	2.287	2.287
Tổng tài sản	34.465	34.057	34.179	35.001
Nợ ngắn hạn	9.214	8.225	8.544	8.960
Nợ dài hạn	660	347	183	192
Vốn chủ sở hữu	24.591	25.485	25.453	25.849
Tổng nguồn vốn	34.465	34.057	34.179	35.001

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	32,6%	-12,9%	6,1%	8,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	42,1%	-21,2%	7,3%	9,6%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	30,8%	29,8%	29,6%	29,9%
Lợi nhuận thuần biên	14,9%	13,5%	13,7%	13,9%
ROA	15,2%	12,1%	12,9%	13,8%
ROE	21,2%	16,2%	17,4%	18,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	28,6%	25,2%	25,5%	26,1%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	40,2%	33,6%	34,3%	35,4%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.073	3.210	3.446	3.777
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	38.346	19.871	19.845	20.154

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiên Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính, Dầu khí
khanhld@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888