

Ngày 30/05/2024

## BÁO CÁO DOANH NGHIỆP



# TỔNG CTCP BIA – RƯỢU – NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN – HOSE: SAB

Ngành Bia và  
Đồ uống

XẾP HẠNG 12  
THÁNG

MUA

Giá mục tiêu 12 tháng	68.600
Vùng giá khuyến nghị	56.000–58.000
Lợi nhuận kỳ vọng	18%–22%
Giá đóng cửa 30/05/2024	59.300

### THÔNG TIN GIAO DỊCH

KLGD TB 52 tuần	622.598
Khối lượng lưu hành	1.282.562.372
Biên độ 52 tuần	52.000–83.200
Vốn hóa doanh nghiệp (tỷ VND)	76.312,46
Beta	0,6

## Tăng trưởng thách thức – Định giá hấp dẫn

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST của SAB phục hồi thận trọng từ mức nền thấp 2023 đạt lần lượt là 31,9 nghìn tỷ (tăng 4% svck) và 4,4 nghìn tỷ (tăng 5% svck) nhờ vào sự phục hồi kinh tế trong năm 2024. Theo đó, KQKD quý 1/2024 tăng trưởng tốt với doanh thu thuần đạt 7,18 nghìn tỷ (+15,6% svck) và LNST đạt 1,02 nghìn tỷ (+5,9% so với quý trước và +2% svck) điều này cho thấy những khó khăn của SAB hiện tại đã được phản ánh và bắt đầu hồi phục trở lại.

Về dài hạn, mặc dù việc thực thi Nghị định 100 tác động tiêu cực đến sản lượng bia nhưng chúng tôi kỳ vọng sẽ không có sự thay đổi nhiều về mức tiêu thụ bia/người nhờ vào các yếu tố (1) nền kinh tế Việt Nam thuộc nhóm phát triển nhanh với GDP và thu nhập bình quân ngày càng nhanh (2) dân số cũng đang thuộc hàng trẻ nhất trên khu vực. Chúng tôi kỳ vọng những yếu tố này sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ và hỗ trợ tăng trưởng cho ngành bia trong dài hạn. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ bia sẽ duy trì ổn định và cải thiện nhẹ, nhờ vào đó thị phần của SAB cũng sẽ ổn định và cải thiện tương ứng mà không bị sụt giảm nhờ cải thiện chất lượng sản phẩm đi kèm các chương trình quảng cáo khuyến mãi.

### Định giá:

Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, bên cạnh các kỳ vọng về kết quả hoạt động kinh doanh của SAB và thực hiện thêm một số giả định thận trọng, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SAB với giá mục tiêu **68.600 đồng/cổ phiếu**.

### Rủi ro:

- Việc thực thi nghiêm ngặt nghị định 100 dẫn đến tiêu thụ bia tiếp tục giảm, bên cạnh cạnh tranh gay gắt từ các công ty cùng ngành dẫn đến mất thị phần
- Ảnh hưởng của kinh tế vĩ mô tiếp tục kéo dài dẫn đến việc người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu
- Chi phí quảng cáo và khuyến mãi (A&P) tiếp tục tăng cao hơn do cạnh tranh/Các chi phí đầu vào biến động lớn

### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SAB



Đơn vị: Tỷ đồng	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	34.979	30.461	31.700	33.156
LN trước lãi thuế và KH	6.059	4.382	4.961	5.109
Lợi nhuận sau thuế	5.500	4.255	4.467	4.657
PE(x)	7,0	18,5	18,7	19,9
PB (x)	1,6	3,1	3,1	3,3
PS (x)	1,1	2,4	2,5	2,6
ROA (%)	17	12	13	13
ROE (%)	23	17	17	18
Ng/Vốn CSH (%)	4	3	3	3

### Chuyên viên phân tích

Nguyễn Phương Trinh

trinhnp@vpbanks.com.vn

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2024 – Báo cáo ĐHCĐ**

**SAB đặt kế hoạch năm 2024:** Doanh thu thuần 34,4 nghìn tỷ (+ 12,9% svck) và LNST đạt 4,6 nghìn tỷ (+7,6% so với thực hiện năm 2023)

**KQKD quý 1/2024:** SAB ghi nhận sự tăng trưởng trong doanh thu, chủ yếu nhờ vào việc tăng sản lượng bán bia. Điều này được thúc đẩy bởi sự chênh lệch thời gian của Tết Nguyên đán giữa năm 2023 và 2024. Cụ thể, trong Tết Nguyên đán 2024, sản lượng bán bia chủ yếu được tính vào tháng 1 và 2/2024 do Tết diễn ra vào giữa tháng 2, trong khi Tết Nguyên đán 2023 diễn ra vào cuối tháng 1, làm giảm sản lượng bán bia ghi nhận trong tháng 1/2023.

Về lợi nhuận, LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số tăng nhẹ 3% so với năm trước, mặc dù có sự sụt giảm từ công ty liên kết và thu nhập tài chính ròng. Tuy nhiên, điều này một phần được cải thiện nhờ vào sự tăng trưởng ổn định của sản lượng bán bia và việc quản lý chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) một cách chặt chẽ.

Biên lợi nhuận gộp của mảng bia giảm nhẹ xuống còn 33,0% trong quý 1/2024 so với 33,7% trong quý 1/2023, chủ yếu do chi phí nguyên vật liệu cao hơn dự kiến. Tuy nhiên, biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh đã tăng từ 14,0% lên 14,6% trong quý 1/2024, nhờ vào việc kiểm soát chặt chẽ chi phí SG&A. Chi phí quảng cáo và khuyến mãi (A&P) trên doanh thu mảng bia cũng giảm xuống 7,0% trong quý 1/2024, thấp nhất trong 8 quý gần đây, phản ánh chiến lược của ban lãnh đạo trong việc chi tiêu có chọn lọc hơn cho các hoạt động A&P trong năm 2024.

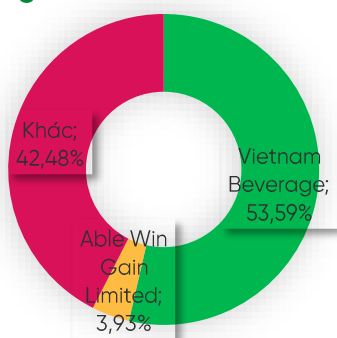
Ban lãnh đạo cũng chỉ ra rằng, lỗ từ các công ty liên kết trong quý 1/2024 chủ yếu đến từ CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn Bình Tây (công ty liên kết mà SAB sở hữu 22,18% cổ phần) và Crown Sài Gòn (công ty liên doanh mà SAB sở hữu 30% cổ phần)

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Thông Tin Doanh Nghiệp

- Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn – SABECO có lịch sử gần 150 năm. SABECO đã phát triển 13 dòng sản phẩm góp mặt đầy đủ trên thương trường – sản phẩm nổi bật của SAB như Bia Sài Gòn và Bia 333 đang là thương hiệu Việt dẫn đầu thị trường Bia tại Việt Nam.
- Tổng công suất sản xuất của Sabeco là 2,4 tỷ lít/năm, có hệ thống phân phối rộng khắp hơn 200.000+ điểm bán và xuất khẩu hơn 30+ quốc gia.

### Cơ Cấu Cổ Đông



### Hệ Thống Và Mạng Lưới SABECO

Mạng lưới sản xuất và phân phối của SABECO trải dài cả nước, tập trung vào 21 tỉnh thành. Tổng công suất sản xuất của SABECO hiện tại đạt 2,4 tỷ lít/năm



### Danh Mục Sản Phẩm

Cơ cấu doanh thu của công ty có đến gần 90% đến từ bia, Công ty có ba dòng bia chính bao gồm Bia Sài Gòn, Bia 333, và Bia Lạc Việt. Bên cạnh đó, SAB cũng kinh doanh thêm một số lĩnh vực khác như rượu và nước giải khát, tuy nhiên chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ và không đáng kể.

#### Bia Sài Gòn



#### Bia 333



#### Bia Lạc Việt



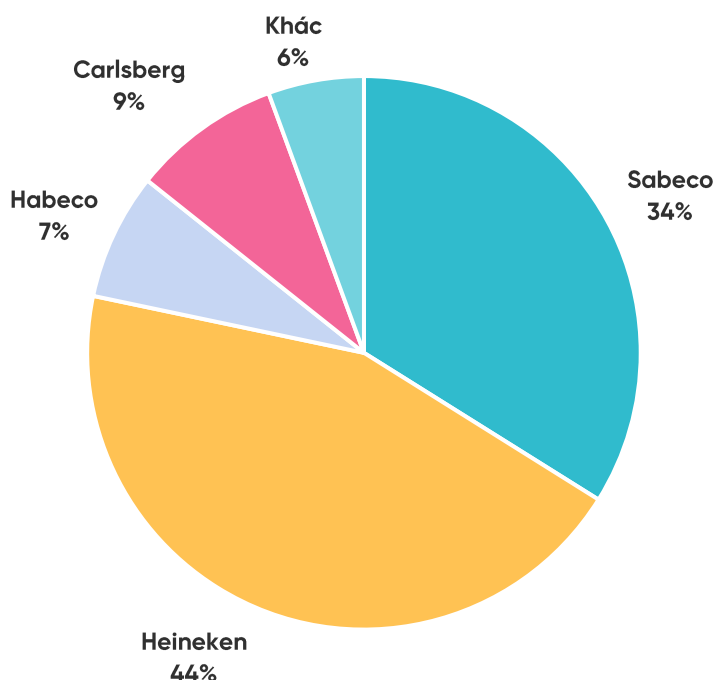
### Cơ cấu công ty

Công ty con	% Sở hữu
Công Ty TNHH MTV Cơ Khí Sa Be Co	100,00%
CTCP Bia, Rượu Sài Gòn - Đồng Xuân	55,90%
CTCP Bia Sài Gòn - Quảng Ngãi	66,55%
CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Miền Đông	90,68%
CTCP Thương Mại Bia Sài Gòn Tây Nguyên	90,00%
CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Sông Tiền	90,00%
CTCP Nước giải khát Chương Dương	62,06%
CTCP Bia Sài Gòn - Sông Lam	68,78%
CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Nam Trung Bộ	90,14%
CTCP Bia Sài Gòn - Nghệ Tĩnh	54,73%
CTCP Bia Sài Gòn - Miền Tây	70,55%
Công ty TNHH MTV Thương Mại Bia Sài Gòn	100,00%
CTCP Thương Mại Bia Sài Gòn Sông Hậu	90,00%
CTCP Rượu Bình Tây	93,32%
CTCP Bia Sài Gòn - Hà Nội	52,11%
CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Miền Bắc	90,00%
CTCP Thương Mại Bia Sài Gòn Bắc Trung Bộ	95,07%
CTCP Thương Mại Bia Sài Gòn Trung Tâm	94,45%
CTCP Bia Sài Gòn - Lâm Đồng	52,91%
Công ty TNHH MTV Bia Sài Gòn - Sóc Trăng	70,55%
CTCP Thương Mại Bia Sài Gòn - Đồng Bắc	90,45%
Công Ty TNHH MTV Bia Sài Gòn - Hà Tĩnh	100,00%
CTCP Bao bì Bia Sài Gòn	76,81%
Công Ty TNHH MTV Bia Sài Gòn	100,00%
Công Ty TNHH MTV Tập Đoàn Bia Sài Gòn	100,00%

## TỔNG QUAN NGÀNH

### THỊ TRƯỜNG BIA VIỆT NAM

#### THỊ PHẦN NGÀNH BIA TRONG NƯỚC

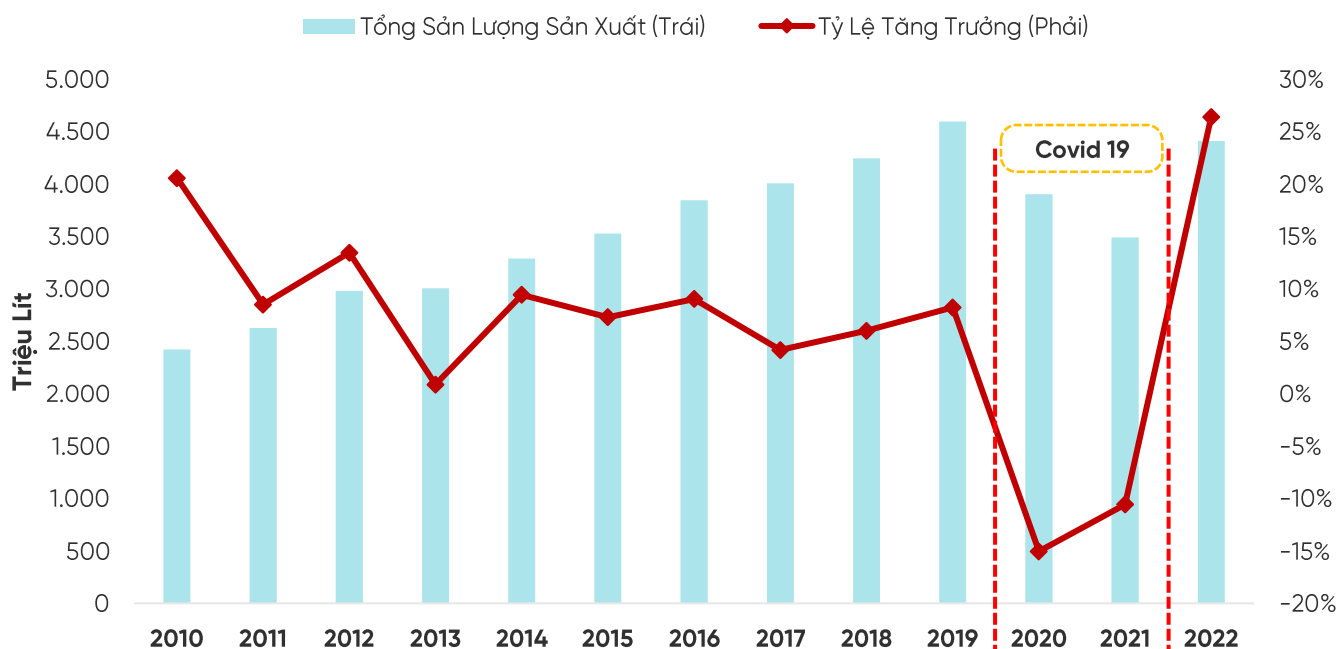


Theo Kirin Holdings, Việt Nam xếp thứ 9 thế giới về lượng bia tiêu thụ với hơn 4 tỷ lít trong năm 2020, chiếm 2,2% toàn cầu. Trong khu vực, theo số liệu của Bộ Thông tin và Truyền thông, Việt Nam xếp thứ 2 khu vực Đông Nam Á, xếp thứ 3 châu Á về mức tiêu thụ bình quân rượu bia/người, với mức tiêu thụ rượu bia tính theo lít cồn nguyên chất bình quân đầu người (trên 15 tuổi) mỗi năm tại Việt Nam là 8,3 lít, tương đương với 1 người uống 170 lít bia/năm.

Tính đến năm 2022, tiêu thụ bia của Việt Nam đang ở mức 3,8 tỷ lít/năm, chiếm 2,2% thị trường thế giới. Từ kết quả này, Việt Nam đã trở thành quốc gia đứng đầu toàn khu vực ASEAN và đứng thứ ba châu Á về mức tiêu thụ bia. Rõ ràng, Việt Nam là một thị trường "béo bở" với các hãng bia cả trong và ngoài nước. Cũng vì thế, mức độ cạnh tranh đang ngày càng trở nên khốc liệt.

Về thị phần các công ty trong ngành, tính đến năm 2021, thị phần ngành bia được dẫn dắt bởi 4 "ông lớn" bao gồm Sabeco, Heineken, Habeco, và Carlsberg với tổng thị phần lên đến 94%.

#### SẢN LƯỢNG QUA CÁC NĂM



Tiêu Thụ/Người	28,0	30,0	33,6	33,5	36,2	38,5	41,5	42,7	44,8	47,9	40,2	35,6	44,5
%Tăng Trưởng	19,8%	7,2%	12,1%	-0,3%	8,2%	6,1%	7,8%	3,0%	4,8%	7,0%	-16,0%	-11,5%	25,2%

Tổng sản lượng sản xuất bia tăng trưởng đều qua các năm với CAGR đạt 8,6%/năm trong giai đoạn 2009 – 2019, tuy nhiên đã sụt giảm mạnh trong 2020 và 2021 với tỷ lệ tăng trưởng âm lần lượt là -15,1% và -10,6% do ảnh hưởng tiêu cực từ dịch bệnh Covid-19. Sang năm 2022, sau khi đã mở cửa nền kinh tế, sản lượng sản xuất bia đã tăng trưởng mạnh trở lại lên đến 26,4% do nhu cầu giải trí của người dân tăng mạnh sau dịch. Tuy nhiên, thị trường bia đã bị ảnh hưởng mạnh từ năm 2023 cho đến hiện tại sau khi chính phủ quyết định thực hiện nghiêm túc nghị định 100/2019/NĐ-CP ban hành vào ngày 30/12/2019 về việc quy định xử phạt vi phạm hành chính giao thông.

## TỔNG QUAN NGÀNH

### THỊ TRƯỜNG BIA VIỆT NAM

#### XU HƯỚNG MỚI ĐANG DẦN ĐƯỢC HÌNH THÀNH

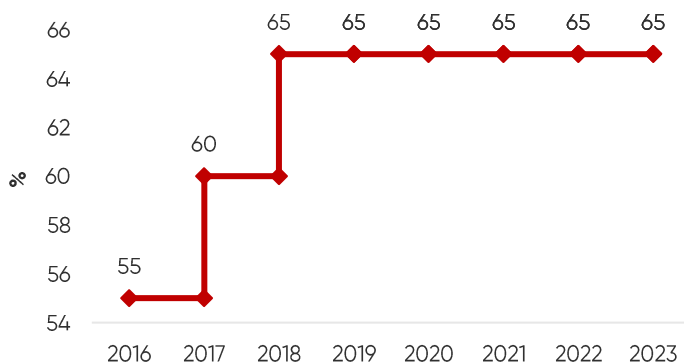
Không chỉ ở Việt Nam, trên thế giới, nhiều dự báo cũng cho thấy danh mục sản phẩm đồ uống có cồn sẽ bị sụt giảm thị phần, trong khi đồ uống không cồn sẽ tăng 25% trong khoảng 2022 – 2026 khi các hãng rượu bia buộc phải chuyển hướng kinh doanh.

Theo Forbes, thế hệ Gen Z uống rượu bia ít hơn 20% so với thế hệ Millennials và việc ngày càng nhiều người tiêu dùng chú trọng đến sức khỏe khiến nhu cầu tiêu thụ đồ uống có cồn giảm mạnh. Khảo sát của Gallup cho thấy có một nửa người được hỏi trong thập niên 1990–2000 cho biết bia là thứ đồ uống ưa thích nhất của mình thì tỷ lệ này đã giảm xuống chỉ còn 37% hiện nay.

Báo cáo từ Nielsen cho biết: Sau ổn định sự nghiệp, mục tiêu quan trọng kế tiếp của người dân Việt Nam là sức khỏe. Gần 80% người tiêu dùng hiện nay có nhu cầu với các sản phẩm tốt cho sức khỏe. Mỗi quan tâm về sức khỏe của người tiêu dùng Việt tạo nên xu hướng mới

Đó là tiêu thụ đồ uống không chứa cồn. Với thị trường bia, đây là loại bia được sản xuất với các công nghệ chiết xuất và tách cồn. Điểm mạnh là vẫn giữ được mùi vị bia. Loại bia này hiện đã phổ biến trên thế giới. Đối tượng tiêu dùng cũng phong phú. Giải pháp này sẽ tháo gỡ những rào cản từ Nghị định 100 về sức khỏe và an toàn giao thông, bia không cồn là sản phẩm triển vọng của ngành bia Việt Nam. Đặc biệt là phân khúc này hiện khá non trẻ. Vì vậy, cơ hội khai thác sẽ mở rộng cho nhiều doanh nghiệp trong tương lai gần.

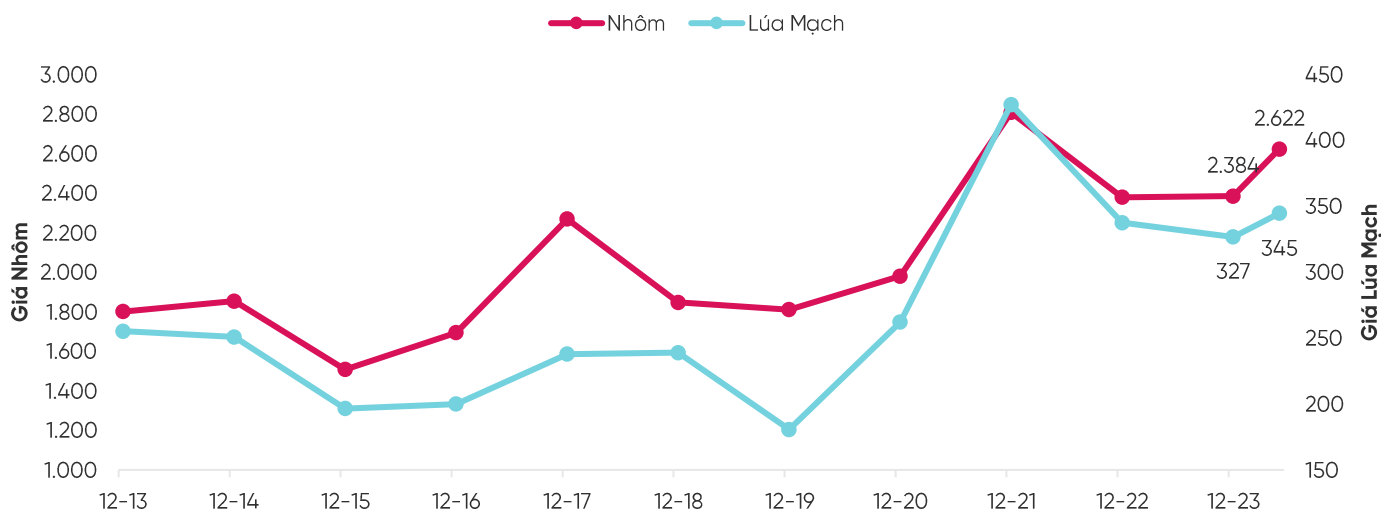
#### THAY ĐỔI CƠ CHẾ THUẾ TIÊU THỤ ĐẶC BIỆT



Một yếu tố rủi ro của ngành bia hiện tại liên quan đến việc chính phủ đang xem xét điều chỉnh mức thuế tiêu thụ đặc biệt. Cụ thể, nghị quyết 25/NQ-CP ngày 27/02/2024 đã đề nghị xây dựng luật mới về phương pháp tính thuế mới phù hợp với Chiến lược cải cách hệ thống thuế đến năm 2030 của Thủ tướng Chính phủ và cam kết của Việt Nam khi gia nhập WTO và sẽ được thông qua tại kỳ họp thứ 9 (05/2025). Do đó, nhu cầu tiêu thụ bia có thể sẽ bị ảnh hưởng tương đối trong trường hợp thuế tiêu thụ đặc biệt gia tăng cho một hàng này.

#### GIÁ NGUYÊN VẬT LIỆU CÓ XU HƯỚNG GIA TĂNG TỪ ĐẦU NĂM

##### Giá Nguyên Vật Liệu Làm Bia (USD/Tấn)



Giá cả nguyên vật liệu làm bia có xu hướng tăng trong thời gian gần đây, cụ thể nhôm đã tăng từ 2.384 USD/tấn tại cuối năm 2023 lên mức 2.622 USD/tấn trong 5/2024 và lúa mạch đã tăng từ 327 USD/tấn tại cuối năm 2023 lên mức 345 USD/tấn trong 5/2024. Điều này có thể sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các công ty trong ngành, đặc biệt là các công ty nhỏ khi không có lợi thế về việc thương lượng giá cả với khách hàng.



## TỔNG QUAN NGÀNH

## CÁC CÔNG TY SẢN XUẤT BIA TRONG NƯỚC



Nguồn: Vietdata, VpBankS tổng hợp

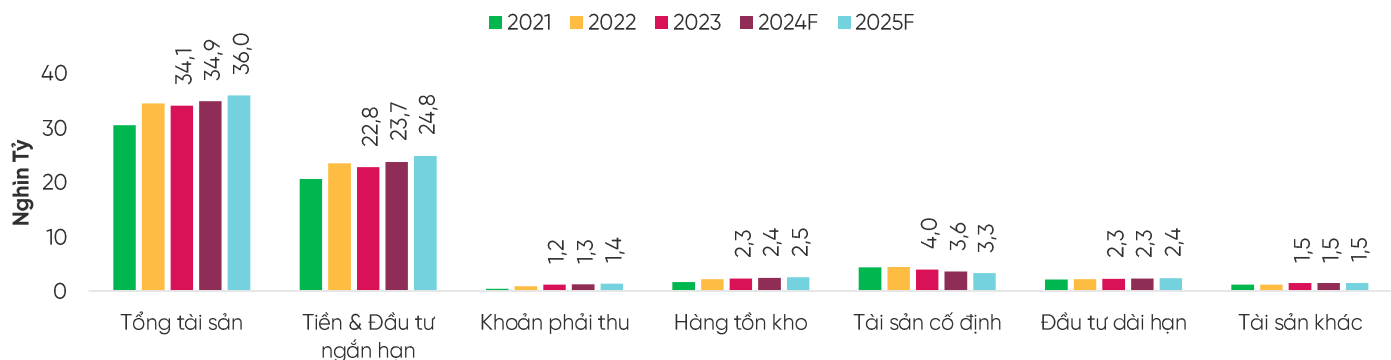
Biên LN Ròng (%)	Heineken	Sabeco	Sapporo	Bia Ha Long	Habeco	San Miguel	Carlsberg	Sabibeco	ABInBev	Trung Bình
2020	27,9	18,3	33,4	8,5	9,0	10,6	10,4	0,8	-60,4	20,4
2021	23,3	14,7	5,3	8,5	4,7	9,6	8,9	2,9	-46,8	15,7
2022	24,5	15,4	17,8	8,1	6,0	2,4	2,1	-1,4	-13,4	17,1
Trung Bình	25,3	16,1	18,3	8,3	6,6	7,4	6,4	0,5	-31,8	

Với sự phần mảnh hiện tại của ngành, các công ty nhỏ lẻ thường giữ biên lợi nhuận ròng thấp để giữ khách hàng sử dụng sản phẩm, do đó có thể thấy doanh thu và lợi nhuận của toàn ngành tập trung phần lớn ở 2 ông lớn là Heineken và Sabeco. Đồng thời, Biên lợi nhuận ròng của 2 công ty này cao hơn hẳn và ổn định qua các năm so với các công ty còn lại.

## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

## TÌNH HÌNH TÀI SẢN

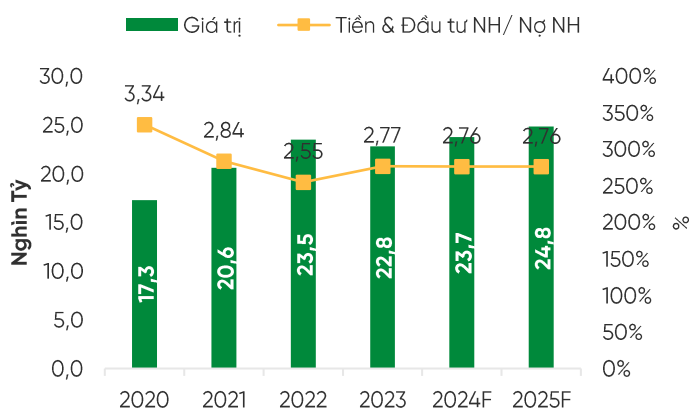
Tình Hình Tài Sản Qua Các Năm



Tổng tài sản năm 2023 đạt 34,1 nghìn tỷ, trong đó chủ yếu là các tài sản thanh khoản tiền & đầu tư ngắn hạn với tổng giá trị lên đến 22,8 nghìn tỷ, các tài sản ngắn hạn khác như khoản phải thu và hàng tồn kho lần lượt đạt 1,2 nghìn tỷ và 2,3 nghìn tỷ, điều đó cho thấy công ty kinh doanh và quản lý thanh khoản khá tốt. Ngoài ra, do hoạt động kinh doanh và sản xuất bia, Sabeco thực hiện đầu tư mạng lưới sản xuất tại 21 tỉnh thành trải dài từ nam ra bắc với tổng giá trị tương đương 4 nghìn tỷ đồng. Bên cạnh đó, Công ty cũng thực hiện đầu tư liên doanh liên kết với một số công ty bia trong nước, từ đó giá trị đầu tư dài hạn của Công ty đạt 2,3 nghìn tỷ trong năm 2023.

## Tiền Và Các Khoản Đầu Tư Ngắn Hạn

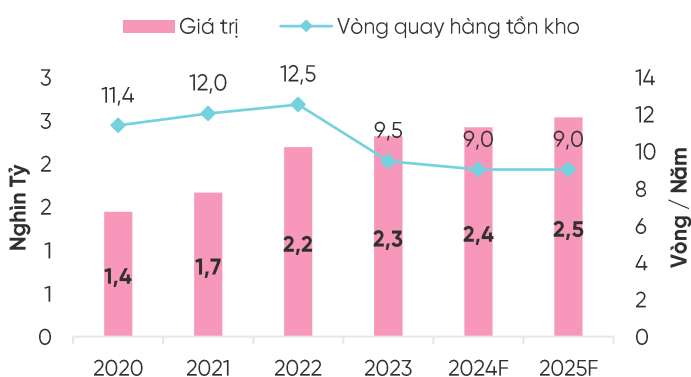
Tiền &amp; Đầu tư ngắn hạn



Tình hình thanh khoản của Sabeco luôn được đẩy mạnh qua từng năm với giá trị Tiền & Đầu tư ngắn hạn tăng từ 17,3 nghìn tỷ 2020 lên 22,8 nghìn tỷ năm 2023. Ngoài ra, tỷ lệ Tiền & Đầu tư ngắn hạn trên Nợ phải trả ngắn hạn của Công ty cũng ở mức khá cao khi đạt 2,77 lần. Với kỳ vọng ngành bia trong nước phục hồi sau những khó khăn kinh tế năm 2022 và sự thực hiện nghiêm túc nghị định 100 của chính phủ, hoạt động kinh doanh của Sabeco trong năm 2024 sẽ tăng trưởng so với năm 2023, từ đó thanh khoản của Công ty sẽ tiếp tục được duy trì so với hiện tại.

## Tình Hình Hàng Tồn Kho

Hàng tồn kho



Công ty quản lý hàng tồn kho tương đối hiệu quả khi vòng quay cải thiện đáng kể từ năm 2020 với 11,4 vòng đã tăng lên 12,5 vòng, tuy nhiên đã sụt giảm về mức 9,5 vòng/năm trong năm 2023 do sự thực hiện nghiêm túc nghị định 100 của Chính phủ. Ngoài ra, với vị thế là 1 trong những công ty đầu ngành, các sản phẩm của Sabeco nhận được sự đón nhận lớn từ khách hàng. Trong đó, dòng bia sài gòn với đa dạng phần khúc đang được xem là sản phẩm nổi bật của Công ty và mang tính cạnh tranh trực tiếp và hiệu quả với các sản phẩm đến từ đối thủ Heineken.

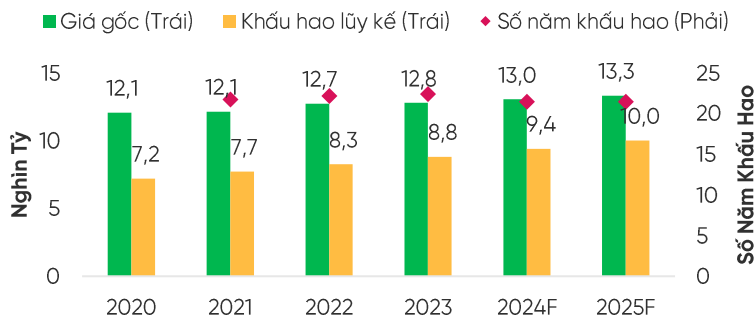
## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

## TÌNH HÌNH TÀI SẢN

## Tài Sản Cố Định Và Đầu Tư Dài Hạn

Tổng công suất sản xuất bia bao gồm hệ thống sản xuất của Sabeco và các công ty liên kết đạt 2,4 tỷ lít đủ đáp ứng nhu cầu kinh doanh của Công ty qua các năm.

## Tài Sản Cố Định

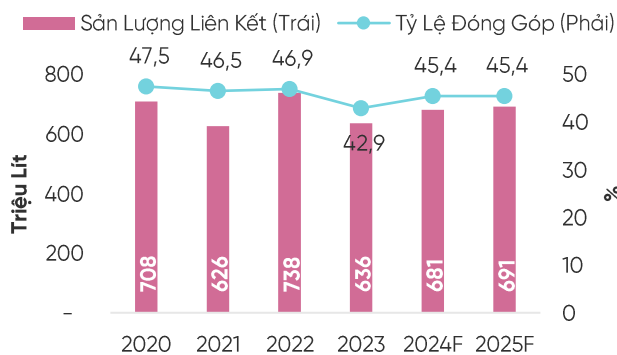


Tổng công suất của hệ thống nhà máy Sabeco đạt 1,26 tỷ lít/năm. Giá trị tài sản cố định của Công ty đạt 12,8 nghìn tỷ, tăng nhẹ so với năm trước. Có thể thấy, tài sản cố định của Sabeco không có quá nhiều sự thay đổi qua các năm khi chỉ tăng nhẹ từ 12,1 nghìn tỷ năm 2020 lên 12,8 nghìn tỷ năm 2023. Với xu hướng bảo hòa hiện tại của ngành bia trong nước, Công ty chủ yếu gia tăng chi phí CAPEX nhằm phục vụ duy trì công suất hiện tại qua các năm. Số năm khấu hao nhà máy của Sabeco trong khoảng từ 21-23 năm, duy trì tính ổn định qua các năm.

Bên cạnh việc sử dụng hệ thống sản xuất riêng, Sabeco đã thực hiện đầu tư vào một số công ty liên kết với công suất 1,14 tỷ lít/năm. Theo ước tính, trong năm 2023, tổng giá trị giao dịch giữa Sabeco và nhóm công ty liên kết đạt 7,6 nghìn tỷ tương đương mức sản lượng ước tính là khoảng 636 triệu lít. Như vậy, với tổng sản lượng bán hàng của Sabeco trong năm 2023 đạt 1,48 tỷ lít, tỷ lệ đóng góp của nhóm này đạt khoảng 42,9%. Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ đóng góp của các công ty này được duy trì trên 40% tổng sản lượng bán hàng của Sabeco, vì vậy chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng này sẽ duy trì ở mức trung bình 3 năm là khoảng 45,4% trong năm 2024 và 2025 tương đương lần lượt với sản lượng giao dịch là 681 và 691 triệu lít.

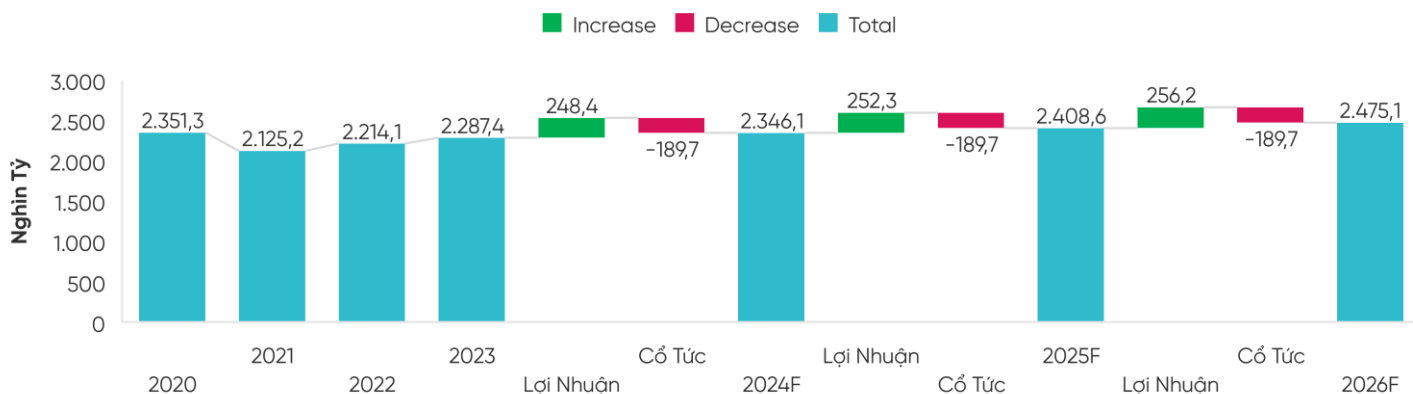
Công Ty Liên Kết	Giá Trị Giao Dịch (Tỷ Đồng)				Sản Lượng (Triệu Lít)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Saigon Khanh Hoa	598	652	687	778	54	56	55	65
Saigon Kien Giang	873	776	1,135	880	79	67	90	73
Saigon Phu Tho	558	645	656	489	51	56	52	41
Saigon Miền Trung	1,334	1,279	1,417	1,073	121	111	113	90
Saigon Vinh Long	884	803	1,097	850	80	69	87	71
Saigon Binh Tay	1,555	1,266	1,887	1,757	141	110	150	147
Saigon Bac Lieu	385	319	439	277	35	28	35	23
Saigon Tay Do	650	556	785	596	59	48	62	50
Saigon Ben Tre	955	945	1,169	915	87	82	93	76
<b>Tổng Cộng</b>	<b>7,792</b>	<b>7,241</b>	<b>9,273</b>	<b>7,614</b>	<b>708</b>	<b>626</b>	<b>738</b>	<b>636</b>

## Hoạt Động Công Ty Liên Kết



Với sản lượng giao dịch giữa Sabeco và các công ty liên kết được cải thiện nhẹ trong năm 2024 và 2025, chúng tôi ước tính giá trị các khoản đầu tư này cũng sẽ tăng nhẹ trong các năm tới thông qua lợi nhuận được chia đồng thời đi kèm với khả năng chi trả cổ tức cũng sẽ ổn định cho Sabeco. Cụ thể, giá trị đầu tư dài hạn trong năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt đạt 2,35 nghìn tỷ và 2,41 nghìn tỷ.

## Giá Trị Đầu Tư Dài Hạn

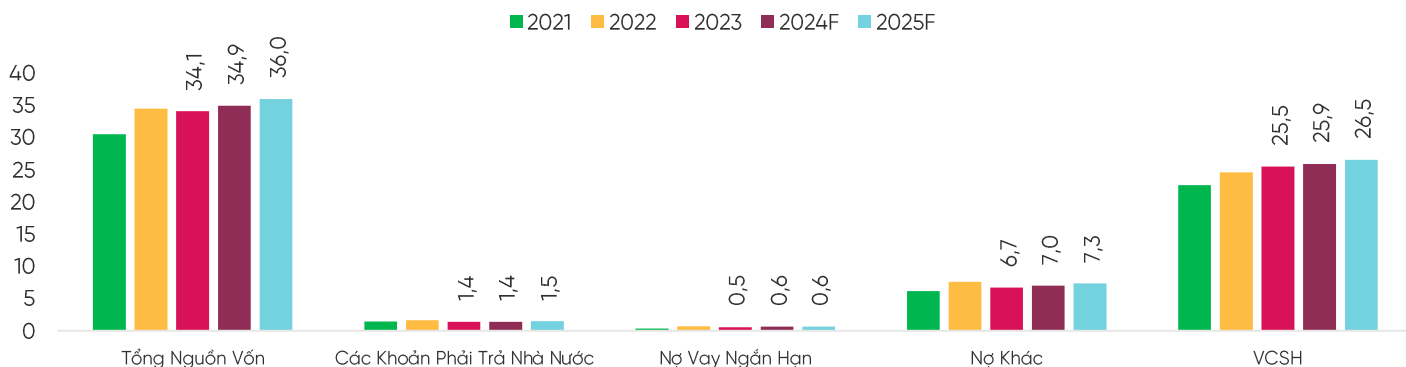




## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

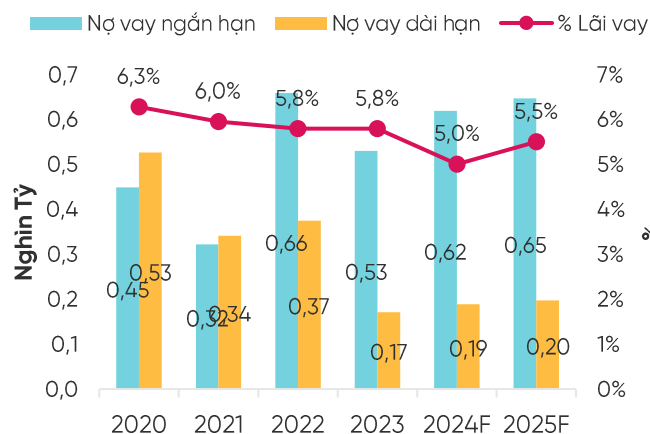
## TÌNH HÌNH NGUỒN VỐN

Tình Hình Nguồn Vốn Qua Các Năm

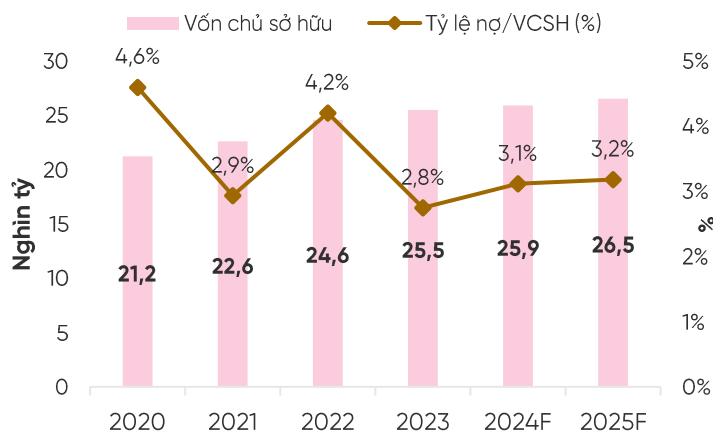


Cơ cấu nguồn vốn của Sabeco tập trung chủ yếu vào Vốn chủ sở hữu với tổng giá trị đạt 25,5 nghìn tỷ trong năm 2023. Do tính thanh khoản dồi dào, công ty không phụ thuộc vào nguồn vốn nợ khi tổng nợ vay chỉ 700 tỷ đồng trong năm 2023, tương đương tỷ lệ nợ/VCSH chỉ 2,8%. Về chi phí lãi vay, do Công ty chủ yếu vay nợ ngắn hạn, tỷ lệ lãi vay của Công ty chỉ ở mức 5,8% năm 2023, chúng tôi kỳ vọng sẽ giảm xuống còn 5% trong năm 2024, và tăng trở lại trong thời gian sau đó.

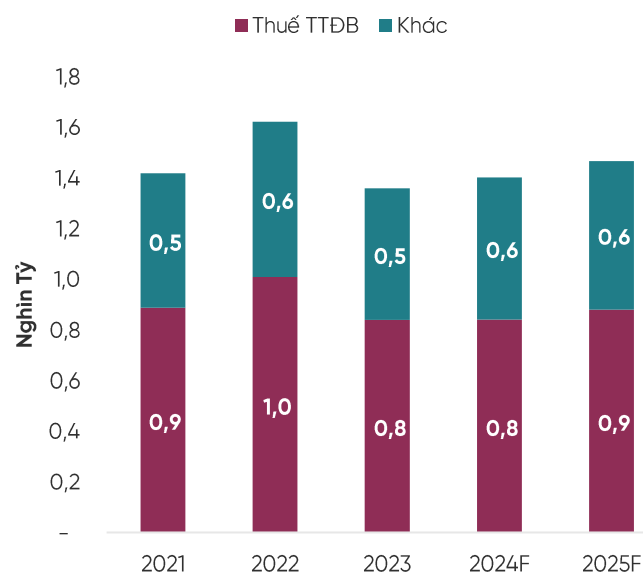
Hoạt động vay nợ



VCSH và Tỷ lệ nợ/VCSH



Các Khoản Phải Trả Nhà Nước



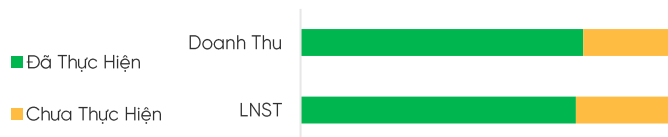
Các khoản phải trả nhà nước có số dư 1,36 nghìn tỷ tại cuối năm 2023, trong đó có đến 840 tỷ là thuế tiêu thụ đặc biệt. Chúng tôi ước tính với mức thuế tiêu thụ đặc biệt 65% của hiện tại, tỷ lệ phát sinh/doanh thu (gồm thuế TTĐB) đang xấp xỉ 25% trong năm 2023. Theo nghị quyết 25/NQ-CP ngày 27/02/2024, thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ được cải cách theo xu hướng tăng và sẽ được thông qua tại Kỳ họp thứ 9 (05/2025) và có thể sẽ bắt đầu áp dụng từ 2026. Điều này có thể tương đối gây suy giảm nhu cầu tiêu thụ bia trong nước trong ngắn hạn.

Tỷ Đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Thuế TTĐB Đầu kỳ</b>	<b>764</b>	<b>887</b>	<b>1.009</b>	<b>839</b>	<b>840</b>
Phát Sinh	6.943	9.331	8.872	7.010	7.332
Thanh Toán	(6.819)	(9.210)	(9.042)	(7.009)	(7.293)
<b>Thuế TTĐB Cuối kỳ</b>	<b>887</b>	<b>1.009</b>	<b>839</b>	<b>840</b>	<b>879</b>
<b>%Phát Sinh/Dthu (+Thuế TTĐB)</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2024

Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu đầy thách thức, nhu cầu tiêu dùng giảm đã ảnh hưởng đến sức mua, cùng với việc thực thi chặt chẽ hơn đối với các vi phạm của Nghị định 100, dẫn đến hoạt động sản xuất kinh doanh của SAB bị ảnh hưởng chỉ hoàn thành 76% mục tiêu doanh thu và 74% mục tiêu lợi nhuận

### Kế Hoạch Kinh Doanh Và Thực Hiện Năm 2023

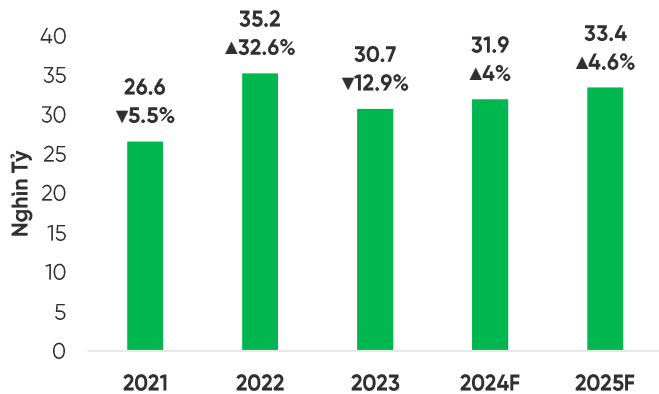


## DOANH THU ĐƯỢC KỲ VỌNG TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG TUY NHIÊN SẼ CÓ NHIỀU THÁCH THỨC

Doanh thu năm 2023 ghi nhận mức 30,7 nghìn tỷ (giảm 13% svck) do bị ảnh hưởng từ kinh tế vĩ mô và nghị định 100/2019/NĐ-CP. **Chúng tôi kỳ vọng doanh thu trong năm 2024 và 2025 sẽ đạt lần lượt là 31,9 nghìn tỷ và 33,4 nghìn tỷ** nhờ vào sự tập trung duy trì thị phần ở phân khúc khách hàng kinh tế và phổ thông, thêm vào đó là đẩy mạnh phân khúc cao cấp, SAB có các hoạt động nhằm mang đến những tác động động tích cực cho hiệu quả bán hàng như (1) cải thiện sự hiện diện và khả năng phân phối ở tất cả các khu vực, mở rộng các kênh tiêu thụ như thương mại điện tử, (2) khuyến mãi dành cho người tiêu dùng ở quy mô lớn hơn, (3) Xây dựng các cụm điểm bán hàng Bia Saigon nhằm thu hút người tiêu dùng và mở thêm các điểm bán hàng

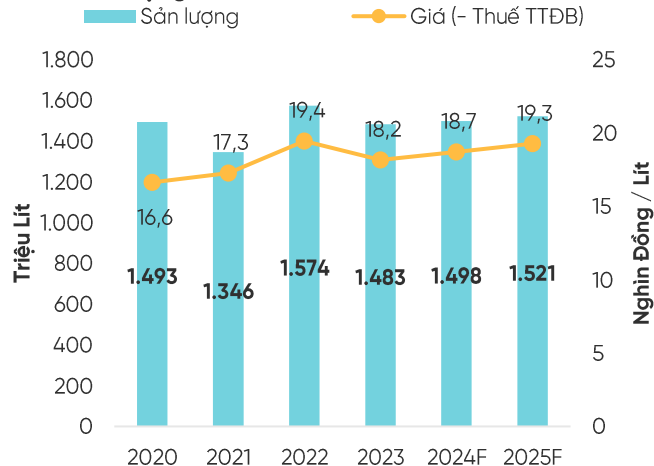
Tổng sản lượng bán hàng của Sabeco trong năm 2023 đạt 1,48 tỷ lít, chúng tôi kỳ vọng với sự phục hồi của tiêu dùng trong nước đi kèm với sự thích nghi dần của người dân với nghị định 100/2019/NĐ-CP sẽ hỗ trợ sự tăng trưởng sản lượng trong các năm sau. Ngoài ra, giá bán trung bình ước tính trên 1 lít của Công ty đã sụt giảm từ mức 19,4 nghìn/lít năm 2022 về 18,2 nghìn/lít năm 2023. Chúng tôi ước tính giá bia trên 1 lít của Sabeco có thể sẽ gia tăng trong những năm sau với mức 3%/năm tương ứng với tỷ lệ lạm phát của Việt Nam lần lượt đạt 18,7 nghìn và 19,3 nghìn.

### Doanh Thu Qua Các Năm

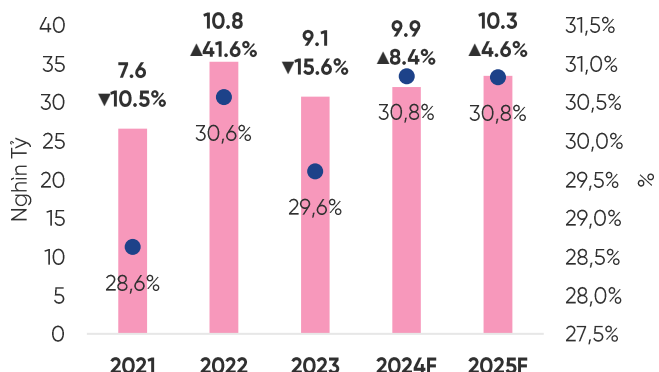


Bia	23,2	30,6	26,9	28,0	29,3
Khác	3,3	4,6	3,8	3,9	4,1

### Sản Lượng & Giá Bán Ước Tính Qua Các Năm



## LỢI NHUẬN GỘP CẢI THIẾN SONG SONG VỚI DOANH THU

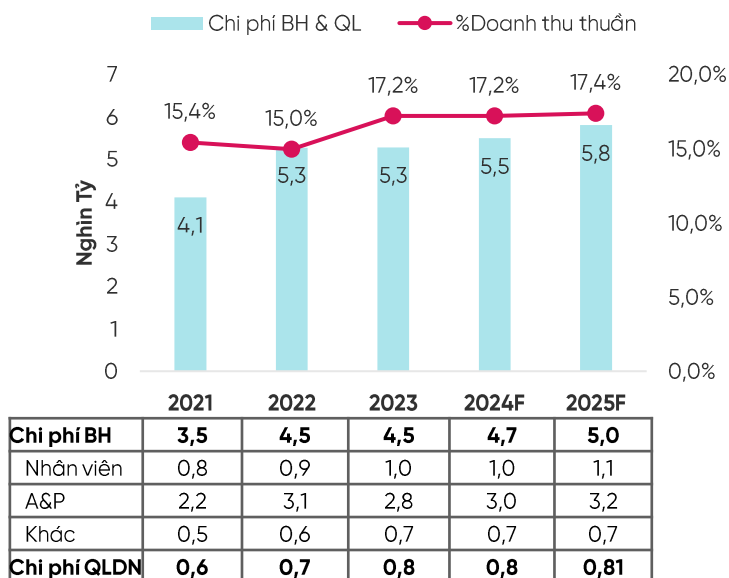


Trong đó					
Bia	7,68	10,83	9,17	9,68	10,13
Khác	0,13	0,20	0,17	0,17	0,17

Lợi nhuận gộp của SAB trong năm 2023 đã đạt 9,1 nghìn tỷ (giảm 16% svck), chủ yếu do lượng sản phẩm tiêu thụ giảm và chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao. Biên lợi nhuận gộp của SAB trong năm 2023 giảm nhẹ xuống 29,6% do thực thi nghị định 100 khiến các hãng bia tăng chiết khấu và giảm giá để khuyến khích người tiêu dùng sử dụng sản phẩm. **Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp trong 2024 và 2025 sẽ đạt lần lượt là 9,9 nghìn tỷ và 10,30 nghìn tỷ và biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện và duy trì ở mức 30,8%** nhờ vào (1) doanh thu bia phục hồi ở mức 4% svck (2) nỗ lực cải thiện chất lượng sản phẩm và quản lý lợi nhuận bằng cách tăng cường hiệu quả sản xuất và triển khai các hoạt động quản lý chi phí chặt chẽ (3) SAB đã tích lũy được nhôm với mức giá thấp vào cuối năm 2023.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2024

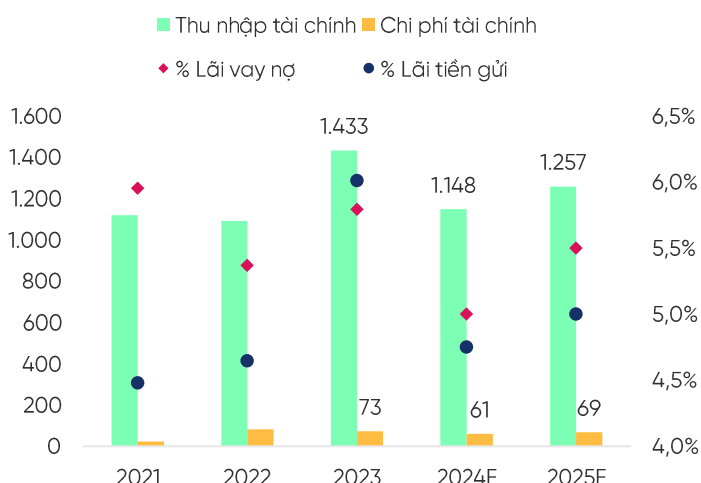
### CHI PHÍ BH & QL KỲ VỌNG TĂNG ĐỂ HỖ TRỢ MỤC TIÊU DOANH THU VÀ MỞ RỘNG THỊ PHẦN



Trong năm 2023, chi phí bán hàng và quản lý đạt 5,28 nghìn tỷ (tăng 0,1% svck), tỷ lệ Chi phí BH & QL/Doanh thu thuần đã tăng từ mức 12,7% trong năm 2020 lên mức 17,2% trong năm 2023. Trong đó, chi phí bán hàng đạt 4,48 nghìn tỷ (giảm 1% svck) nhờ vào việc kiểm soát chặt chẽ chi phí quảng cáo & khuyến mãi, chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 801 tỷ (tăng 8% svck) đến từ việc chi phí nhân viên cao hơn.

Với mục tiêu tăng doanh thu và mở rộng thị phần chúng tôi kỳ vọng trong năm 2024 và 2025, chi phí BH & QL sẽ tiếp tục gia tăng đạt lần lượt 5,49 nghìn tỷ và 5,81 nghìn tỷ, tỷ lệ Chi phí BH & QL/ doanh thu thuần sẽ duy trì được ở mức 17,2% (nhờ vào việc chi tiêu cho quảng cáo và khuyến mãi sẽ có chọn lọc hơn theo định hướng của ban lãnh đạo)

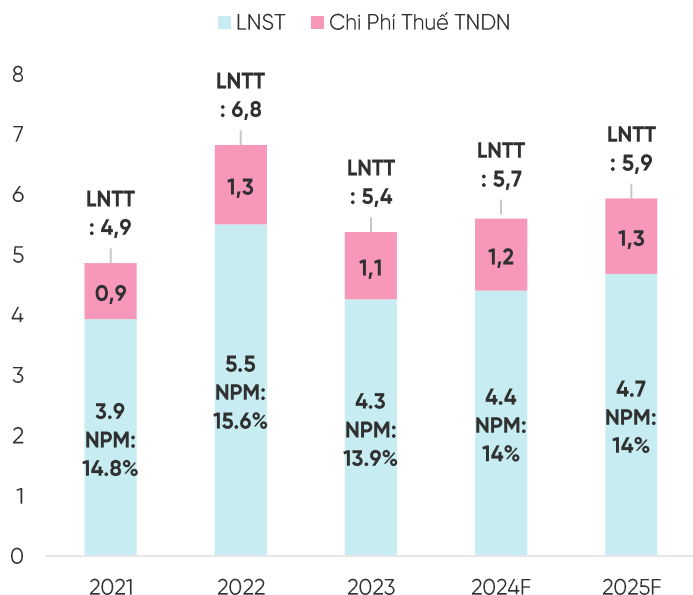
### THU NHẬP TÀI CHÍNH SẼ TĂNG QUA CÁC NĂM



Chúng tôi đánh giá lãi suất sẽ giảm trong 2024 và bắt đầu tăng trong 2025 sẽ tác động tương đối đến hoạt động tài chính của Công ty, trong đó:

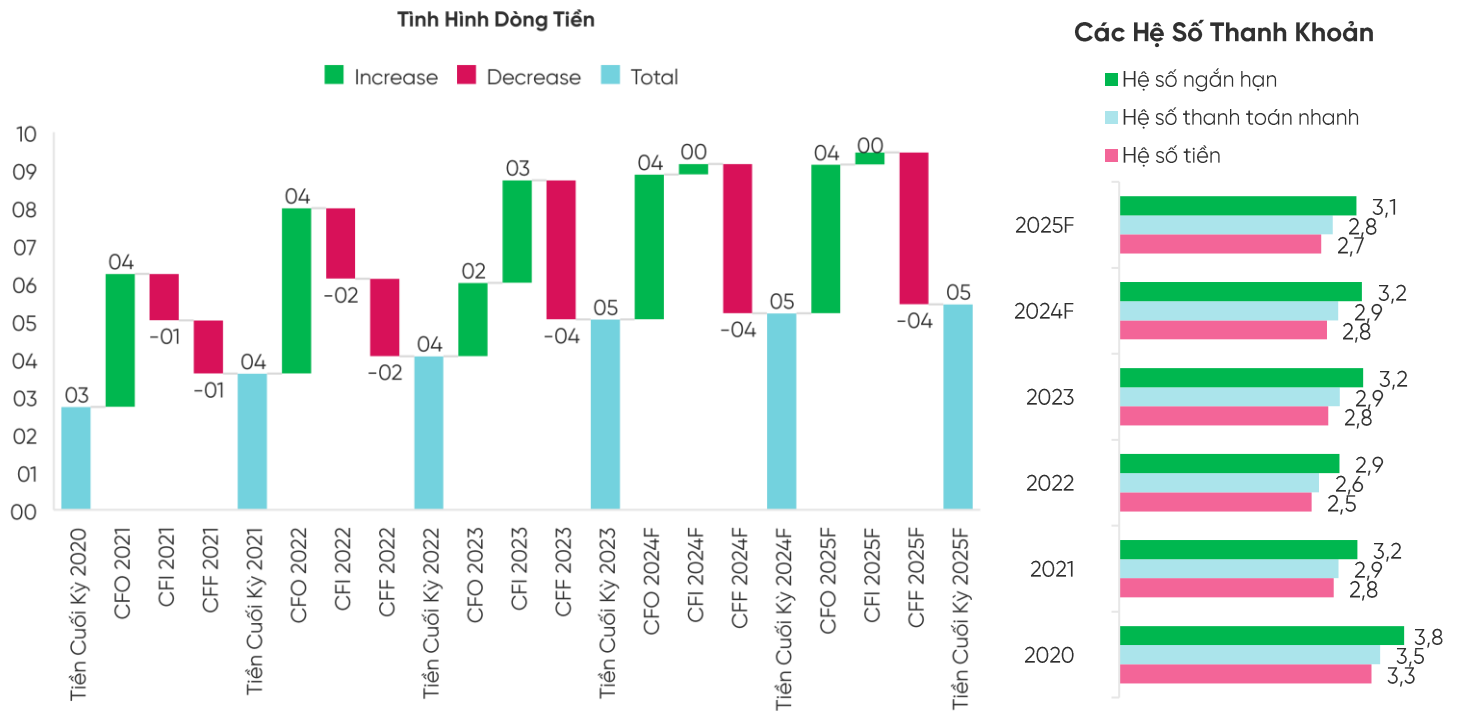
- Thu nhập tài chính:** Chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi của Sabeco trong năm 2024 sẽ ở mức 4,75%, điều đó có thể tác động mạnh vào thu nhập tài chính trong năm nay với giá trị thu nhập tài chính dự kiến giảm về mức 1,15 nghìn tỷ. SAB có nguồn lực tiền mặt và đầu tư ngắn hạn chiếm tỷ trọng tương đối cao nên trong 2025 khi mặt bằng lãi suất có biến động tăng trở lại sẽ góp phần tăng thu nhập tài chính.
- Chi phí tài chính:** Vốn vay chiếm tỷ trọng rất thấp, trong trung và dài hạn thu nhập tài chính của SAB vẫn cực kỳ hấp dẫn. Do tính thanh khoản dồi dào, hiện tại SAB không phụ thuộc vào nợ vay để phát triển hoạt động, vì vậy khoản mục này sẽ không có tác động đáng kể đến hoạt động kinh doanh của Công ty.

### LỢI NHUẬN KỲ VỌNG CẢI THIỆN DẦN QUA CÁC NĂM



Lợi nhuận trước thuế năm 2023 của Sabeco đã sụt giảm về mức 5,4 nghìn tỷ từ mức 6,8 nghìn tỷ của năm 2022 do những khó khăn chung của ngành bia khi Chính phủ thực hiện nghiêm túc nghị định 100/2019/NĐ-CP. Ngoài ra, biên lợi nhuận ròng cũng đã giảm mạnh về mức 13,9% trong năm 2023 khi so sánh với mức 15,6% năm 2022, nguyên nhân chủ yếu đến từ cả sản lượng và giá bán trong năm sụt giảm lần lượt 5,8% và 6,6% svck. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế của Sabeco sẽ cải thiện nhẹ qua từng năm, cụ thể năm 2024 và 2025 sẽ đạt lần lượt là 5,7 nghìn tỷ và 5,9 nghìn tỷ đi kèm với biên lợi nhuận ròng duy trì ở mức 14% tương đương so với năm 2023.

## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH DÒNG TIỀN



Tình hình dòng tiền của Sabeco luôn đạt mức thanh khoản cao qua từng năm. Với sự kỳ vọng hoạt động kinh doanh sẽ cải thiện trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong năm 2024 và 2025 sẽ cải thiện mạnh mẽ so với năm 2023, mang về cho Sabeco 3,8 nghìn tỷ/năm. Điều này sẽ giúp Công ty đủ khả năng để tài trợ việc chia cổ tức hàng năm cho cổ động hiện hữu lên đến 4 nghìn tỷ/năm tương đương 3 nghìn đồng/cổ phiếu trong năm 2024 và 2025. Ngoài ra, các chỉ số thanh khoản của Công ty như hệ số tiền, hệ số thanh toán nhanh, và hệ số ngắn hạn đều được duy ở mức cao qua từng năm.

## KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

### KHUYẾN NGHỊ

- **Trên thế giới, nhiều dự báo cũng cho thấy danh mục sản phẩm đồ uống có cồn sẽ bị sụt giảm thị phần, trong khi đồ uống không có cồn sẽ tăng 25% trong khoảng 2022 – 2026 khi các hãng rượu bia buộc phải chuyển hướng kinh doanh.** Theo Forbes, thế hệ Gen Z uống rượu bia ít hơn 20% so với thế hệ Millennials và việc ngày càng nhiều người tiêu dùng chú trọng đến sức khỏe khiến nhu cầu tiêu thụ đồ uống có cồn giảm mạnh. Khảo sát của Gallup cho thấy có một nửa người được hỏi trong thập niên 1990–2000 cho biết bia là thứ đồ uống ưa thích nhất của mình thì tỷ lệ này đã giảm xuống chỉ còn 37% hiện nay. Báo cáo từ Nielsen cho biết: Sau ổn định sự nghiệp, mục tiêu quan trọng kế tiếp của người dân Việt Nam là sức khỏe. Gần 80% người tiêu dùng hiện nay có nhu cầu với các sản phẩm tốt cho sức khỏe. Mối quan tâm về sức khỏe của người tiêu dùng Việt tạo nên xu hướng mới
- **Chúng tôi kỳ vọng doanh thu trong năm 2024 và 2025 sẽ đạt lần lượt là 31,9 nghìn tỷ và 33,4 nghìn tỷ** nhờ vào sự tập trung duy trì thị phần ở phân khúc khách hàng kinh tế và phổ thông, thêm vào đó là đẩy mạnh phân khúc cao cấp, SAB có các hoạt động nhằm mang đến những tác động động tích cực cho hiệu quả bán hàng như (1) cải thiện sự hiện diện và khả năng phân phối ở tất cả các khu vực, mở rộng các kênh tiêu thụ như thương mại điện tử, (2) khuyến mãi dành cho người tiêu dùng ở quy mô lớn hơn, (3) Xây dựng các cụm điểm bán hàng Bia Saigon nhằm thu hút người tiêu dùng và mở thêm các điểm bán hàng. Tổng sản lượng bán hàng của Sabeco trong năm 2023 đạt 1,48 tỷ lít, chúng tôi kỳ vọng với sự phục hồi của tiêu dùng trong nước đi kèm với sự thích nghi dần của người dân với nghị định 100/2019/NĐ-CP sẽ hỗ trợ sự tăng trưởng sản lượng trong các năm sau. Ngoài ra, giá bán trung bình ước tính trên 1 lít của Công ty đã sụt giảm từ mức 19,4 nghìn/lít năm 2022 về 18,2 nghìn/lít năm 2023. Chúng tôi ước tính giá bia trên 1 lít của Sabeco có thể sẽ gia tăng trong những năm sau với mức 3%/năm tương ứng với tỷ lệ lạm phát của Việt Nam lần lượt đạt 18,7 nghìn và 19,3 nghìn.
- **Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp trong 2024 và 2025 sẽ đạt lần lượt là 9,9 nghìn tỷ và 10,30 nghìn tỷ, biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện ở mức 30,8%** nhờ vào (1) doanh thu bia phục hồi ở mức 4% svck (2) nỗ lực cải thiện chất lượng sản phẩm và quản lý lợi nhuận bằng cách tăng cường hiệu quả sản xuất và triển khai các hoạt động quản lý chi phí chặt chẽ (3) SAB đã tích lũy được nhóm với mức giá thấp vào cuối năm 2023.
- Với sự kỳ vọng hoạt động kinh doanh sẽ cải thiện trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong năm 2024 và 2025 sẽ cải thiện mạnh mẽ so với năm 2023, mang về cho Sabeco 3,8 nghìn tỷ/năm. **Điều này sẽ giúp Công ty đủ khả năng để tài trợ việc chia cổ tức hằng năm cho cổ động hiện hữu lên đến 4 nghìn tỷ/năm tương đương 3 nghìn đồng/cổ phiếu trong năm 2024 và 2025.**

### Rủi ro:

- Việc thực thi nghiêm ngặt nghị định 100 dẫn đến tiêu thụ bia tiếp tục giảm, bên cạnh cạnh tranh gay gắt từ các công ty cùng ngành dẫn đến mất thị phần
- Ảnh hưởng của kinh tế vĩ mô tiếp tục kéo dài dẫn đến việc người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu
- Chi phí quảng cáo và khuyến mãi (A&P) tiếp tục tăng cao hơn do cạnh tranh/Các chi phí đầu vào biến động lớn



## KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

### ĐỊNH GIÁ THEO RELATIVE METHOD

Sabeco là một trong 2 công ty bia lớn nhất trên thị trường hiện tại, và hoàn toàn lấn áp hoàn toàn các công ty nhỏ lẻ khác trong cùng ngành, do đó sẽ có sự khác biệt nhất định về phương thức kinh doanh và cấu trúc vốn. Vì vậy, đối với phương pháp định giá theo Relative Method, chúng tôi sẽ chỉ sử dụng dữ liệu lịch sử của Sabeco gồm PE, PB, và PS để làm cơ sở định giá. Ngoài ra, trên cơ sở thận trọng, chúng tôi sử dụng lần lượt giá trị thấp nhất của ba hệ số này trong vòng 5 năm để thực hiện định giá.

Kết quả thu được như sau:

Phương Pháp PE	Giá trị	Phương Pháp PB	Giá trị	Phương Pháp PS	Giá trị
Min PE – 5Y (x)	14,7	Min PB – 5Y (x)	2,0	Min PS – 5Y (x)	2,8
LN Công ty mẹ 2024E (Tỷ)	4.249	Giá trị sổ sách 2024E (Tỷ)	25.896	Doanh thu (Tỷ)	31.946
Số lượng cổ phiếu (Triệu)	1.282,6	Số lượng cổ phiếu (Triệu)	1.282,6	Số lượng cổ phiếu (Triệu)	1.282,6
EPS BQ 4Y 2024E (VNĐ)	3.313	Giá sổ sách/Cổ phiếu (VNĐ)	20.191	Doanh thu/Cổ phiếu	24.908
<b>Giá trị/Cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>48.567</b>	<b>Giá trị/Cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>39.373</b>	<b>Giá trị/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>68.995</b>

### ĐỊNH GIÁ THEO ABSOLUTE METHOD – DCF

Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, bên cạnh các kỳ vọng về kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty, chúng tôi có thực hiện thêm một số giả định như sau:

- ✓ Chi phí vốn (Cost of capital): Như đã đề cập, Công ty có xu hướng ít phụ thuộc nợ vay, và trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn để tài trợ việc gia tăng vốn lưu động, do đó chi phí vốn vay tương đối thấp. Bên cạnh đó, hệ số beta của Sabeco tương đối thấp chỉ ở mức 0,6. Từ đó, chi phí vốn của Sabeco chỉ ở mức 6,3%.
- ✓ Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn (Terminal growth): Do ngành bia đã đạt trạng thái bão hòa qua các năm, vì vậy chúng tôi đặt kỳ vọng tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn sẽ chỉ ở mức 1%.

Phương Pháp DCF	2024E	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Lợi nhuận hoạt động (Tỷ)</b>	<b>4.359</b>	<b>4.494</b>	<b>4.633</b>	<b>4.776</b>	<b>4.922</b>
Cộng: Khấu hao (Tỷ)	602	615	628	643	657
Trừ: Thuế (Tỷ)	(1.195)	(1.251)	(1.300)	(1.366)	(1.425)
Trừ: Tăng vốn lưu động (Tỷ)	(197)	(9)	(10)	(10)	(11)
Trừ: CAPEX (Tỷ)	(256)	(268)	(280)	(293)	(306)
Dòng tiền không đòn bẩy (Tỷ)	<b>3.314</b>	<b>3.581</b>	<b>3.672</b>	<b>3.749</b>	<b>3.837</b>
Giá trị cuối cùng (Tỷ)					73.734
<b>Tổng dòng tiền (Tỷ)</b>	<b>3.314</b>	<b>3.581</b>	<b>3.672</b>	<b>3.749</b>	<b>77.571</b>
Chi phí vốn (%)	6,3%				
Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn (%)	1,0%				
<b>Giá trị doanh nghiệp (Tỷ)</b>	<b>73.922</b>				
Điều chỉnh các khoản					
Cộng: Tiền (Tỷ)	5.208				
Cộng: Đầu tư ngắn hạn (Tỷ)	18.541				
Trừ: Nợ vay tài chính (Tỷ)	807				
<b>Giá trị VCSH (Tỷ)</b>	<b>96.863</b>				
Số lượng cổ phiếu (Triệu)	1.282,6				
<b>Giá trị/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>75.523</b>				

KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

BÌNH QUÂN CÓ TRỌNG SỐ

Chúng tôi xác định phương pháp DCF sẽ là phương pháp đáng tin cậy, vì vậy sẽ chiếm tỷ trọng 70%, các phương pháp còn lại sẽ có tỷ trọng 10% trên mỗi phương pháp

	Tỷ trọng	2024E
Giá trị/cổ phiếu (VNĐ) theo:		
- PE	10,0%	48.567
- PB	10,0%	39.372
- PS	10,0%	68.995
- DCF	70,0%	75.523
Giá trị BQ trọng số/cổ phiếu (VNĐ)	100,0%	68.560
Số lượng cổ phiếu (Triệu)		1.283
Giá trị VCSH (Tỷ)		87.932
Các khoản điều chỉnh (Tỷ)		22.941
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ)		64.991

PHÂN TÍCH TÌNH HUỐNG

Với sự không chắc chắn của các tình huống tăng thuế tiêu thụ đặc biệt, chúng tôi thực hiện phân tích tình huống đối với yếu tố này trong ba tình huống gồm: (1) Tích cực: Giữ nguyên tại mức 65%; (2) Cơ sở: Điều chỉnh lên mức 70%; (3) Tiêu cực: Điều chỉnh lên mức 75%.

	Tích cực	Cơ Sở	Tiêu cực
Thuế tiêu thụ đặc biệt	65%	70%	75%
Tăng trưởng doanh thu 2026 - 2028	1,5%/năm	1,0%/năm	0,5%/năm
Biên lợi nhuận gộp từ 2026 - 2028	35,6%	34,6%	33,6%
Biên lợi nhuận ròng			
2026	13,9%	13,9%	13,9%
2027	13,9%	14,0%	14,0%
2028	13,9%	13,9%	14,0%
Giá / Cổ phiếu	69.007	68.559	68.116

Có thể thấy rằng trong cả ba trường hợp mà chúng tôi giả định, giá của SAB vẫn dao động trong biên độ nhỏ và không có nhiều rủi ro so với thị giá hiện tại.

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy với hai yếu tố quan trọng gồm biên lợi nhuận gộp và chi phí vốn nhằm xem xét độ biến động của dự báo giá cổ phiếu.

		%Biên LNG Mảng Bia										
		32,1%	32,6%	33,1%	33,6%	34,1%	34,6%	35,1%	35,6%	36,1%	36,6%	37,1%
%Chi Phí Vốn	5,3%	68.586	70.397	72.209	74.020	75.832	77.643	79.455	81.266	83.078	84.889	86.701
	5,5%	66.792	68.534	70.275	72.017	73.758	75.500	77.242	78.983	80.725	82.466	84.208
	5,7%	65.153	66.830	68.508	70.186	71.863	73.541	75.219	76.897	78.574	80.252	81.930
	5,9%	63.649	65.268	66.887	68.506	70.125	71.744	73.363	74.982	76.601	78.220	79.839
	6,1%	62.263	63.828	65.393	66.958	68.523	70.088	71.653	73.218	74.783	76.348	77.913
	6,3%	60.983	62.499	64.014	65.529	67.044	68.559	70.074	71.589	73.104	74.620	76.135
	6,5%	59.797	61.266	62.735	64.204	65.673	67.142	68.611	70.080	71.549	73.018	74.486
	6,7%	58.695	60.121	61.547	62.973	64.399	65.825	67.251	68.677	70.103	71.529	72.955
	6,9%	57.669	59.055	60.440	61.826	63.212	64.598	65.984	67.370	68.756	70.142	71.528
	7,1%	56.710	58.058	59.407	60.755	62.104	63.452	64.801	66.149	67.498	68.846	70.195
7,3%	55.812	57.126	58.439	59.753	61.066	62.380	63.693	65.007	66.320	67.634	68.947	

**PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

**Bảng Cân Đối Kế toán**

Tỷ Đồng	2022	2023	2024F	2025E
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>26.860</b>	<b>26.553</b>	<b>27.712</b>	<b>28.972</b>
Tiền và Tương đương tiền	4.070	5.040	2.260	2.336
Đầu tư ngắn hạn	19.412	17.741	21.488	22.476
Phải thu ngắn hạn	898	1.229	1.285	1.357
Hàng tồn kho	2.194	2.318	2.424	2.535
Tài sản ngắn hạn khác	288	226	255	267
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>7.605</b>	<b>7.503</b>	<b>7.208</b>	<b>6.961</b>
Tài sản cố định	4.455	26.553	3.636	3.302
Bất động sản đầu tư	153	-8.807	266	254
Tài sản dở dang	134	-32	144	144
Đầu tư dài hạn	2.214	144	2.346	2.409
Tài sản dài hạn khác	649	2.287	816	853
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>34.465</b>	<b>34.057</b>	<b>34.920</b>	<b>35.933</b>
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>9.874</b>	<b>8.572</b>	<b>9.024</b>	<b>9.439</b>
<b>Nợ Ngắn Hạn</b>	<b>9.214</b>	<b>8.225</b>	<b>8.595</b>	<b>8.990</b>
Phải trả người bán	2.766	2.476	2.399	2.509
Thuế & Nợ nhà nước	1.621	1.359	1.401	1.465
Vay ngắn hạn	659	530	619	647
Phải trả ngắn hạn khác	4.168	3.860	4.177	4.369
<b>Nợ Dài Hạn</b>	<b>660</b>	<b>347</b>	<b>429</b>	<b>448</b>
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>24.591</b>	<b>25.485</b>	<b>25.896</b>	<b>26.494</b>
Vốn góp của chủ sở hữu	6.413	12.826	12.826	12.826
LNST CPP	15.565	10.217	10.619	11.200
Khác	1.163	1.169	1.169	1.169
Cổ đông thiểu số	1.451	1.273	1.283	1.299
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>34.465</b>	<b>34.057</b>	<b>34.920</b>	<b>35.933</b>

**Báo Cáo Lưu Chuyển Tiền Tệ**

Đơn Vị	2022	2023	2024F	2025F
<b>Tiền Đầu Kỳ</b>	<b>3.607</b>	<b>4.070</b>	<b>5.040</b>	<b>5.208</b>
Lợi Nhuận Hoạt Động	5.498	3.811	4.359	4.494
Cộng: Chi Phí Khấu Hao	561	570	602	615
Cộng: Dự Phòng	(0)	3	-	-
Trừ: Thanh Toán Thuế	(49)	(50)	(38)	(45)
Trừ: Thanh Toán Lãi Vay	(1.330)	(1.100)	(1.195)	(1.251)
Trừ: Tăng Vốn Lưu Động	(199)	(1.109)	(197)	(9)
Điều Chỉnh Khác	(103)	(186)	304	125
<b>Dòng Tiền Kinh Doanh (CFO)</b>	<b>4.379</b>	<b>1.940</b>	<b>3.836</b>	<b>3.928</b>
CAPEX Ròng	(529)	(281)	(256)	(268)
Cho Vay Ròng	(2.353)	1.633	(799)	(852)
Đầu Tư Ròng	-	-	-	-
Cổ Túc Và Lãi Suất Được Nhận	1.014	1.364	1.337	1.447
<b>Dòng Tiền Đầu Tư (CFI)</b>	<b>(1.868)</b>	<b>2.716</b>	<b>282</b>	<b>327</b>
Thu Ròng Phát Hành Cổ Phần	-	-	-	-
Vay Ròng	371	(331)	106	37
Cổ Túc Đã Trả	(2.419)	(3.354)	(4.056)	(4.059)
<b>Dòng Tiền Tài Chính (CFF)</b>	<b>(2.048)</b>	<b>(3.685)</b>	<b>(3.950)</b>	<b>(4.022)</b>
<b>Dòng Tiền Ròng Trong Kỳ</b>	<b>463</b>	<b>971</b>	<b>168</b>	<b>233</b>
Ảnh Hưởng Của Tỷ Giá Hối Đoái	-	(0)	-	-
<b>Tiền Cuối Kỳ</b>	<b>4.070</b>	<b>5.040</b>	<b>5.208</b>	<b>5.441</b>

**Báo Cáo Kết Quả Hoạt Động Kinh Doanh**

Tỷ Đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>34.979</b>	<b>30.461</b>	<b>31.700</b>	<b>33.156</b>
Giá vốn hàng bán	-24.208	-21.370	-21.850	-22.856
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>10.771</b>	<b>9.091</b>	<b>9.851</b>	<b>10.300</b>
Chi phí bán hàng	-4.532	-4.479	-4.719	-4.998
Chi phí quản lý	-741	-801	-773	-808
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>5.498</b>	<b>3.811</b>	<b>4.359</b>	<b>4.494</b>
Khấu hao	561	570	602	615
<b>LN trước lãi, thuế, và KH</b>	<b>6.059</b>	<b>4.382</b>	<b>4.961</b>	<b>5.109</b>
Thu nhập tài chính	1.091	1.433	1.148	1.257
Chi phí tài chính	-82	-73	-61	-69
Chi phí lãi vay	-46	-50	-38	-45
Lợi nhuận khác	-16	-32	-32	-32
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>6.813</b>	<b>5.370</b>	<b>5.662</b>	<b>5.902</b>
Chi phí thuế	-1.314	-1.115	-1.195	-1.245
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>5.500</b>	<b>4.255</b>	<b>4.467</b>	<b>4.657</b>
CD không kiểm soát	276	137	218	228
Công ty mẹ	5.224	4.118	4.249	4.429

**Các Chỉ Số Tài Chính**

Đơn vị	2022	2023	2024F	2025F
<b>Chỉ Số Định Giá</b>				
PE (x)	7,0	18,5	18,7	19,9
PB (x)	1,6	3,1	3,1	3,3
PS (x)	1,1	2,4	2,5	2,6
<b>Chỉ Số Tăng Trưởng</b>				
Tổng tài sản (%)	13,0	-1,2	2,5	3,0
Tổng nợ (%)	55,8	-32,1	15,1	4,6
Doanh thu thuần (%)	32,6	-12,9	4,1	4,6
Lợi nhuận gộp (%)	41,6	-15,6	8,4	4,6
Chi phí BH&QL (%)	28,7	0,1	4,0	5,7
Lợi nhuận ròng (%)	40,0	-22,6	5,0	4,7
<b>Chỉ Số Thanh Toán Dài Hạn</b>				
Nợ/VCSH (%)	4,2	2,8	3,1	3,2
Nợ ròng/VCSH (%)	-91,3	-86,6	-88,6	-90,5
EBIT/Lãi vay(x)	120,8	75,9	115,6	99,0
Nợ/EBITDA (x)	17,0	16,0	16,3	16,5
Nợ ròng/EBITDA (x)	-3,7	-5,0	-4,6	-4,7
<b>Chỉ Số Thanh Khoản</b>				
Hệ số tiền&ĐT NH (x)	2,5	2,8	2,8	2,8
Hệ số thanh toán nhanh (x)	2,6	2,9	2,9	2,9
Hệ số ngắn hạn (x)	2,9	3,2	3,2	3,2
Hệ số ngắn hạn (x)	4,2	2,8	4,8	4,7
<b>Chỉ Số Lợi Nhuận</b>				
Biên lợi nhuận gộp (%)	95,2	37,6	100,8	85,5
Biên lợi nhuận gộp (%)	30,6	29,6	30,8	30,8
Biên EBIT (%)	19,3	17,5	17,7	17,7
Biên EBITDA (%)	17,2	14,3	15,5	15,3
Biên lợi nhuận ròng (%)	15,6	13,9	14,0	14,0
ROA (%)	16,9	12,4	13,0	13,2
ROE (%)	23,3	17,0	17,4	17,9
<b>Chỉ Số Hiệu Quả Quản Lý</b>				
Ngày hàng tồn kho (ngày)	7,3	9,6	38,6	39,6
Ngày khoản phải thu (ngày)	-2,6	-4,5	-19,8	-21,1
Ngày khoản phải trả (ngày)	2,6	4,5	19,8	21,1
Vòng quay tiền (ngày)	2,1	0,5	-1,0	-2,6
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0,5	0,8	1,0	0,9

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Đầu Tư chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Đầu Tư không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Đầu Tư – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: [cskh@vpbanks.com.vn](mailto:cskh@vpbanks.com.vn)

Website: [www.vpbanks.com.vn](http://www.vpbanks.com.vn)

### Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: [research@vpbanks.com](mailto:research@vpbanks.com)