



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) 55,100 VND

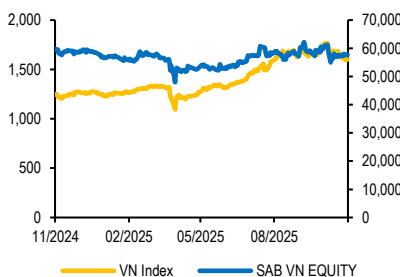
Giá hiện tại (10/11/2025) **46,050 VND**

Suất sinh lời (%) **19.7%**

VNINDEX	1,593
P/E thị trường	13.5
Vốn hóa (tỷ VND)	59,062
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,283
Tự do giao dịch (triệu CP)	134
52-tuần cao/thấp (VND)	58,500/41,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.08
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	39
Sở hữu nước ngoài (%)	58.4

Cổ đông lớn (%)	CT TNHH Vietnam Beverage	54
	Bộ Công thương	36

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-3.8	-6.0	-16.6
So với VN-Index (%)	-4.3	-31.7	-43.8



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyễn

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



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Từng bước phục hồi

Duy trì khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 55,100 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 35% (Euromonitor, 2024). SAB đứng đầu về số lượng nhà máy bia với công suất 3.1 tỷ lít/năm, cung cấp các sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E để định giá SAB, vừa đưa ra khuyến nghị mua với giá mục tiêu VND 55,100, tương đương tiềm năng tăng giá 19.7% so với giá hiện tại.

Cập nhật KQKD Q3 và 9 tháng 2025

Sabeco ghi nhận doanh thu Q3/2025 đạt 6,437 tỷ đồng (-16% YoY) và LNST đạt 1,404 tỷ đồng (+21% YoY). Doanh thu mảng bia tiếp tục sụt giảm 12% YoY do tác động của việc hợp nhất với Sabibeco và giảm sản lượng trong bối cảnh thị trường tiêu thụ còn nhiều khó khăn. Nhờ tác động của việc sáp nhập, kết hợp với giá nguyên liệu như đại mạch và gạo giảm mà biên lợi nhuận gộp mảng bia trong Q3 cũng được cải thiện đáng kể lên 38.8%, đẩy biên lợi nhuận gộp tổng lên 37.1% (tăng 7 điểm phần trăm YoY).

Tăng trưởng của LNST được hỗ trợ chi phí tài chính giảm sau khi hoàn tất phân bổ giá mua của thương vụ mua lại SBB. Nhưng những yếu tố tích cực này cũng bị ảnh hưởng bởi chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng khi biên SG&A trong kỳ tăng lên 18.8% (+4.6% YoY).

Như vậy, lũy kế 9 tháng, SAB đã ghi nhận 19,052 tỷ đồng doanh thu thuần và 3,454 tỷ đồng LNST, hoàn thành lần lượt 60% và 71% kế hoạch đề ra tại ĐHCĐ.

Triển vọng năm 2025 và 2026

Chúng tôi cho rằng doanh thu Q4 có thể tiếp tục tăng trưởng và đạt kết quả tích cực hơn Q3 do là mùa cao điểm trước Tết, tuy nhiên có thể bị ảnh hưởng bởi các cơn bão lũ trong quý gây gián đoạn chuỗi cung ứng và ảnh hưởng đến hành vi tiêu dùng. Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu 2025 đạt 27,511 tỷ đồng, giảm 13.7% YoY và lợi nhuận gộp cả năm đạt 9,602 tỷ đồng (+3% YoY) nhờ xu hướng giá nguyên vật liệu thuận lợi và tiếp tục hưởng lợi từ giá trị cộng hưởng sau hợp nhất hỗ trợ cho biên LNG. Bước sang năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu quay lại tăng trưởng 1 chữ số ở mức 28,497 tỷ đồng (+3.6% YoY) và LNST đạt 4,724 tỷ đồng (+2.8% YoY) khi thị trường tiêu dùng phục hồi khả quan hơn.

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	27,511	28,497
LN từ HĐKD (tỷ VND)	5,498	3,811	4,437	4,704	4,982
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	5,499	4,255	4,494	4,597	4,724
EPS (VND)	7,980	3,132	3,291	3,362	3,455
BPS (VND)	36,083	18,877	18,152	16,534	16,515
OPM	15.7	12.5	13.9	17.1	17.5
NPM	15.7	14.0	14.1	16.7	16.6
ROE	22.4	17.0	18.0	19.6	20.9
PER (x)	18.8	18.4	16.9	16.4	15.9
PBR (x)	4.0	4.2	3.0	3.1	3.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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 Q3/2025 và dự phóng

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2024	Thay đổi (YoY)	9T/2025	Thay đổi (YoY)	2025F	Thay đổi (YoY)
Doanh thu thuần	6,437	7,670	-16%	19,052	-17%	27,511	-13.7%
Màng bia	6,021	6,865	-12%	17,694	-12%	25,456	-8.4%
Nguyên vật liệu	325	724	-55%	1,078	-56%	1,672	-55.0%
Nước giải khát	27	31	-13%	97	-18%	167	2.5%
Khác	64	50	28%	182	21%	216	6.4%
Lợi nhuận gộp	2,387	2,278	5%	6,707	-2%	9,602	3.0%
Biên lợi nhuận gộp	37.1%	29.7%	7%	35.2%	6%	34.9%	5.7%
Màng bia	38.8%	32.6%	6%	37.1%	4%	37.0%	4.2%
Nguyên vật liệu	0.3%	0.0%	0%	0.6%	0%	0.4%	0.0%
Nước giải khát	18.5%	25.8%	-7%	22.7%	-4%	22.8%	-5.4%
Khác	65.6%	70.0%	-4%	64.3%	-5%	63.7%	-4.9%
LNST	1,404	1,161	21%	3,454	-1%	4,597	2.3%
NPATMI	1,361	1,119	22%	3,361	0%	4,432	2.4%
Biên LNST	21.8%	15.1%	7%	18.1%	0%	16.7%	2.6%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Viet Nam

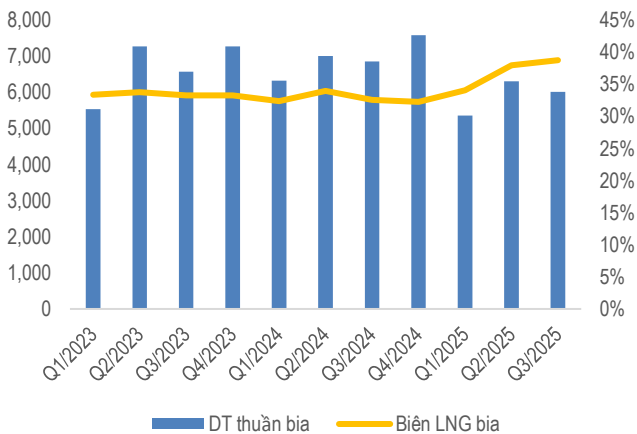
(Các khoản giảm trừ doanh thu được ghi nhận cho màng bia để tính toán doanh thu thuần)

Sabeco ghi nhận doanh thu quý 3/2025 đạt 6,437 tỷ đồng (-16% YoY) và LNST đạt 1,404 tỷ đồng (+21% YoY). Doanh thu màng bia tiếp tục sụt giảm 12% YoY do tác động của việc hợp nhất với Sabibeco (SBB) khi SBB trở thành công ty con thay vì công ty liên kết (thuế tiêu thụ đặc biệt bị loại ra khỏi doanh thu bán bia mà SAB mua từ SBB) và giảm sản lượng trong bối cảnh thị trường tiêu thụ còn nhiều khó khăn. Màng nguyên vật liệu cũng giảm 55% YoY do ảnh hưởng từ việc sáp nhập. Cũng nhờ tác động của việc sáp nhập và giá malt gạo giảm mà biên lợi nhuận gộp màng bia cũng cải thiện đáng kể lên 38.8% (cùng kỳ là 36.6%), đẩy biên lợi nhuận gộp tổng lên 37.1% (tăng 7 điểm phần trăm YoY).

Tăng trưởng của LNST được hỗ trợ chi phí tài chính giảm sau khi hoàn tất phân bổ giá mua của thương vụ mua lại SBB. Nhưng những yếu tố tích cực này cũng bị ảnh hưởng bởi chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng khi biên SG&A trong kỳ tăng lên 18.8% (+4.6% YoY).

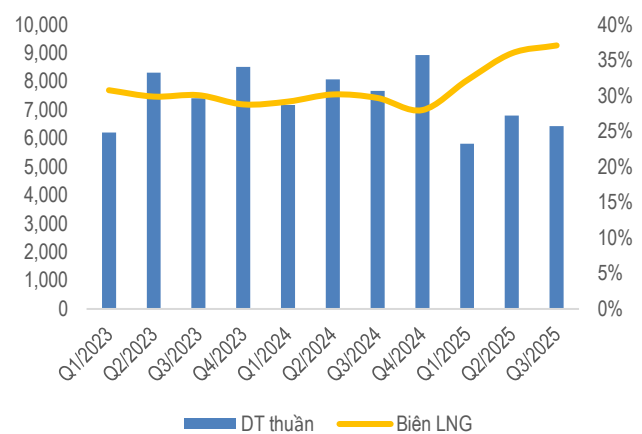
Như vậy, lũy kế 9 tháng, SAB đã ghi nhận 19,052 tỷ đồng doanh thu thuần và 3,454 tỷ đồng LNST, hoàn thành lần lượt 60% và 71% kế hoạch đề ra tại ĐHCĐ.

Doanh thu thuần và biên LNG mảng bia theo quý



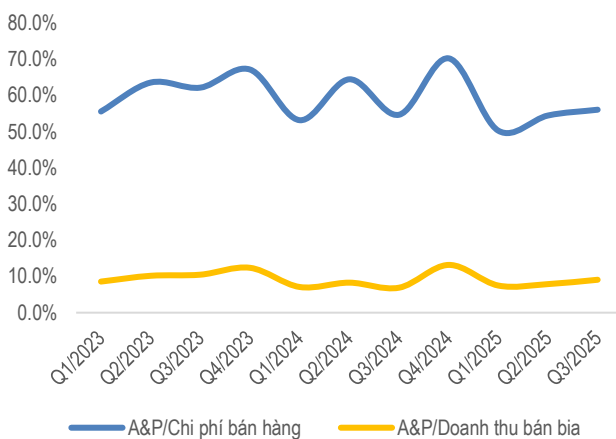
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu thuần và biên LNG của SAB theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

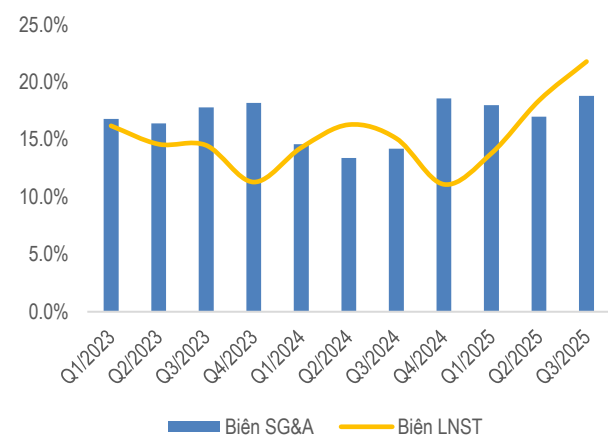
Chi phí Quảng cáo và khuyến mãi (A&P) theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

(*) A&P là một cấu phần của chi phí bán hàng

Biên SG&A và biên LNST theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi cho rằng doanh thu Quý 4 có thể tiếp tục tăng trưởng và đạt kết quả tích cực hơn Q3 do là mùa cao điểm trước Tết, tuy nhiên có thể bị ảnh hưởng bởi các cơn bão lũ trong quý gây gián đoạn chuỗi cung ứng và ảnh hưởng đến hành vi tiêu dùng. Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu 2025 đạt 27,511 tỷ đồng, giảm 13.7% YoY và lợi nhuận gộp cả năm đạt 9,602 tỷ đồng (+3% YoY) nhờ xu hướng giá nguyên vật liệu thuận lợi và tiếp tục hưởng lợi từ giá trị cộng hưởng sau hợp nhất hỗ trợ cho biên LNG. Bước sang năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu quay lại tăng trưởng 1 chữ số ở mức 28,497 tỷ đồng (+3.6% YoY) và LNST đạt 4,724 tỷ đồng (+2.8% YoY) khi thị trường tiêu dùng phục hồi khả quan hơn.

Hiện tại công ty đã bắt đầu chiến dịch bán hàng cho dịp Tết và tung bộ nhận diện bao bì Tết ra thị trường, là công ty đầu tiên ra mắt các sản phẩm Tết trên thị trường. Ngoài ra, công ty cũng chia sẻ trong thời gian sắp tới sẽ tập trung tăng độ phủ tại các khu vực nông thôn thông qua mở mới nhiều điểm bán để bù đắp cho những cửa hàng GT truyền thống đóng cửa trước ảnh hưởng của Nghị định mới về thuế và hóa đơn, đồng thời chú trọng phát triển kênh phân phối hiện đại (MT) để bắt kịp với xu hướng chung.

Định giá và khuyến nghị

Cập nhật khuyến nghị Mua với giá mục tiêu VND 55,100

Chúng tôi 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 giá mục tiêu ở mức VND 55,100 tương ứng với mức tăng 19.7% 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 14.6x và P/E quá khứ bình quân 5 năm của SAB là 18.9x. Kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2026 ở mức VND 3,455, **chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu 12 tháng SAB ở mức VND 58,044.**

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Mã chứng khoán	Tên doanh nghiệp	P/E	Vốn hóa (tỷ VND)	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EPS (%)	ROE (%)
HEIM MK Equity	HEINEKEN MALAYSIA BHD	20.5	41,177	6.03	20.56	114.08
CAB MK Equity	CARLSBERG BREWERY MALAYSIA B	14.5	31,592	5.11	2.57	135.63
MLBI IJ Equity	MULTI BINTANG INDONESIA PT	11.1	19,346	1.86	7.43	84.25
LION SL Equity	LION BREWERY CEYLON PLC	13.6	11,411	12.46	16.90	30.67
BHN VN Equity	HANOI BEER ALCOHOL & BEVERAGES	13.5	7,417	5.98	13.54	8.98
	Trung bình	14.6				
	P/E bình quân 5 năm (SAB)	18.9				
	P/E mục tiêu	16.8				
	EPS 2026F (VND)	3,455				
	Giá mục tiêu (VND)	58,044				

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 4% là lãi suất phi rủi ro, phần bù rủi ro vốn cổ phần là 8.66%. Dựa trên các giả định đó, chúng tôi chuyển định giá về đầu năm 2026, theo đó giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của SAB được xác định ở mức VND 52,100.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	10.40%
Lãi suất phi rủi ro (%)	4%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.66%
Beta (adjusted)	0.74
Chi phí nợ (%)	7%
Chi phí sử dụng vốn (%)	10.4%
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.01
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	341

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCF của SAB

Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	4,597	4,724	4,865	5,091	5,251	5,461
Cộng: Lãi vay sau thuế	23	23	23	22	22	22
Cộng: Khấu hao	536	545	539	551	562	136
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	454	110	149	(79)	(161)	(14)
Trừ: Vốn đầu tư	326	385	239	244	269	255
Dòng tiền tự do (FCFF)	4,376	4,797	5,039	5,499	5,727	5,378
Tỷ lệ chiết khấu	-	0.91	0.82	0.74	0.67	0.61
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	19,684					
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	31,544					
Giá trị doanh nghiệp	51,228					
Nợ vay	341					
Tiền và tương đương tiền	17,682					
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,810					
Số lượng cổ phiếu (tỷ đơn vị)	1.28					
Giá mục tiêu (VND)	52,100					

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)

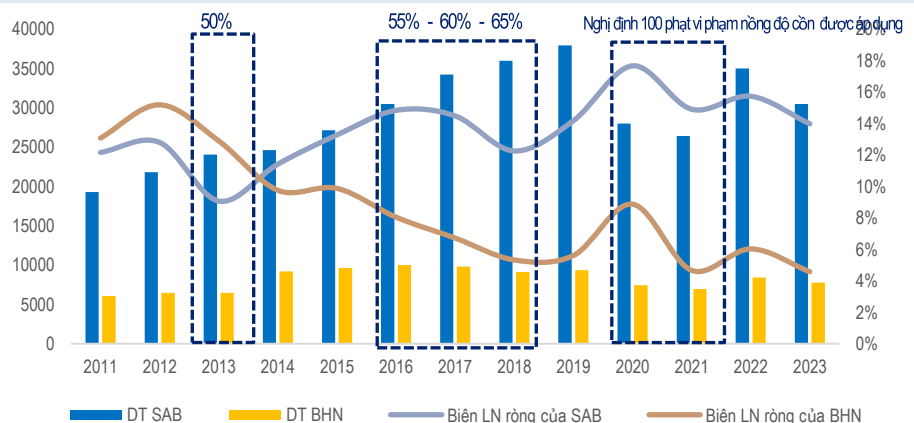
Thuế TTĐB áp dụng cho bia đang ở mức 65% và rượu ở mức 35-65% tùy mức độ cồn. Bộ Tài chính đã chốt lộ trình tăng thuế TTĐB trong tháng 7, theo đó mức thuế sẽ bắt đầu tăng từ năm 2027 (thay vì 2026 như dự thảo trước đây). Chúng tôi cho rằng SAB sẽ chuyển toàn bộ phần tăng thuế cho người tiêu dùng thông qua tăng giá bán. Vì vậy, tác động của việc tăng giá có thể gây ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ, tuy nhiên xét thấy bia là một mặt hàng có độ co giãn của cầu theo giá kém nên ảnh hưởng có thể không lớn.

Đồng thời, các nghiên cứu cũng cho thấy có sự khác nhau đối với các phân khúc sản phẩm. Đồ uống có cồn ở phân khúc càng cao cấp thì độ co giãn của cầu theo giá càng lớn, nghĩa là cầu tiêu thụ sẽ giảm nhiều hơn một khi giá bán tăng. Điều này tạo lợi thế cho các doanh nghiệp trong phân khúc phổ thông như Sabeco.

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 năm 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%.
- (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 dẫn 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

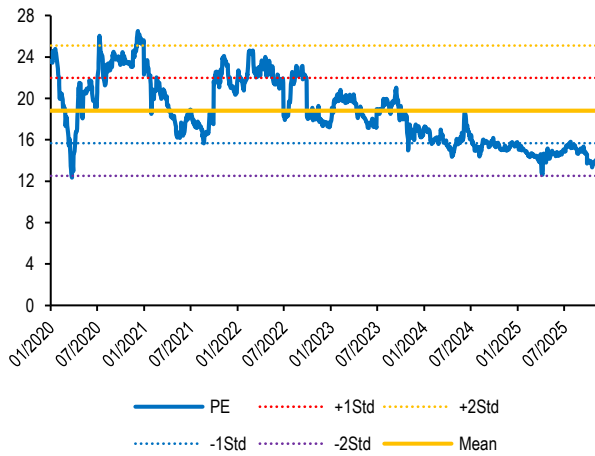
Nhiều chính sách được Nhà nước ban hành nhằm ngăn ngừa ảnh hưởng của tiêu thụ các sản phẩm có cồn quá mức ảnh hưởng lên xã hội, cũng như tiêu thụ cồn ở độ tuổi vị thành niên. Chính sách và pháp lý là một yếu tố quan trọng gây ảnh hưởng đến các công ty sản xuất hay phân phối các sản phẩm đặc thù như bia rượu, thuốc lá...

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. Nghị định 168 sửa đổi một số điều của Nghị định 100 có hiệu lực từ 01/01/2025 vẫn tiếp tục được thực thi nghiêm ngặt, là một yếu tố gây ảnh hưởng lớn đến tình hình tiêu thụ bia rượu.

4. Rủi ro tiêu dùng yếu hơn dự kiến

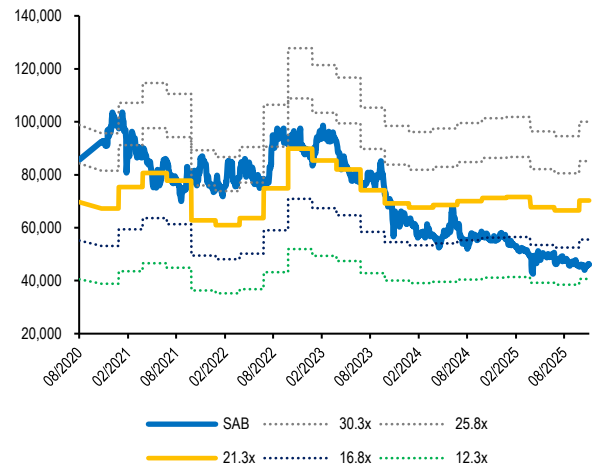
Hầu như toàn bộ thị trường tiêu dùng đều là thị trường nội địa, doanh số của Sabeco phụ thuộc đáng kể vào sức tiêu thụ nội địa, vốn chịu tác động từ thu nhập của người dân, xu hướng tiêu dùng, thời tiết và các yếu tố văn hóa, xã hội. Trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng chậm lại, người tiêu dùng có xu hướng thắt chặt chi tiêu, đặc biệt với các sản phẩm không thiết yếu như bia.

PE của SAB từ 2020



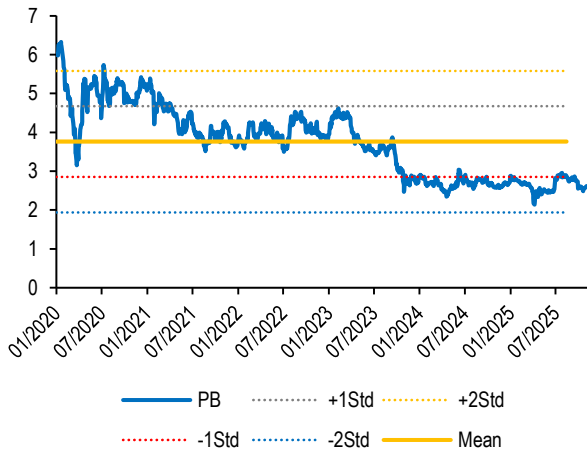
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của SAB



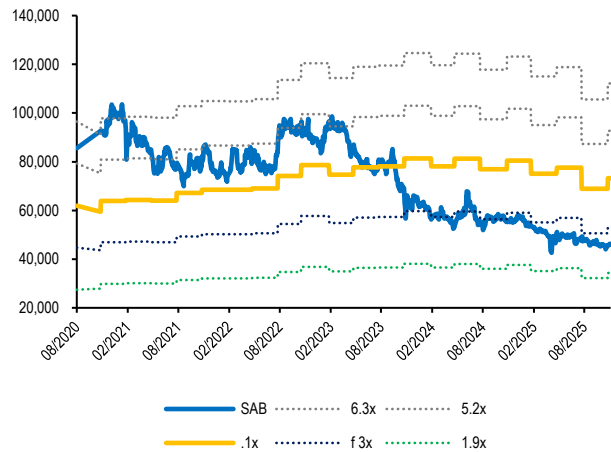
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PB của SAB từ 2020



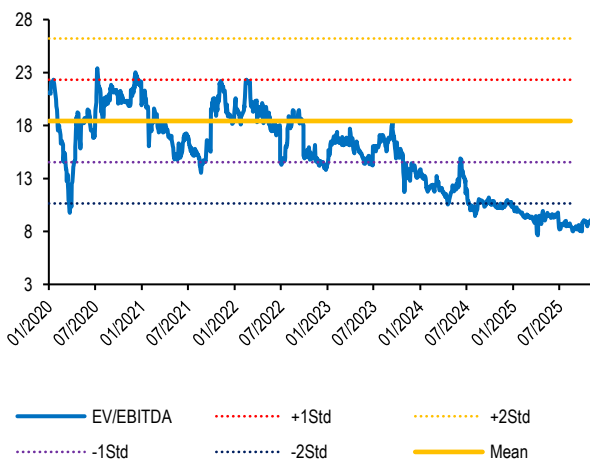
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của SAB



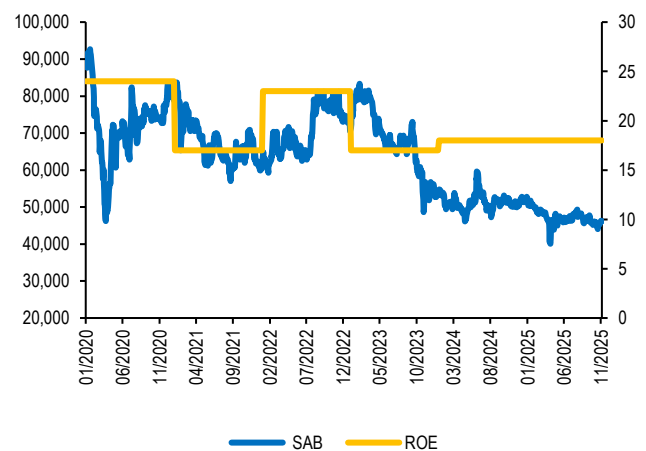
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của SAB từ năm 2020



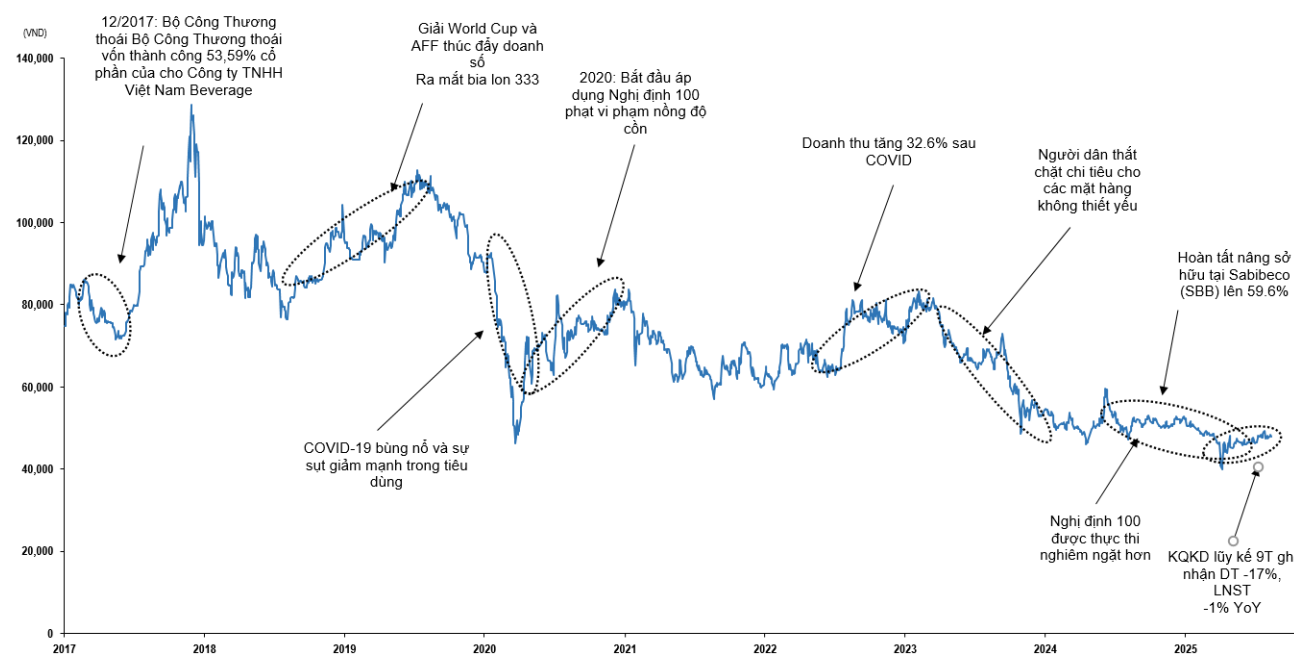
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

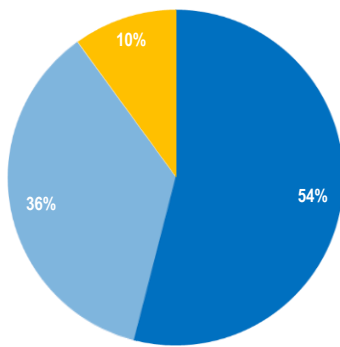
1. Lịch sử hình thành và phát triển

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 thầu 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 thầu 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.

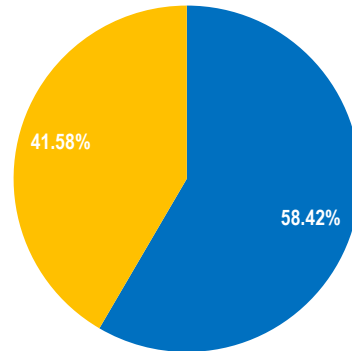
Tỷ lệ sở hữu tại SAB tại ngày 06/11/2025

■ Công ty TNHH Vietnam Beverage ■ Bộ công thương ■ Khác



Tỷ lệ sở hữu tại SAB tại ngày 06/11/2025

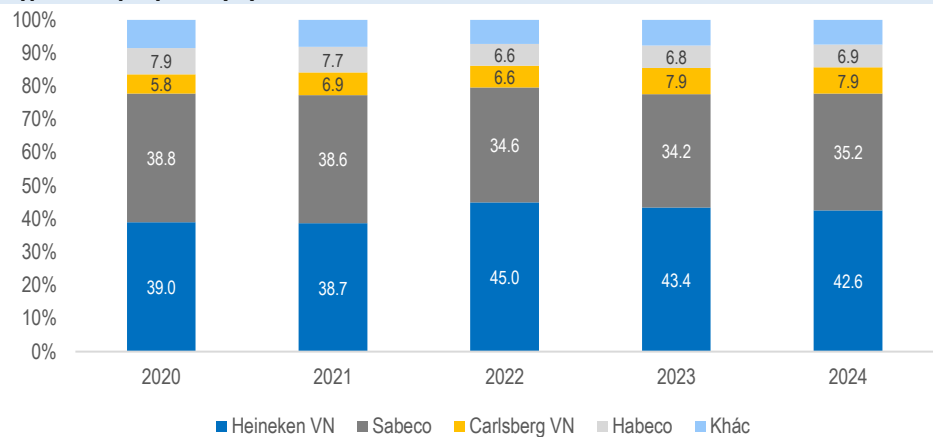
■ Nước ngoài ■ Trong nước



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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 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.

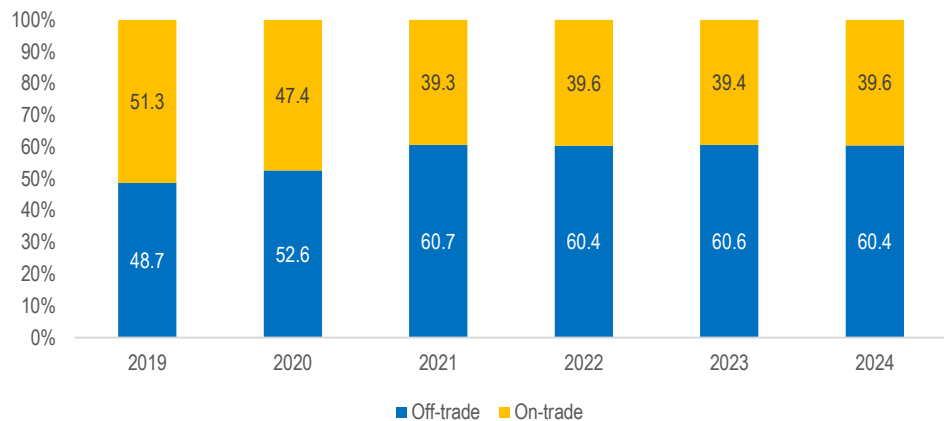
2. Phân khúc và sản phẩm

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 40 nghìn/lít (tương đương 11,000 - 13,000 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 40,000 VND – 60,000 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 thôn 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 trên 60,000 VND/lít. 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.

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 từ sau đại dịch COVID và nghị định 168 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.

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.

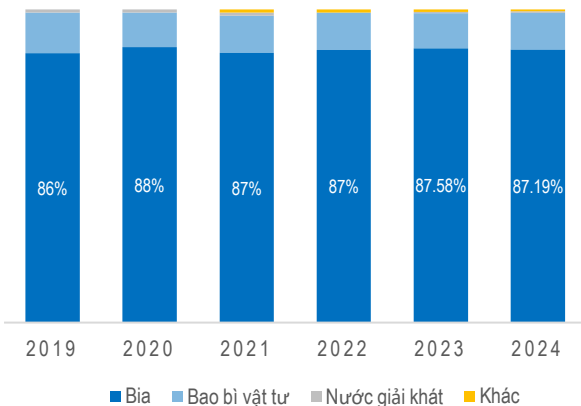
4. Cơ cấu doanh thu, lợi nhuận gộp và chi phí hoạt động

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%.

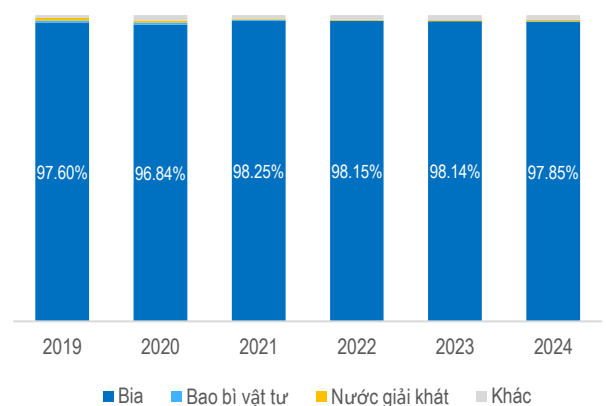
Nước giải khát gồm các sản phẩm nước có gas và nước tinh khiết. Dù biên lợi nhuận gộp trung bình ở mức 25%, doanh thu mảng này chỉ đóng góp một tỷ trọng rất nhỏ (1% tổng doanh thu).

Cơ cấu doanh thu SAB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu lợi nhuận gộp SAB

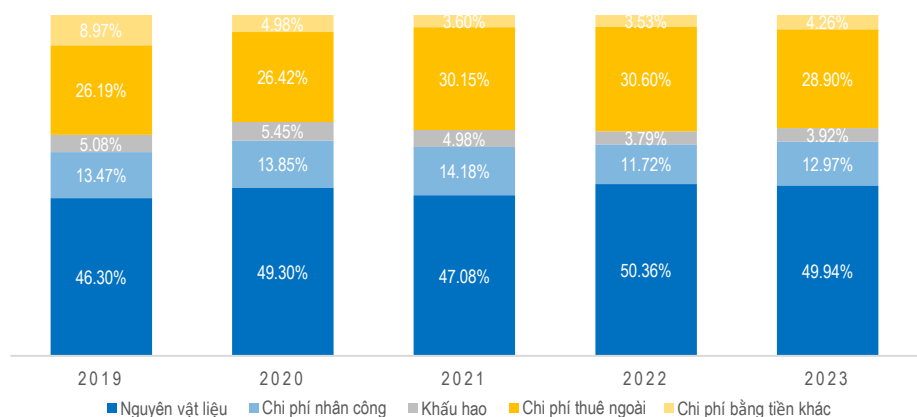


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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 khoảng 40% 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	30,126	30,534
Tài sản ngắn hạn	26,860	26,553	25,067	22,012	22,512
Tiền và tương đương tiền	4,069	5,040	4,478	4,550	6,795
Đầu tư TC ngắn hạn	19,411	17,741	16,566	14,300	12,254
Các khoản phải thu	898	1,229	1,818	1,111	1,305
Hàng tồn kho	1,447	1,668	2,194	2,318	1,979
Tài sản ngắn hạn khác	1,035	875	11	-267	179
Tài sản dài hạn	7,605	7,503	8,373	8,114	8,022
Tài sản cố định	4,455	3,970	3,593	3,301	3,165
Chi phí xây dựng cơ bản	134	144	122	216	203
Tài sản dài hạn khác	3,150	3,533	4,780	4,813	4,857
Tổng nợ	9,874	8,571	9,002	7,599	7,862
Nợ ngắn hạn	9,214	8,225	8,657	7,258	7,524
Khoản phải trả	2,766	2,476	2,642	2,231	2,331
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	659	530	245	247	247
Khác	5,789	5,219	5,770	4,780	4,946
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	22,527	22,672
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	2,559	2,729
Lợi nhuận giữ lại	15,565	10,217	9,218	7,142	7,117
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,275	1,373	1,451	1,273	1,155
*Nợ vay	1,033	701	414	413	410
*Nợ ròng (tiền)	(22,447)	(22,080)	(20,630)	(18,437)	(18,639)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	4,377	1,941	4,245	3,545	4,218
Lợi nhuận ròng	6,813	5,370	5,647	5,775	5,935
Khấu hao TSCĐ	561	570	549	536	545
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,031)	(1,626)	(1,249)	(1,001)	(858)
Thay đổi vốn lưu động	(199)	(1,109)	574	(454)	(110)
Thay đổi khác	(1,767)	(1,264)	(1,276)	(1,311)	(1,294)
Tiền từ HĐ đầu tư	(1,867)	2,716	137	2,941	2,519
Thay đổi tài sản cố định	(529)	(282)	(292)	(326)	(385)
Thay đổi tài sản đầu tư	(2,352)	1,634	(121)	2,266	2,046
Khác	1,014	1,364	550	1,001	858
Tiền từ HĐ tài chính	(2,048)	(3,684)	(4,944)	(6,414)	(4,492)
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	371	(330)	(285)	(1)	(3)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(2,419)	(3,354)	(4,659)	(6,413)	(4,489)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	462	973	(562)	72	2,245
Tổng tiền đầu năm	3,606	4,069	5,040	4,478	4,550
Thay đổi trong kỳ giá	1	(2)	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	4,069	5,040	4,478	4,550	6,795

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

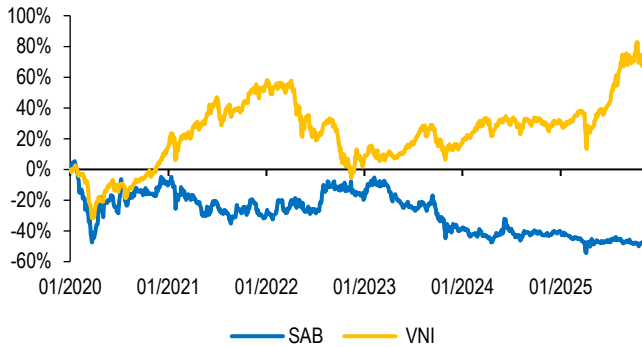
Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	34,979	30,461	31,872	27,511	28,497
Tăng trưởng (%)	32.6	-12.9	4.6	-13.7	3.6
Giá vốn hàng bán	(24,208)	(21,370)	(22,554)	(17,910)	(18,671)
Lợi nhuận gộp	10,771	9,091	9,318	9,601	9,826
Biên lợi nhuận gộp (%)	30.8	29.8	29.2	34.9	34.5
Chi phí BH & QLDN	(5,273)	(5,280)	(4,881)	(4,897)	(4,844)
LN từ HĐKD	5,498	3,811	4,437	4,704	4,982
Tăng trưởng (%)	56.6	(30.7)	16.4	6.0	5.9
Biên LN từ HĐKD (%)	15.7	12.5	13.9	17.1	17.5
LN khác	1,316	1,560	1,209	1,071	953
Thu nhập tài chính	1,091	1,433	1,067	1,034	885
Chi phí tài chính	(82)	(73)	(25)	(118)	(65)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(46)	(50)	(27)	(29)	(29)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	307	200	167	155	133
LN TT	6,813	5,370	5,647	5,775	5,935
Thuế TNDN	(1,314)	(1,115)	(1,153)	(1,178)	(1,211)
LNST	5,499	4,255	4,494	4,597	4,724
Tăng trưởng (%)	40.0	(22.6)	5.6	2.3	2.8
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.7	14.0	14.1	16.7	16.6
LNST cổ đông công ty mẹ	5,224	4,118	4,330	4,432	4,554
Lợi ích CDTs	275	137	164	165	170
LN trước thuế và lãi vay	6,859	5,420	5,674	5,804	5,964
Tăng trưởng (%)	39.8	(21.0)	4.7	2.3	2.8
Biên LN (%)	19.6	17.8	17.8	21.1	20.9
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	7,420	5,990	6,223	6,340	6,509
Tăng trưởng (%)	35.8	(19.3)	3.9	1.9	2.7
Biên LN (%)	21.2	19.7	19.5	23.0	22.8

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	7,980	3,132	3,291	3,362	3,455
BPS (đồng)	36,083	18,877	18,152	16,534	16,515
DPS (đồng)	1,890	2,620	3,640	5,010	3,507
PER (x)	18.8	18.4	16.9	16.4	15.9
PBR (x)	4.0	4.2	3.0	3.1	3.3
EV/EBITDA	12.9	12.3	11.4	11.1	10.9
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	61.4	70.1	118.5	144.7	98.6
Lãi cổ tức (%)	8.7	6.5	10.5	10.8	7.6
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	21.2	19.7	19.5	23.0	22.8
Biên LN từ HĐKD (%)	15.7	12.5	13.9	17.1	17.5
Biên LNST (%)	15.7	14.0	14.1	16.7	16.6
ROA (%)	16.0	12.4	13.3	14.5	15.6
ROE (%)	22.4	17.0	18.0	19.6	20.9
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)	(290.8)	(286.4)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	254.8	277.0	243.1	259.7	253.2
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	149.1	108.4	210.1	200.1	205.7
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	38.1	44.5	42.1	50.0	44.3
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	30.4	39.8	35.9	40.2	38.3
Số ngày khoản phải thu (ngày)	2.3	4.8	5.2	5.2	4.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB VN)**Giá cổ phiếu**

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
15/08/2025 (BC cập nhật)	MUA	58,500	19.2	10.1/46.0
10/11/2025 (BC cập nhật)	MUA	55,100	13.3	4.2/27.3

Giá mục tiêu

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

Shinhan Securities Vietnam**Cổ phiếu**

- ♦ **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%

Ngành

- ♦ **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