



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) **59,400 VND**

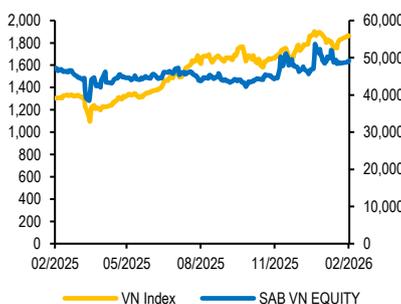
Giá hiện tại (26/02/2026) **49,100 VND**

Suất sinh lời (%) **21%**

VNINDEX	1,880
P/E thị trường	13.9
Vốn hóa (tỷ VND)	62,974
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,283
Tự do giao dịch (triệu CP)	134
52-tuần cao/thấp (VND)	57,100/41,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.51
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	97
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 (%)	5.6	7.0
So với VN-Index (%)	-6.3	-5.7	-50.2



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyễn

(84-28) 6299-8000

nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Biên lợi nhuận duy trì tốt

Duy trì khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 59,400 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, và đưa ra khuyến nghị mua với giá mục tiêu VND 59,400, tương đương tiềm năng tăng giá 21% so với giá hiện tại.

Cập nhật KQKD FY2025

Sabeco ghi nhận doanh thu Q4/2025 đạt 6,837 tỷ đồng (-23% YoY) và LNST đạt 1,119 tỷ đồng (+13% YoY). Doanh thu mảng bia tiếp tục sụt giảm 17% YoY do tác động của việc hợp nhất với Sabibeco (SBB) khi SBB trở thành công ty con thay vì công ty liên kết và giảm sản lượng so với cùng kỳ trong bối cảnh Tết đến muộn hơn năm ngoái. Tăng trưởng của LNST được hỗ trợ bởi chi phí bán hàng thấp hơn cùng kỳ, biên LNST Q4/2025 cải thiện lên 16.4%, tăng 5.3 điểm phần trăm YoY.

Cả năm 2025, SAB đã ghi nhận 25,888 tỷ đồng doanh thu thuần (-19% YoY) và 4,573 tỷ đồng LNST, (+2% YoY), hoàn thành lần lượt 82% và 95% kế hoạch đề ra tại ĐHCĐ. Biên LNST FY2025 cũng cải thiện 4 điểm phần trăm YoY.

Triển vọng năm 2026

Trong năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu mảng bia sẽ tăng trưởng 4.9% YoY nhờ hiệu quả của chiến lược mở rộng kênh phân phối hiện đại (MT) để cạnh tranh thị phần và chủ động tìm kiếm các điểm bán của kênh truyền thống (GT) để thay thế cho các điểm bán đã đóng cửa dưới tác động của quy định mới đối với hộ kinh doanh, kết hợp với sự kiện bóng đá lớn là World Cup diễn ra trong năm, tạo thuận lợi cho việc thúc đẩy doanh số. Quý 1/2026 cũng sẽ ghi nhận kết quả tích cực so với cùng kỳ nhờ hưởng lợi từ sản lượng bán hàng Tết khi Tết nguyên đán 2026 đến muộn.

Biên LNG góp mảng bia dự kiến vẫn ở mức cao, tuy nhiên chúng tôi thận trọng dự phóng thấp hơn 90 điểm cơ bản so với 2025 để phản ánh xu hướng tăng của giá nhôm gần đây, dù ban lãnh đạo cho biết đã thực hiện các chính sách phòng hộ để giảm thiểu ảnh hưởng giá nhôm tăng. LNST năm 2026 dự kiến tăng trưởng 4.7% YoY, biên LNST duy trì ở mức 17.6%.

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	2023	2024	2025*	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	30,461	31,872	25,888	27,162	28,151
LN từ HKKD (tỷ VND)	3,811	4,437	4,294	4,942	5,021
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	4,255	4,494	4,573	4,785	4,915
EPS (VND)	3,132	3,291	3,347	3,514	3,609
BPS (VND)	18,877	18,152	16,492	14,999	13,601
OPM	12.5	13.9	16.6	18.2	17.8
NPM	14.0	14.1	17.7	17.6	17.5
ROE	17.0	18.0	19.3	21.6	24.0
PER (x)	16.3	14.9	14.1	16.9	16.5
PBR (x)	2.7	2.8	2.8	3.6	4.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

* Doanh thu 2025 giảm do tác động của việc hợp nhất với Sabibeco với tư cách công ty con thay vì công ty liên kết

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 FY2025 và dự phóng

Tỷ đồng	Q4/2025	Q4/2024	Thay đổi (YoY)	FY2025	Thay đổi (YoY)	2026F	Thay đổi (YoY)
Doanh thu thuần	6,837	8,933	-23%	25,888	-19%	27,162	4.9%
Màng bia	6,329	7,588	-17%	24,023	-14%	25,192	4.9%
Nguyên vật liệu	389	1,247	-69%	1,467	-61%	1,526	4.0%
Nước giải khát	41	45	-9%	138	-15%	142	2.9%
Khác	79	53	49%	261	28%	302	15.7%
Lợi nhuận gộp	2,594	2,499	4%	9,301	0%	9,560	2.8%
Biên lợi nhuận gộp	37.9%	28.0%	10%	35.9%	7%	35.2%	-0.7%
Màng bia	40.0%	32.3%	8%	37.9%	5%	37.0%	-0.9%
Nguyên vật liệu	0.5%	0.2%	0%	0.5%	0%	0.5%	0.0%
Nước giải khát	24.4%	31.1%	-7%	23.2%	-5%	24.0%	0.8%
Khác	63.3%	66.0%	-3%	64.0%	-5%	65.3%	1.3%
LNST	1,119	991	13%	4,573	2%	4,785	4.7%
LNST của CĐ công ty mẹ	1,062	965	10%	4,423	2%	4,613	4.3%
Biên LNST	16.4%	11.1%	5%	17.7%	4%	17.6%	-0.1%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Viet Nam

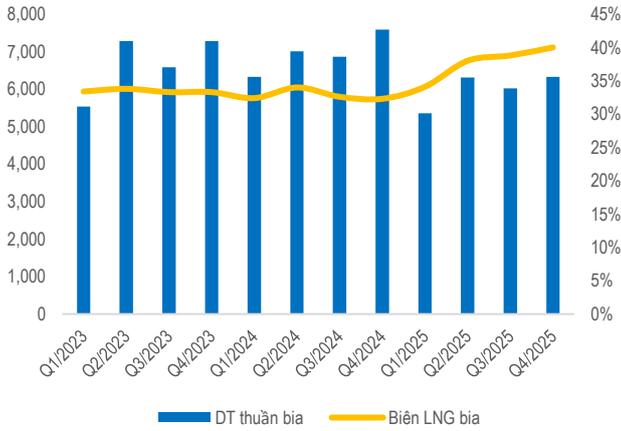
(Các khoản giảm trừ doanh thu được ghi nhận cho màng bia để tính toán doanh thu thuần)

Sabeco ghi nhận doanh thu Q4/2025 đạt 6,837 tỷ đồng (-23% YoY) và LNST đạt 1,119 tỷ đồng (+13% YoY). Doanh thu màng bia tiếp tục sụt giảm 17% YoY do tác động của việc hợp nhất với Sabibeco (SBB) khi SBB trở thành công ty con thay vì công ty liên kết và giảm sản lượng so với cùng kỳ trong bối cảnh Tết đến muộn hơn năm ngoái. Cũng nhờ tác động kế toán của việc hợp nhất và giá malt gạo giảm mà biên lợi nhuận gộp màng bia cũng cải thiện đáng kể lên 40% (cùng kỳ là 32.3%), giúp biên lợi nhuận gộp tổng tăng lên 37.9% (tăng 9.9 điểm phần trăm YoY). Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, sự cải thiện trong biên lợi nhuận gộp một nửa đến từ tác động hợp nhất và một nửa đến từ việc quản lý chi phí hiệu quả hơn và tối ưu vận hành. Nếu loại trừ ảnh hưởng của việc hợp nhất, DT Q4/2025 và FY2025 giảm lần lượt 9% và 5% YoY. Chúng tôi cũng lưu ý là Tết 2026 đến muộn hơn cùng kỳ, tạo ra mức nền so sánh cao cho Q4. Bù lại, một phần sản lượng tiêu thụ phục vụ Tết sẽ được ghi nhận cho Q1/2026.

Tăng trưởng của LNST được hỗ trợ bởi chi phí bán hàng thấp hơn cùng kỳ, biên LNST Q4/2025 cải thiện lên 16.4%, tăng 5.3 điểm phần trăm YoY. Tuy nhiên chi phí bán hàng vẫn tăng mạnh so với quý trước do là mùa cao điểm tiêu thụ cuối năm.

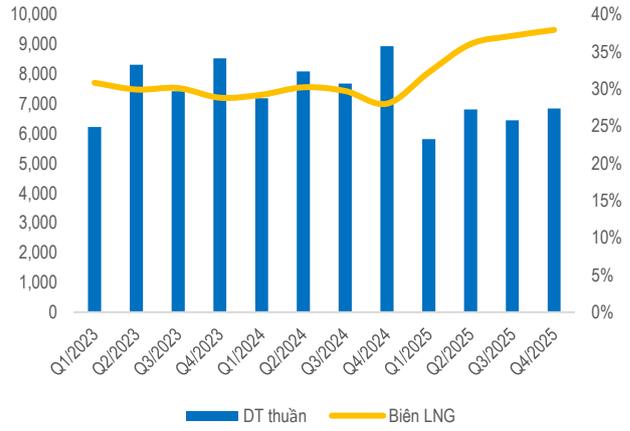
Như vậy, cho cả năm 2025, SAB đã ghi nhận 25,888 tỷ đồng doanh thu thuần và 4,573 tỷ đồng LNST, hoàn thành lần lượt 82% và 95% kế hoạch đề ra tại ĐHCĐ. Biên LNST cả năm cũng cải thiện 4 điểm phần trăm YoY.

Doanh thu thuần và biên LNG mảng bia theo quý



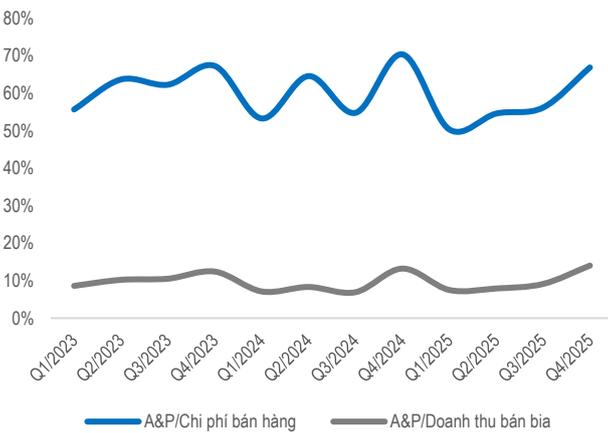
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu thuần và biên LNG của SAB theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

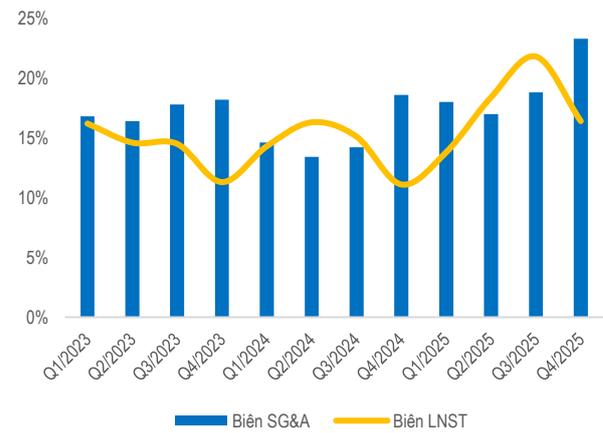
Chi phí Quảng cáo và khuyến mãi (A&P) theo quý



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

Trong năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu mảng bia sẽ tăng trưởng 4.9% YoY nhờ hiệu quả của chiến lược mở rộng kênh phân phối hiện đại (MT) để cạnh tranh thị phần và chủ động tìm kiếm các điểm bán của kênh truyền thống (GT) để thay thế cho các điểm bán đã đóng cửa dưới tác động của quy định mới đối với hộ kinh doanh, kết hợp với sự kiện bóng đá lớn là World Cup diễn ra trong năm, tạo thuận lợi cho việc thúc đẩy doanh số. Quý 1/2026 cũng sẽ ghi nhận kết quả tích cực so với cùng kỳ nhờ hưởng lợi từ sản lượng bán hàng Tết khi Tết nguyên đán 2026 đến muộn.

Biên LNG gộp mảng bia dự kiến vẫn ở mức cao, tuy nhiên chúng tôi thận trọng dự phóng thấp hơn 90 điểm cơ bản so với 2025 để phản ánh xu hướng tăng của giá nhôm gần đây, dù ban lãnh đạo cho biết đã thực hiện các chính sách phòng hộ để giảm thiểu ảnh hưởng giá nhôm tăng. LNST năm 2026 dự kiến tăng trưởng 4.7% YoY, biên LNST duy trì ở mức 17.6%.

Định giá và khuyến nghị

Cập nhật khuyến nghị Mua với giá mục tiêu VND 59,400

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 với giá mục tiêu VND 59,400.

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 17.4x, kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2026 ở mức VND 3,514, **chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu 12 tháng SAB ở mức VND 61,100** theo phương pháp này.

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành

Quốc gia	Mã chứng khoán	Tên doanh nghiệp	P/E (x)	Vốn hóa (tỷ VND)	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EPS (%)	ROE (%)
MALAYSIA	HEIM MK Equity	HEINEKEN MALAYSIA BHD	16.2	49,941	0.06	(0.75)	85.54
MALAYSIA	CAB MK Equity	CARLSBERG BREWERY MALAYSIA B	14.5	36,561	(4.90)	11.57	125.60
CHINA	600132 CH Equity	CHONGQING BREWERY CO-A	25.2	100,391	-1.15	-8.10	56.82
CHINA	000729 CH Equity	BEIJING YANJING BREWERY CO-A	23.0	134,582	3.20	78.21	9.89
CHINA	600600 CH Equity	TSINGTAO BREWERY CO LTD-A	18.2	280,375	-5.30	5.91	14.70
CHINA	002461 CH Equity	GUANGZHOU ZHUJIANG BREWERY-A	22.1	79,831	6.56	33.97	8.95
INDONESIA	MLBI IJ Equity	MULTI BINTANG INDONESIA PT	10.8	18,544	1.86	7.43	84.25
THAILAND	THBEV SP Equity	THAI BEVERAGE PCL	11.1	239,039	-2.06	-5.80	17.53
VIETNAM	BHN VN Equity	HANOI BEER ALCOHOL & BEVERAGE	15.7	7,336	3.73	25.11	10.81
		Trung bình	17.4				
		EPS 2026F (VND)	3,514				
		Giá mục tiêu (VND)	61,100				

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Đối với phương pháp FCF, chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 4.3% là lãi suất phi rủi ro, phần bù rủi ro vốn cổ phần là 8.13%. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu của SAB theo phương pháp này được xác định ở mức VND 57,700.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	10.30
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.3
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.13
Beta (adjusted)	0.74
Chi phí nợ (%)	7.9
Chi phí sử dụng vốn (%)	10.3
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.01
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	436

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCF của SAB					
Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	4,785	4,915	5,145	5,367	5,590
Cộng: Lãi vay sau thuế	28	29	30	30	32
Cộng: Khấu hao	842	848	835	847	742
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1,186	201	(185)	(218)	(21)
Trừ: Vốn đầu tư	161	223	224	234	228
Dòng tiền tự do (FCFF)	4,308	5,368	5,971	6,228	6,157
Tỷ lệ chiết khấu	0.91	0.82	0.75	0.68	0.61
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	20,791				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	36,464				
Giá trị doanh nghiệp	57,255				
Nợ vay	436				
Tiền và tương đương tiền	19,002				
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,847				
Số lượng cổ phiếu (tỷ đơn vị)	1.28				
Giá mục tiêu (VND)	57,700				

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 đầu 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.

3. Rủi ro chính sách

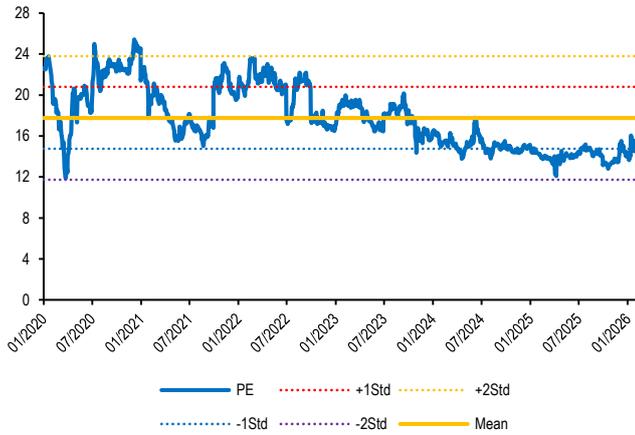
Nhiều chính sách được Nhà nước ban hành nhằm ngăn ngừa ảnh hưởng của tiêu thụ các sản phẩm có cồn quá mức ảnh hưởng lên xã hội, cũng như tiêu thụ cồn ở độ tuổi vị thành niên. Chính sách và pháp lý là một yếu tố quan trọng gây ảnh hưởng đến các công ty sản xuất hay phân phối các sản phẩm đặc thù như bia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

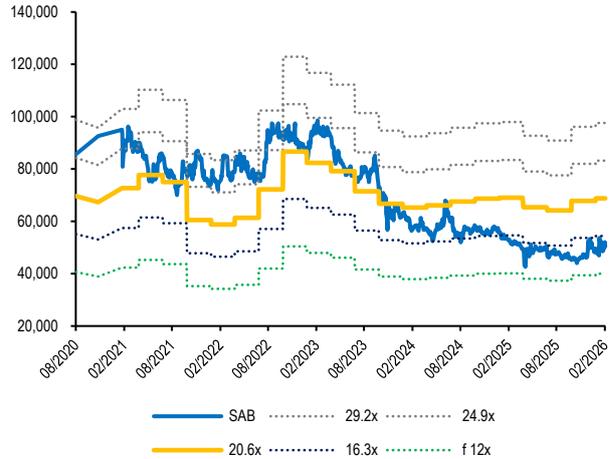
Hầu như toàn bộ thị trường tiêu dùng đều là thị trường nội địa, doanh số của Sabeco phụ thuộc đáng kể vào sức tiêu thụ nội địa, vốn chịu tác động từ thu nhập của người dân, xu hướng tiêu dùng, thời tiết và các yếu tố văn hóa, xã hội. Trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng chậm lại, người tiêu dùng có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

PE của SAB từ 2020



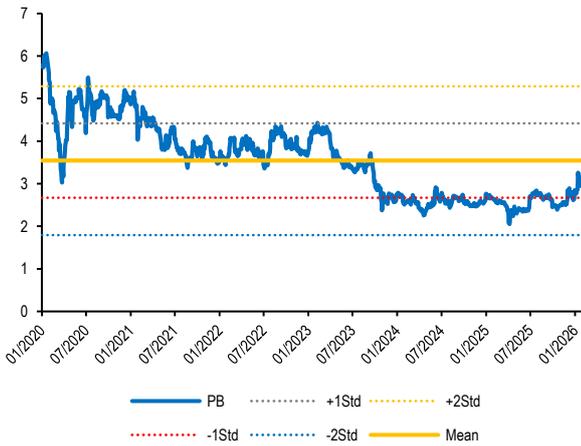
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của SAB



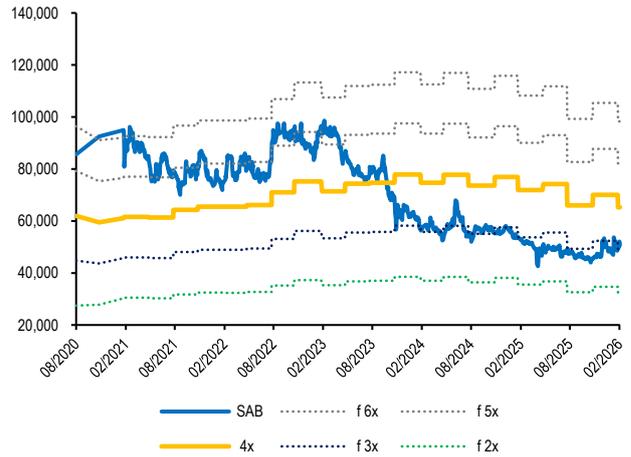
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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



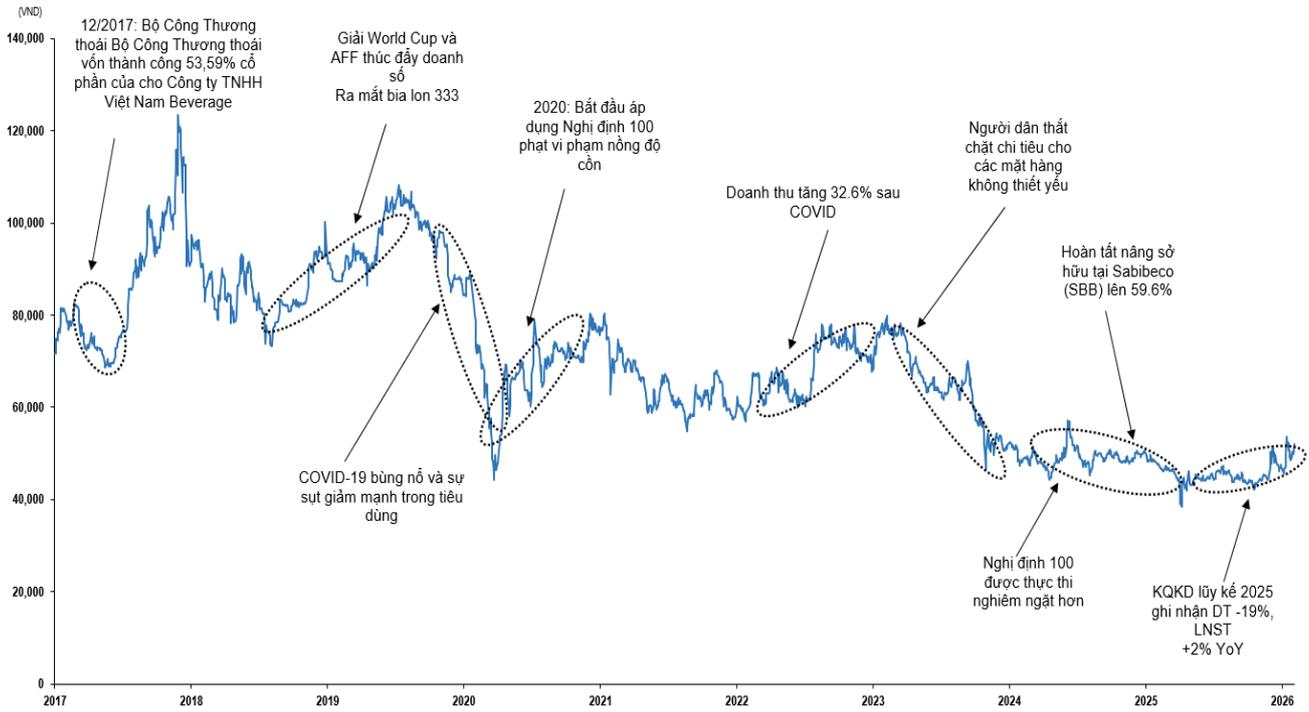
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

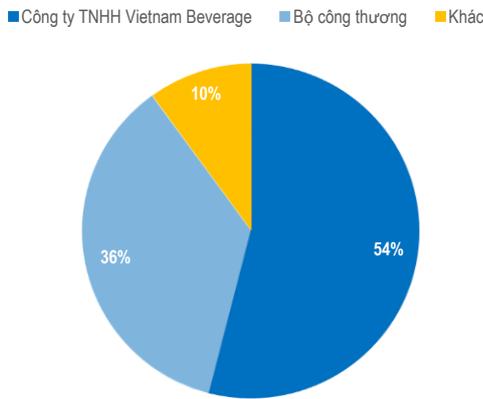
Tổng quan doanh nghiệp

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.

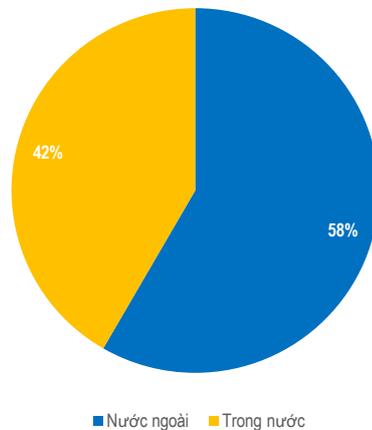
Năm 2017 đánh dấu một cột mốc lịch sử cho SAB khi ThaiBev thầu tóm thành công SAB với giá trị lên đến 4.8 tỷ USD thông qua Vietnam Beverage. Đây là thương vụ kỷ lục của ngành bia châu Á được thực hiện tính đến thời điểm đó. Sau thầu tóm, SAB tiếp tục tăng trưởng và đạt doanh thu lên đến 37,999 tỷ đồng 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 25/02/2026



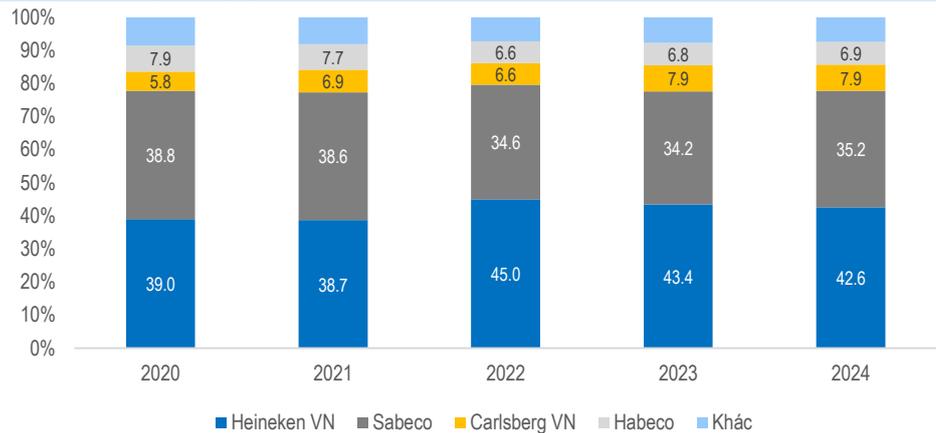
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu tại SAB tại ngày 25/02/2026



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.

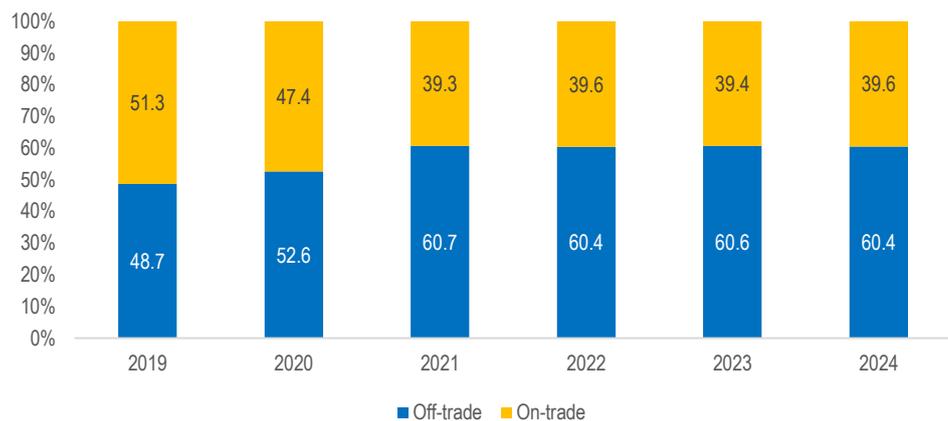
2. Phân khúc và sản phẩm

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.

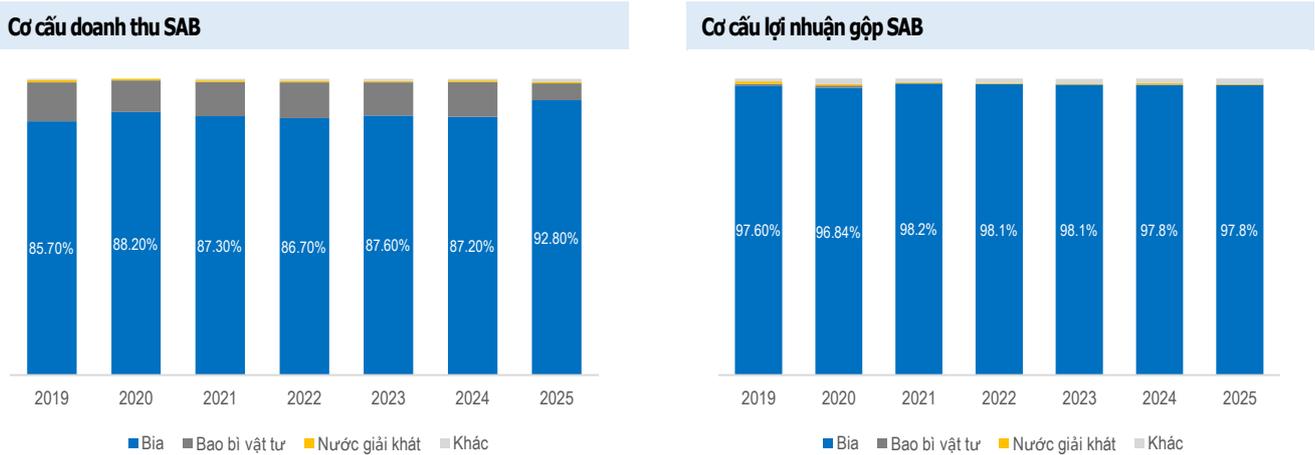
Mạng lưới phân phối rộng khắp từ Bắc vào Nam là thế mạnh của Sabeco, giúp tiếp cận được các quán nhậu, nhà hàng ở kênh on-trade. Với kênh off-trade, Sabeco hiện đang có mặt tại cửa hàng tiện lợi và nhiều trang thương mại điện tử từ Tiki đến Bách Hóa Xanh.

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

Bia là sản phẩm chủ lực của SAB, chiếm khoảng 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 23-25%, doanh thu mảng này chỉ đóng góp một tỷ trọng rất nhỏ (1% tổng doanh thu).



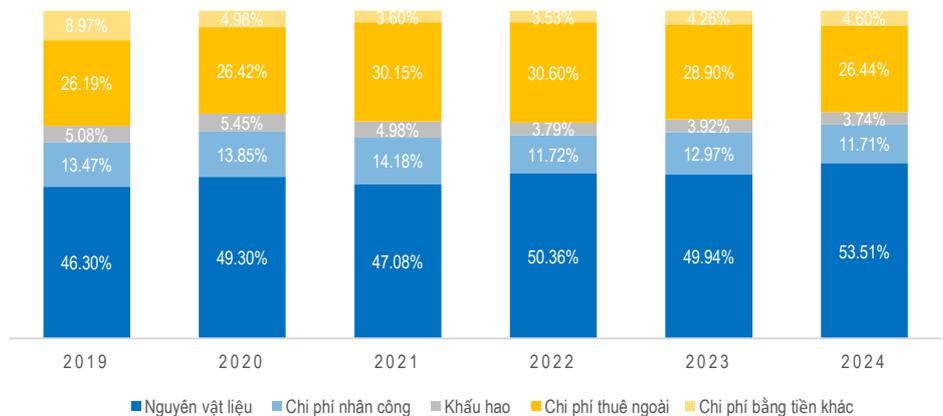
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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 45-55% 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 mức tỷ lệ quanh 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)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng tài sản	34,056	33,440	32,596	29,551	28,298
Tài sản ngắn hạn	26,553	25,067	22,140	19,776	19,148
Tiền và tương đương tiền	5,040	4,478	4,017	4,833	3,383
Đầu tư TC ngắn hạn	17,741	16,566	14,985	11,680	12,105
Các khoản phải thu	1,229	1,818	903	1,097	1,449
Hàng tồn kho	1,668	2,194	2,318	1,979	2,027
Tài sản ngắn hạn khác	875	11	-83	187	184
Tài sản dài hạn	7,503	8,373	10,456	9,775	9,150
Tài sản cố định	3,970	3,593	5,068	4,516	3,845
Chi phí xây dựng cơ bản	144	122	141	92	122
Tài sản dài hạn khác	3,533	4,780	5,388	5,259	5,305
Tổng nợ	8,571	9,002	9,598	8,294	8,657
Nợ ngắn hạn	8,225	8,657	8,880	7,579	7,943
Khoản phải trả	2,476	2,642	2,404	2,328	2,455
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	530	245	268	281	295
Khác	5,219	5,770	6,208	4,970	5,193
Nợ dài hạn	347	345	717	715	714
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	171	169	168	166	165
Khác	176	176	549	549	549
Vốn chủ sở hữu	25,485	24,437	23,000	21,257	19,641
Vốn góp chủ sở hữu	12,826	12,826	12,826	12,826	12,826
Thặng dư vốn	0	0	0	0	0
Vốn khác	2,442	2,393	3,127	3,299	3,476
Lợi nhuận giữ lại	10,217	9,218	7,047	5,132	3,339
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,373	1,451	1,273	1,155	1,847
*Nợ vay	701	414	436	447	460
*Nợ ròng (tiền)	(22,080)	(20,630)	(18,566)	(16,066)	(15,028)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	1,941	4,245	3,904	3,257	4,751
Lợi nhuận ròng	4,494	4,573	4,785	4,915	5,145
Khấu hao TSCĐ	570	549	730	842	848
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,626)	(1,249)	(1,274)	(818)	(847)
Thay đổi vốn lưu động	(1,109)	574	(38)	(1,186)	(201)
Thay đổi khác	(1,264)	(1,276)	(1,166)	(1,592)	(1,223)
Tiền từ HĐ đầu tư	2,716	137	2,422	3,962	199
Thay đổi tài sản cố định	(282)	(292)	(241)	(161)	(223)
Thay đổi tài sản đầu tư	1,634	(121)	1,075	3,305	(425)
Khác	1,364	550	1,588	818	847
Tiền từ HĐ tài chính	(3,684)	(4,944)	(6,788)	(6,402)	(6,400)
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(330)	(285)	(275)	11	13
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(3,354)	(4,659)	(6,513)	(6,413)	(6,413)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	973	(562)	(462)	817	(1,450)
Tổng tiền đầu năm	4,069	5,040	4,478	4,017	4,833
Thay đổi trong tỷ giá	(2)	-	1	(1)	-
Tổng tiền cuối năm	5,040	4,478	4,017	4,833	3,383

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

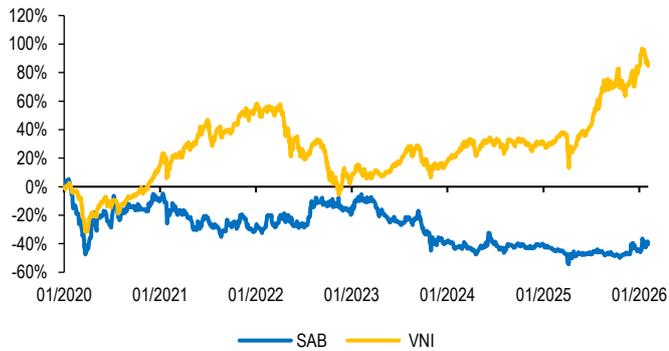
Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	30,461	31,872	25,888	27,162	28,151
Tăng trưởng (%)	-12.9	4.6	-18.8	4.9	3.6
Giá vốn hàng bán	(21,370)	(22,554)	(16,588)	(17,602)	(18,288)
Lợi nhuận gộp	9,091	9,318	9,300	9,560	9,863
Biên lợi nhuận gộp (%)	29.8	29.2	35.9	35.2	35.0
Chi phí BH & QLDN	(5,280)	(4,881)	(5,006)	(4,618)	(4,842)
LN từ HĐKD	3,811	4,437	4,294	4,942	5,021
Tăng trưởng (%)	(30.7)	16.4	(3.2)	15.1	1.6
Biên LN từ HĐKD (%)	12.5	13.9	16.6	18.2	17.8
LN khác	1,560	1,209	1,358	1,069	1,153
Thu nhập tài chính	1,433	1,067	1,007	835	862
Chi phí tài chính	(73)	(25)	(26)	(39)	(34)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(50)	(27)	(34)	(35)	(36)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	200	167	377	273	325
LN TT	5,370	5,647	5,652	6,011	6,174
Thuế TNDN	(1,115)	(1,153)	(1,079)	(1,226)	(1,259)
LN ST	4,255	4,494	4,573	4,785	4,915
Tăng trưởng (%)	(22.6)	5.6	1.8	4.6	2.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	14.0	14.1	17.7	17.6	17.5
LNST cổ đông công ty mẹ	4,118	4,330	4,424	4,613	4,738
Lợi ích CDTs	137	164	149	172	177
LN trước thuế và lãi vay	5,420	5,674	5,686	6,046	6,210
Tăng trưởng (%)	(21.0)	4.7	0.2	6.3	2.7
Biên LN (%)	17.8	17.8	22.0	22.3	22.1
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	5,990	6,223	6,416	6,888	7,058
Tăng trưởng (%)	(19.3)	3.9	3.1	7.4	2.5
Biên LN (%)	19.7	19.5	24.8	25.4	25.1

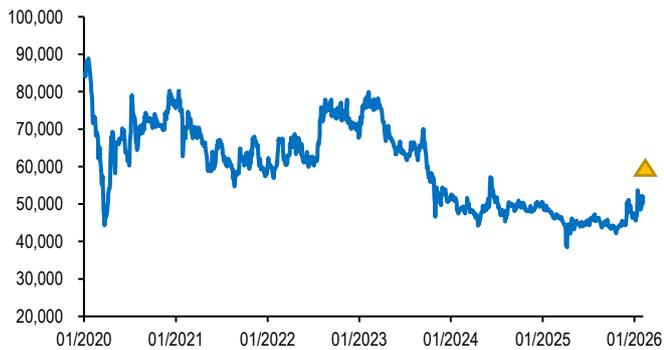
Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	3,132	3,291	3,347	3,514	3,609
BPS (đồng)	18,877	18,152	16,492	14,999	13,601
PER (x)	16.3	14.9	14.1	16.9	16.5
PBR (x)	2.7	2.8	2.8	3.6	4.0
EV/EBITDA	13.7	10.4	9.2	11.1	10.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	55.2	124.6	145.0	139.0	135.4
Lãi cổ tức (%)	6.5	10.5	10.2	10.2	10.2
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	19.7	19.5	24.8	25.4	25.1
Biên LN từ HĐKD (%)	12.5	13.9	16.6	18.2	17.8
Biên LNST (%)	14.0	14.1	17.7	17.6	17.5
ROA (%)	12.4	13.3	13.9	15.4	17.0
ROE (%)	17.0	18.0	19.3	21.6	24.0
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	2.8	1.7	1.9	2.1	2.3
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(368.6)	(331.5)	(289.4)	(233.2)	(212.9)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	277.0	243.1	214.0	217.9	195.0
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	108.4	210.1	167.2	172.7	172.5
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	44.5	42.1	55.3	49.3	47.6
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	39.8	35.9	45.7	42.9	40.9
Số ngày khoản phải thu (ngày)	4.8	5.2	8.0	7.2	5.8

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
26/02/2026 (BC cập nhật)	MUA	59,400	30.1	10.6/54.5

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, Yongsongpo-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