

CTCP BIA-RƯỢU-NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN (HSX: SAB)

Phù hợp chiến lược đầu tư cổ tức khi tiềm năng đã phản ánh vào giá

Sử dụng kết hợp phương pháp DCF và định giá so sánh EV/EBITDA (50:50), chúng tôi xác định giá hợp lý 12 tháng tới của cổ phiếu SAB là **48.000** đồng, tương đương P/E & P/B dự phóng năm 2025 là 15,3/2,7 lần. Dựa trên giá đóng cửa ngày 13/10/2025, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với SAB. Chúng tôi kỳ vọng SAB duy trì chính sách chi trả cổ tức cao trong những năm tới với động lực chính từ việc chi trả lãi vay của CTM ThaiBev cho khoản vay tài trợ thương vụ M&A SAB năm 2017. Cổ phiếu phù hợp cho nhà đầu tư theo đuổi chiến lược hưởng cổ tức với cổ tức tiền một năm tới 5.000 đồng/CP (tỷ suất cổ tức 10%).

Ngành bia đang ghi nhận xu hướng suy giảm sản lượng tiêu thụ do tác động từ chính sách của Chính phủ và xu hướng dịch chuyển nhu cầu tiêu dùng nói chung

Ngành bia chịu áp lực lớn từ các chính sách của Nhà nước như Nghị định 168/2024/NĐ-CP về nâng mức phạt hành chính đối với hành vi vi phạm giao thông và tăng thuế TTĐB 5%/năm từ 2027. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bia tại Việt Nam giảm 0,28%/năm trong giai đoạn 2025 – 2029, tương ứng với mức tiêu thụ/người giảm từ 42 lít (2024) về 39 lít (2029), tiệm cận về bằng các nước trong khu vực. Điều này diễn ra khi yếu tố vĩ mô và xu hướng tiêu dùng (bảo vệ sức khỏe, trải nghiệm bia thủ công) không ủng hộ. Tuy vậy, năm 2026 vẫn là điểm sáng của ngành bia khi nhận thấy một vài điểm thuận lợi:

- (1) Tính mùa vụ: Tết Nguyên Đán 2026 đến muộn và 2027 đến sớm hỗ trợ tích cầu cho giai đoạn đầu và cuối năm 2026, sự kiện lớn diễn ra vào mùa hè (World Cup) đẩy nhu cầu tiêu thụ tăng lên.
- (2) Phản ứng với Nghị định 168/2024 bớt gay gắt hơn so với giai đoạn đầu, và đây là năm cuối trước khi chịu cú sốc nhu cầu giảm do lộ trình thuế TTĐB có hiệu lực từ 2027.

SAB được kỳ vọng bắt đầu chu kỳ hưởng lợi nguyên vật liệu (NVL) giá rẻ từ 2025 và giảm một phần chi phí nguyên vật liệu lon tái chế sau khi nâng sở hữu lên 65% tại Sabibeco

Chúng tôi dự phóng doanh thu của SAB đạt 26.867 tỷ đồng vào 2025 (-15,7% YoY) và tăng trưởng CAGR đến 2029 khiêm tốn đạt 0,3%/năm do sản lượng tiêu thụ bia toàn ngành bị tác động bởi các điểm nêu ra như trên. Đóng góp lớn nhất trong doanh thu đến từ mảng bia với tỷ trọng 94,8% (+7pps YoY). LNST-CTM năm 2025/2026F kỳ vọng đạt lần lượt là 3.839,6 tỷ đồng và 4.143,5 tỷ đồng, tương đương với biên ròng cải thiện lần lượt 14,3% (+0,7 pps YoY) và 14,7% (+0,3 pps YoY), nhờ:

- Tỷ trọng doanh thu thay đổi: Doanh thu từ mảng bán nguyên vật liệu (biên gộp dưới 1%) được dự báo giảm bớt khi có thể tận dụng được nhà máy của Sabibeco (SBB) trong sản xuất và tái chế lon.
- Hưởng lợi giá NVL rẻ từ 2025: Sau khi sử dụng hết lượng NL chốt giá cao giai đoạn 2023 - 2024, SAB bắt đầu bước vào chu kỳ được hưởng lợi từ mặt bằng giá đầu vào thấp, có phần trẻ so với ngành.
- Vì nhu cầu tăng chậm và chính sách quản lý ngày càng chặt, SAB ưu tiên kiểm soát chi phí, trong đó đẩy mạnh chi quảng cáo khuyến mãi và giảm chi phí nhân viên bán hàng trực tiếp (on-trade).

Rủi ro

- Sản lượng bia tiêu thụ toàn ngành và thị phần bia của SAB không duy trì được như kỳ vọng
- Khả năng điều chỉnh giá bán thấp hơn kỳ vọng nếu người tiêu dùng phản ứng mạnh với việc tăng giá

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026F
Doanh thu thuần	26.373,8	34.979,1	30.461,4	31.872,4	26.867,0	28.101,7
Tăng trưởng (%)	-5,7%	32,6%	-12,9%	4,6%	-15,7%	4,6%
EBITDA	4.104,5	6.033,2	4.369,5	5.013,6	4.526,9	5.226,0
LNST-CTM	3.658,0	5.186,6	4.067,9	4.330,1	3.839,6	4.143,9
Tăng trưởng (%)	-22,2%	41,8%	-21,6%	6,4%	-11,3%	7,7%
Biên ròng (%)	13,9%	14,8%	13,4%	13,6%	14,3%	14,7%
ROA (%)	12,0%	15,0%	11,9%	12,9%	13,2%	15,3%
ROE (%)	16,2%	21,1%	16,0%	17,7%	17,4%	20,8%
EPS cơ bản (VND)	5.704,0	8.088,0	3.172,0	3.376,0	2.993,7	3.223,9
GTSS (VND)	35.234,0	38.346,0	19.871,0	19.053,0	17.159	15.510
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.500	5.000	3.500	5.000	5.000	5.000
P/E (x)	33,3	7,0	16,8	14,8	15,3	14,3
P/BV (x)	5,6	1,6	2,9	2,7	2,7	2,9

Nguồn: SAB, CTCK Rổng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 13/10/2025

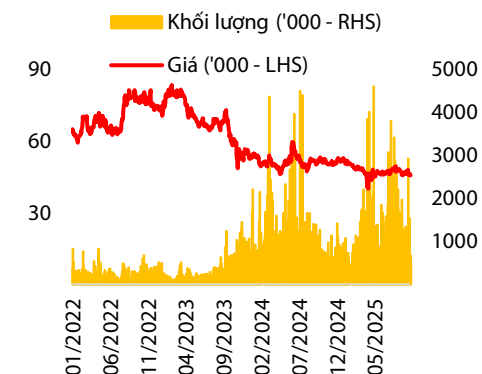
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	45.950
Giá mục tiêu (VND)	48.000

*Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (Đồng/cổ phiếu): 5.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	58.933
SLCPDLH (triệu cp)	1.282,6
Beta	1,0
Free Float (%)	10,4
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	53.116
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	40.074
KLGD bình quân 20 phiên	996.345



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
SAB	-3,9	-13,5	-29,3
VN30 Index	26,6	37,1	60,6
VN-Index	21,6	28,6	45,9

Cổ đông lớn (%)

Vietnam Beverage	53,6
SCIC	36,0
Khác	10,4

Trần Ngọc Lan Anh

(084) 028 - 6299 2006

anh.tnl@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	11,9%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	44.567,7
Chi phí VCSH	12,0%	+ Tiền mặt & Tương đương tại ngày định giá	13.776,3
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	+ Các CTLDLK và BĐS đầu tư	2.318,5
Phần bù rủi ro VCSH	8,0%	- Lợi ích thiếu số & Nợ	1.321,9
Beta	1,0	Giá trị VCSH	59.340,0
Exit EV/EBITDA	10,0x	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	1.282,6
Giá mục tiêu (đồng/CP)			46.267

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho giá trị VCSH của SAB trên mỗi Cổ phiếu (Đồng) – DCF

	Exit EV/EBITDA					
		8,4x	9,4x	10,4x	11,4x	12,4x
	12%	41.965	44.116	46.267	48.418	50.569
WACC	13%	41.100	43.172	45.243	47.315	49.386
	14%	39.477	41.400	43.324	45.247	47.171
	15%	37.286	39.011	40.736	42.461	44.186
	16%	34.753	36.251	37.749	39.248	40.746

Nguồn: CTCK Rông Việt

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH - EV/EBITDA

Chúng tôi dùng EV/EBITDA theo tỷ trọng 4 năm giai đoạn 2021 – 2024 của nhóm doanh nghiệp cùng ngành (Xem thêm [Thông tin doanh nghiệp tương đồng](#)) để tham chiếu cho định giá ngắn hạn cổ phiếu SAB: Với EV/EBITDA 10,0x (thấp hơn 2 lần so với trung bình có trọng số 4 năm của doanh nghiệp cùng ngành), giá trị EBITDA năm 2025 đạt 4.526,9 tỷ đồng, tương ứng với mức giá mục tiêu cho cổ phiếu SAB trong ngắn hạn là 49.738 đồng.

Bảng 2: Bảng chỉ số EV/EBITDA của các doanh nghiệp tương đồng (x)

Công ty	2021	2022	2023	2024
HEIM MK Equity	15,2x	11,4x	12,3x	10,7x
THBEV SP Equity	18,5x	15,0x	14,9x	14,9x
SMC PM Equity	8,5x	8,3x	9,1x	8,7x
CAB MK Equity	20,1x	14,9x	12,9x	13,0x
2502 JT Equity	11,2x	10,2x	10,5x	9,0x
600600 CH Equity	16,9x	17,5x	9,7x	11,7x
Trung bình	15,1x	12,9x	11,6x	11,3x
Tỷ trọng	10%	20%	30%	40%
EV/EBITDA trung bình/ tham chiếu	12,0x / 10,0x			

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Bảng 3: Bảng độ nhạy cho giá trị vốn chủ sở hữu của SAB trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)

EBITDA (Tỷ đồng)		EV/EBITDA					
			8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x
	2025	4.526,9	42.680	46.209	49.738	53.267	56.796
	2026	5.225,3	45.657	49.731	53.805	57.879	61.954

Nguồn: CTCK Rong Viet

Sử dụng kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và định giá so sánh EV/EBITDA với tỷ trọng 50:50, chúng tôi đưa ra mức giá trị hợp lý cho cổ phiếu SAB là **48.000 đồng/CP**. Dựa trên giá đóng cửa 45.950 đồng/CP tại ngày 13/10/2025, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu SAB. Nhà đầu tư có thể cân nhắc cơ hội đầu tư SAB nếu theo đuổi chiến lược đầu tư hướng cổ tức với mức cổ tức cao 5.000 đồng/ cổ phiếu, tương đương với tỷ suất cổ tức 10% trong vòng 1 năm tới.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro tăng giá – Đến từ việc hiệu quả hoạt động có thể được cải thiện tốt hơn nếu SAB có thể tái cấu trúc được kênh phân phối và chính sách bán hàng, qua đó giúp tiết kiệm chi phí hoa hồng chi cho đại lý và cải thiện biên lợi nhuận: Chúng tôi nhận thấy rằng hình thức phân phối của SAB hiện nay chủ yếu vẫn thông qua kênh trung gian theo mô hình B2B2C (thông qua đại lý phân phối) trong khi các doanh nghiệp cùng ngành trong phạm vi theo dõi của chúng tôi (như VNM, MCH) đang dần tối ưu chi phí kênh trung gian để phân phối trực tiếp đến người tiêu dùng. Do đó, chúng tôi cho rằng tái cấu trúc kênh phân phối là việc tất yếu phải diễn ra và điều này có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp.

Rủi ro giảm giá – Hoạt động kinh doanh của ngành bia nói chung và của doanh nghiệp bị ảnh hưởng đáng kể từ khi các chính sách về an toàn giao thông, đặc biệt gần đây nhất là Nghị định 168/2024/NĐ-CP có hiệu lực. Sản lượng tiêu thụ toàn ngành có thể đi ngược kỳ vọng và sụt giảm đáng kể nếu vấn đề vi phạm ATGT có chứa nồng độ cồn được theo dõi và kiểm soát chặt chẽ hơn để phù hợp với định hướng giảm mức tiêu thụ bia trên đầu người của Nhà nước.

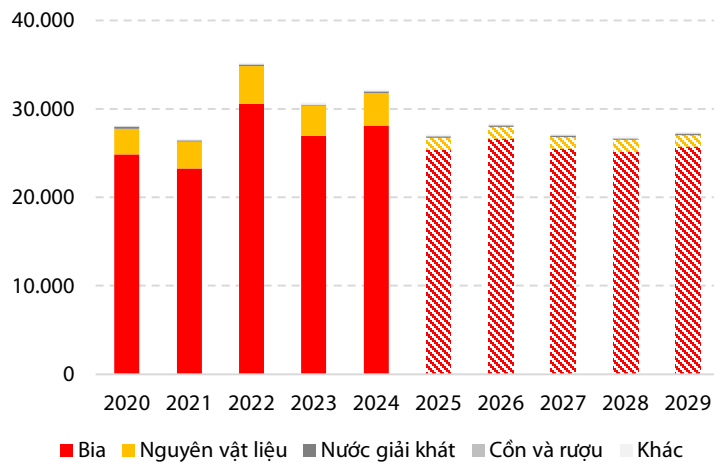
Chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu SAB, hỗ trợ cho phần định giá bên trên của chúng tôi theo các phần sau:

MỤC LỤC	
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29	Tham khảo trang 5
PHỤ LỤC 1 – TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP	Tham khảo trang 17
PHỤ LỤC 2 – CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH BIA	Tham khảo trang 19
<i>Đầu vào</i>	Tham khảo trang 19
<i>Quy trình sản xuất</i>	Tham khảo trang 21
<i>Đầu ra và kênh phân phối</i>	Tham khảo trang 22
PHỤ LỤC 3 – TỔNG QUAN VỀ NGÀNH BIA VIỆT NAM	Tham khảo trang 23
PHỤ LỤC 4 – MỘT SỐ CHÍNH SÁCH CÓ TÁC ĐỘNG ĐẾN TRIỂN VỌNG NGÀNH BIA VIỆT NAM	Tham khảo trang 26
PHỤ LỤC 5 – LƯU Ý VỀ HẠCH TOÁN THUẾ TTĐB VÀ LỢI ÍCH KỲ VỌNG SAU KHI SAB NÂNG TỶ LỆ SỞ HỮU TẠI SABIBECO (SBB)	Tham khảo trang 27
PHỤ LỤC 6 – CHÚ TRỌNG YẾU TỐ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG (ESG) ĐỂ ĐẢM BẢO CHẤT LƯỢNG VÀ CẢI THIẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG	Tham khảo trang 28
PHỤ LỤC 7 - PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2029	Tham khảo trang 29
PHỤ LỤC 8 – CÁC DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐỒNG	Tham khảo trang 30

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29

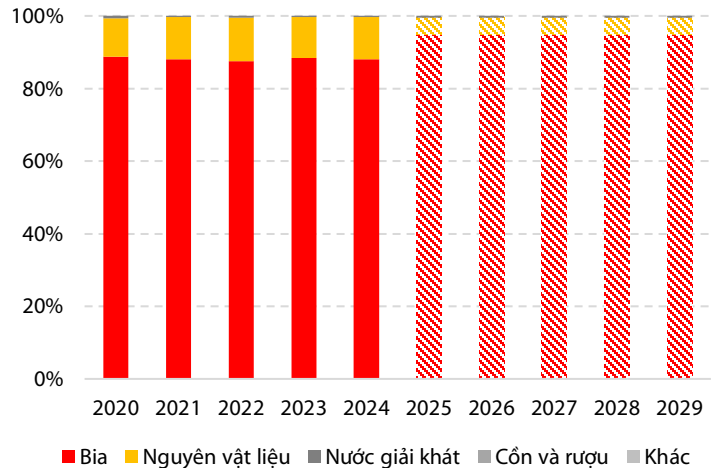
Doanh thu: Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của SAB đạt 26.867 tỷ đồng (-15% YoY) vào năm 2025 và tăng lên 27.169 tỷ đồng vào năm 2029, tương ứng với CAGR đạt 0,28%/năm. Điểm sáng trong giai đoạn này là kỳ vọng vào sự phục hồi doanh thu ở năm 2026 nhờ một vài yếu tố mùa vụ ủng hộ. Còn lại, chúng tôi cho rằng động lực để duy trì doanh thu giai đoạn tới chủ yếu đến từ tăng nhẹ giá bán trung bình 3%/năm khi sản lượng tiêu thụ bia tại Việt Nam gần như đi ngang do tác động chính sách (Xem thêm [Một số chính sách có tác động đến ngành bia Việt Nam](#)), cùng với thị phần bia khó mở rộng so với đối thủ khi mức độ cạnh tranh cao.

Hình 1: Doanh thu thuần của SAB (Tỷ đồng)



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Đóng góp doanh thu của SAB theo các mảng (%)



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Bia

Bia là nhóm sản phẩm chủ lực của SAB, đóng góp hơn 88% tổng doanh thu bán hàng của doanh nghiệp hằng năm. Do tác động của COVID-19, sản lượng tiêu thụ bia toàn thị trường bị suy giảm trong 02 năm 2020 – 2021 với tốc độ lần lượt -14,5% và -6,8%, và tăng trở lại 32,2% vào năm 2022 khi các hoạt động kinh tế trở về trạng thái “bình thường mới” (Xem thêm [Quy mô thị trường](#)). Hoạt động kinh doanh của SAB không nằm ngoài xu hướng này và do đó, doanh thu mảng bia của doanh nghiệp cũng có sự biến động tương đối lớn. Cụ thể:

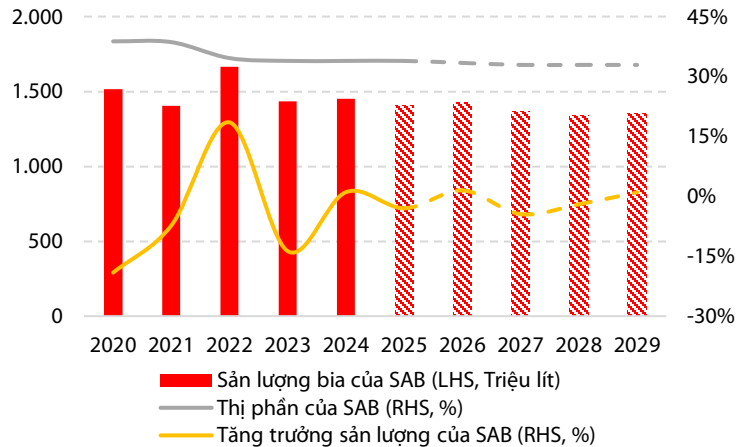
- Giai đoạn 2020 – 2024, doanh thu bán bia của SAB có CAGR đạt 3,33%. Riêng năm 2022, SAB ghi nhận doanh thu tăng trưởng mạnh 31,7% trong bối cảnh giảm nhẹ thị phần (đạt 34,6%; -4,2 pps svck) (Xem thêm [Thị phần](#)), nhưng sản lượng vẫn tăng svck (đạt 1.664 triệu lít, +18,5% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ toàn thị trường tăng 32,2% khi nhu cầu gặp gỡ, tiệc tùng tăng lên sau thời gian dài giãn cách.
- Năm 2024, doanh thu mảng này đạt 28.083 tỷ đồng (+4,3% YoY), động lực chính đến từ tăng giá bán 3,2% YoY, trong khi sản lượng chỉ tăng nhẹ 1,1% YoY.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng bia năm 2025 của SAB đạt 25.458 tỷ đồng, giảm 9,3% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chính đến từ cú sốc tiêu dùng khi Nghị định 168/2024 có hiệu lực từ ngày 1/1/2025, quy định mức xử phạt hành chính tăng gấp 3 - 4 lần đối với hành vi vi phạm an toàn giao thông, đặc biệt nếu có nồng độ cồn. Việc nâng khung phạt này đã tác động trực tiếp đến tâm lý người tiêu dùng, khiến nhu cầu sử dụng đồ uống có cồn sụt giảm đáng kể, sản lượng tiêu thụ toàn ngành bia trong năm 2025 được ước tính giảm khoảng 3% so với cùng kỳ. (Xem thêm [Chính sách](#))

Trong giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi ước tính doanh thu mảng bia của SAB tăng với tốc độ khiêm tốn, CAGR đạt 0,3%/năm, tương ứng với doanh thu kỳ vọng đạt 25.768 tỷ đồng vào 2029. Do:

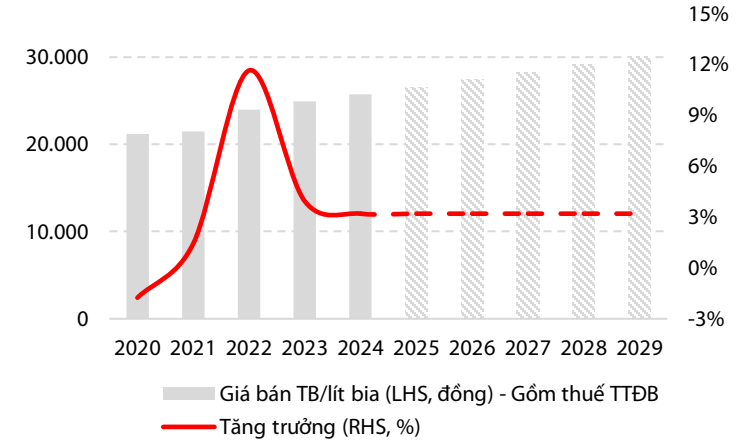
- Sản lượng tiêu thụ toàn ngành khó có thể tăng trưởng mạnh, do chịu ràng buộc từ mục tiêu của Chính phủ về giảm mức tiêu thụ bia bình quân đầu người, thông qua việc ban hành và thực thi các chính sách, nghị định và luật thuế liên quan.
- Thị phần của SAB trong ngành bia có xu hướng đi ngang, đồng thời chịu áp lực giảm nhẹ khi dần bị chia sẻ bởi các thương hiệu bia ngoại. Chúng tôi dự báo SAB có thể duy trì mức 33,9% thị phần trong năm 2025, trước khi giảm dần về khoảng 33% vào năm 2029.
- SAB có thể tăng giá bán 3%/năm để bù đắp cho sản lượng sụt giảm; đồng thời, phản ánh tác động của việc tăng thuế TTĐB với mức 5%/năm theo lộ trình từ 2027.

Hình 3: Sản lượng bia bán ra của SAB



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá trung bình trên mỗi lít bia của SAB



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Các nhóm sản phẩm khác: Doanh thu từ các nhóm sản phẩm khác bao gồm nguyên vật liệu, nước giải khát, sản phẩm có chứa cồn và rượu chiếm gần 18% tỷ trọng còn lại trên tổng doanh thu. Do bia trước nay vẫn là sản phẩm chủ lực và sẽ tiếp tục được tập trung đẩy mạnh, chúng tôi cho rằng các nhóm sản phẩm còn lại sẽ tiếp tục duy trì tỷ trọng nhỏ, riêng doanh thu mảng nguyên vật liệu được ước tính sụt giảm đáng kể do kỳ vọng SAB tối ưu được khâu tái chế nguyên vật liệu nhờ tận dụng nhà máy của Sabibeco (sau khi nâng tỷ lệ sở hữu lên 65%, từ mức 21,8% kể từ cuối T12/2024).

Nguyên vật liệu: SAB thu từ việc bán các loại nguyên vật liệu sản xuất bia (mạch nha, hoa bia, bao bì đóng gói thừa) và nguyên vật liệu như lon nhôm/thùng đã qua sử dụng. Doanh thu mảng này đạt 3.715 tỷ đồng vào 2024, chiếm 11,7% tổng doanh thu và tỷ trọng này không biến động nhiều. Xuất phát từ khả năng có thể tối ưu được quy trình tái chế nguyên vật liệu sản xuất nhờ tận dụng nhà máy của Sabibeco, chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng nguyên vật liệu của SAB duy trì 5% trên doanh thu bán bia, đạt 1.273 tỷ đồng trong năm 2025 (-65,7% YoY, đóng góp 4,7%) và 1.288 tỷ đồng vào năm 2029.

Nước giải khát: SAB cung cấp một số loại nước giải khát có gas (soda, bạc hà,...) và không gas (nha đam, nước lọc tinh khiết), chiếm tỷ trọng rất nhỏ trên tổng doanh thu (0,4 – 0,5%) và đạt 163 tỷ đồng năm 2024 (+34% YoY). Chúng tôi ước tính doanh thu mảng này đạt 150 tỷ vào 2025 và giảm trung bình 3%/năm trong giai đoạn 2025 – 2029, do:

- (1) Danh mục sản phẩm không đa dạng và không quá khác biệt để tạo lợi thế trên thị trường;
- (2) Nhóm sản phẩm nước ngọt không nằm trong danh sách ưu đãi được giảm thuế GTGT từ 10% xuống 8% trong năm 2025 – 2026 nên không được hưởng lợi;
- (3) Nhận thức về sức khỏe tăng, kết hợp với yếu tố (2), phần nào làm giảm nhu cầu tiêu thụ nước ngọt. Thay vào đó, nước giải khát có hàm lượng dinh dưỡng cao hơn và ít ngọt hơn được ưa chuộng.

Cồn và rượu: Tương tự như mảng kinh doanh nước giải khát, doanh thu từ mảng cồn và rượu cũng chiếm tỷ trọng rất nhỏ, khoảng 0,1 – 0,2% trên tổng doanh thu. Mảng hàng này cũng không được hưởng ưu đãi

giảm 2% thuế suất thuế GTGT nếu sản phẩm có chứa nồng độ cồn trên 20 độ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng này đạt quanh mức trung bình 40 tỷ đồng/năm, tương ứng với tỷ trọng trên tổng doanh thu duy trì 0,1%.

Cơ cấu lợi nhuận

Biên lợi nhuận gộp

Biên gộp của SAB cải thiện 2 pps YoY từ 28,8% (2021) lên 30,8% (2022) nhờ biên gộp mảng bia tăng mạnh từ 33% lên 35,4%, do được hưởng lợi nguyên vật liệu giá rẻ mua vào ở giai đoạn trước đó.

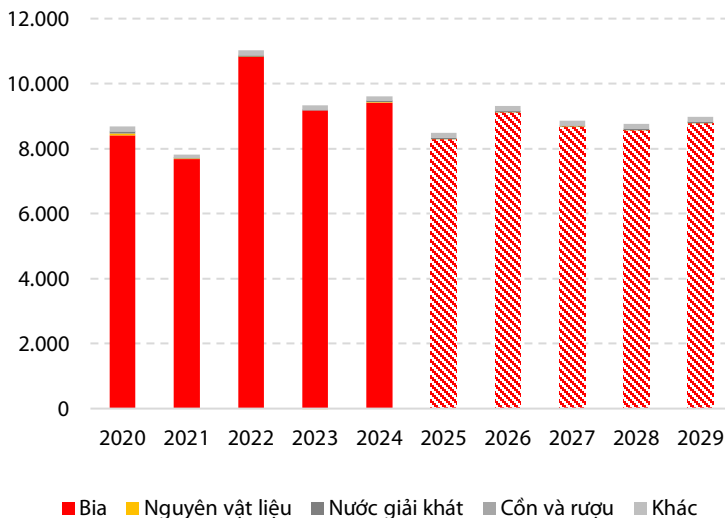
Tuy nhiên, do tình hình tiêu thụ tăng vọt trở lại vào 2022, giá các loại nguyên vật liệu bao gồm mạch nha, hoa bia, lon nhôm đều quay đầu tăng (Xem thêm [Diễn biến giá nguyên vật liệu](#)). SAB chốt giá nguyên vật liệu sản xuất cho cả năm 2023 – 2024 tại thời điểm giá đang neo cao vào 2022, dẫn đến giá vốn hàng bán tăng mạnh trong giai đoạn này. Cụ thể, biên gộp mảng bia giảm từ 35,4% vào 2022 xuống còn 33,5% vào 2024 và làm giảm biên gộp chung xuống 29,2% vào 2024, mặc dù biên gộp các mảng khác (nước giải khát, cồn và rượu,...) có sự cải thiện tương đối lớn khoảng 7 - 8 pps YoY trong năm 2024.

Chúng tôi kỳ vọng biên gộp của SAB cải thiện nhẹ trong giai đoạn 2025 - 2029: Đạt 30,7% (+1,5 pps YoY) vào 2025, tăng lên 32,2% vào 2026 nhờ mảng bia hưởng lợi nguyên vật liệu giá rẻ hơn trước và hiệu quả chi phí nguyên vật liệu (lon) sau thương vụ M&A với SBB trở nên rõ ràng hơn. Biên gộp sau đó giảm nhẹ và duy trì 32% đến 2029, tương ứng với lợi nhuận gộp lần lượt đạt 8.242,6 tỷ đồng (-11,5% YoY) vào 2025 và 8.724,0 tỷ đồng vào 2029. Cụ thể hơn, trong ngắn hạn đến hết 2026:

- Chi phí nguyên vật liệu giảm so với 2 năm trước, khi đã sử dụng hết mạch nha, hoa bia, lon giá cao: SAB đã chốt giá mạch nha mới cho năm 2025 vào đầu năm và ký hợp đồng vỏ lon nhôm để sản xuất cho năm 2025 và 2026 nhằm phòng ngừa giá lon đang có xu hướng tăng lên.
- Cơ cấu doanh thu thay đổi: Mảng bán nguyên vật liệu (biên gộp dưới 1%) được kỳ vọng giảm tỷ trọng trên doanh thu từ 11,7% (2024) xuống gần 5% (2025) khi SAB có thể tận dụng nhà máy lon của SBB trong việc tái chế và duy trì thấp tỷ trọng mảng này cho các năm sau. (Quay lại [Doanh thu](#))

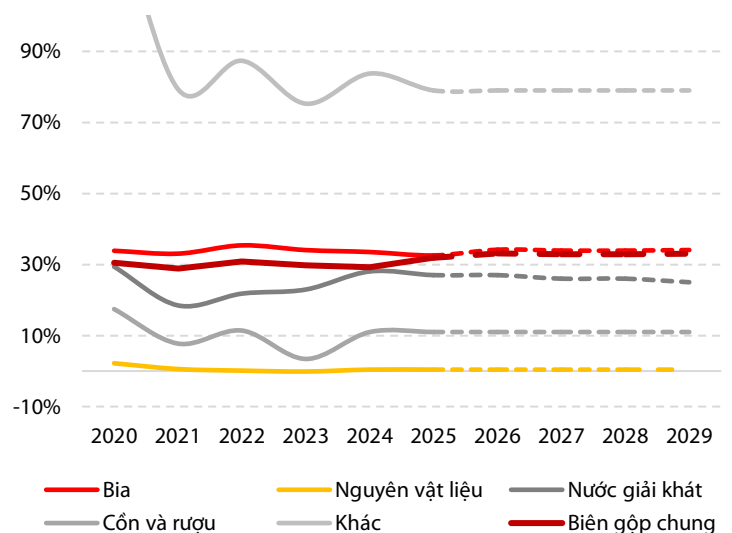
Tuy vậy, biên lợi nhuận gộp kỳ vọng dao động trong khoảng 30 - 32% của SAB nhìn chung vẫn đang thấp hơn so với mặt bằng chung các doanh nghiệp cùng ngành ([Hình 7](#)) do cấu phần doanh thu của SAB khác biệt đáng kể khi có thêm hoạt động mua bán nguyên vật liệu (chiếm tỷ trọng 5 - 10%, có biên gộp dưới 1%) trong khi các doanh nghiệp cùng ngành như Tsingtao, Asahi, Heineken có doanh thu thuần phần lớn đến từ mảng bia (biên gộp 33 - 40%).

Hình 5: Lợi nhuận gộp theo mảng của SAB (Tỷ đồng)



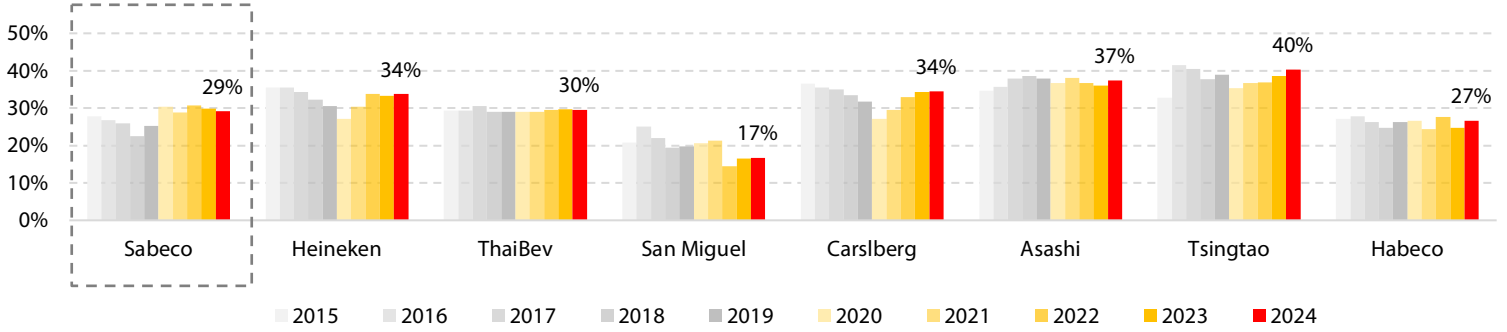
Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp theo mảng (%)



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Biên lợi nhuận gộp của SAB và các doanh nghiệp cùng ngành (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

Cơ cấu chi phí

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN)

Chi phí BH&QLDN trên doanh thu của SAB tăng trở lại sau năm 2020 và cao hơn so với giai đoạn trước, duy trì ở mức 13% – 17% trên tổng doanh thu (Hình 8), phản ánh tình hình tiêu dùng khó khăn, đặc biệt đối với sản phẩm như rượu – bia và đồ uống có cồn do một số yếu tố khách quan tác động: Dịch COVID, định hướng giảm tiêu thụ rượu bia trên đầu người của Chính phủ, và không được hưởng lợi về thuế,... SAB phải chi nhiều hơn cho hoạt động bán hàng nhằm hút tiêu dùng và cải thiện doanh thu (Hình 9).

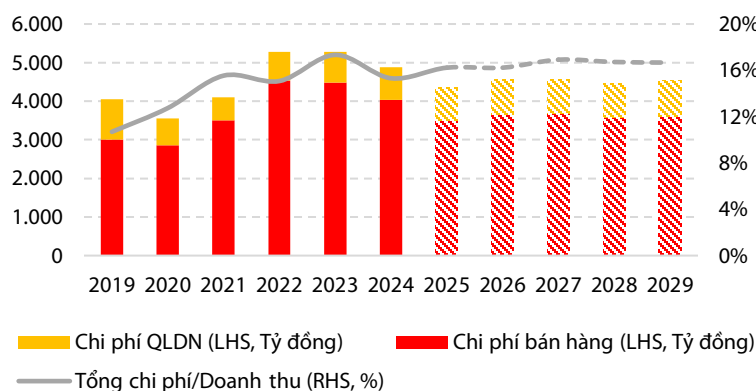
Tuy vậy, so với đa phần doanh nghiệp cùng ngành (Hình 10), SAB vẫn có lợi thế khi tỷ trọng chi phí tương đối thấp, một phần do phạm vi hoạt động hẹp - chủ yếu tập trung ở thị trường trong nước.

Chi phí bán hàng: thường cao hơn chi phí QLDN, do đặc thù ngành cần chi tiêu nhiều hơn vào quảng cáo và khuyến mãi. Tỷ trọng chi phí BH/ doanh thu tăng liên tục từ 2019 đến 2023, trong đó biến động lớn nhất ở khoản chi cho hoạt động quảng cáo và khuyến mãi (hơn 60% tổng chi phí bán hàng). Tại thị trường có xu hướng dịch chuyển tiêu dùng từ on-trade sang off-trade như Việt Nam và Thái Lan, khoản chi cho chi phí bán hàng trên đà giảm dần (ThaiBev, Sabeco); ngược lại, nhu cầu qua kênh on-trade tăng rõ rệt tại thị trường Malaysia khiến chi phí bán hàng cũng tăng đồng pha (Carlsberg, Heineken).

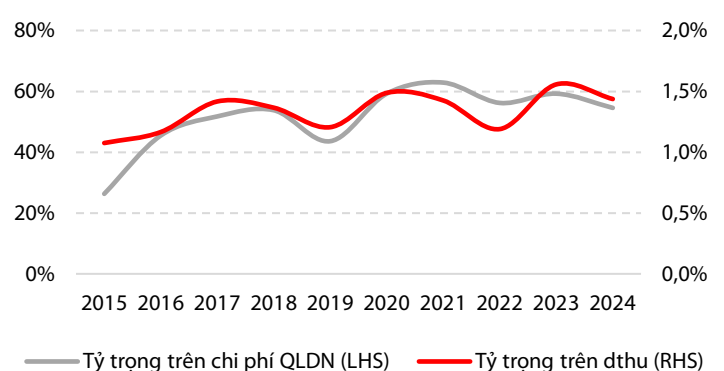
Chi phí QLDN: Chi phí QLDN chiếm tỷ trọng nhỏ trên doanh thu, khoảng 3% và biến động không đáng kể do cơ cấu quản lý không có nhiều thay đổi. Sau 2017, riêng chi cho nhân viên quản lý tăng nhẹ và duy trì tỷ trọng ở mức 1,2 – 1,4% trên doanh thu thuần. SAB tập trung mảng bia và cung cấp chủ yếu ở nội địa, chưa có kế hoạch đẩy mạnh xuất khẩu nên mô hình kinh doanh không quá phức tạp.

Tổng kết lại, năm 2025, chúng tôi dự phóng chi phí BH&QLDN của SAB đạt 4.360 tỷ đồng, tương ứng với tỷ trọng trên doanh thu là 16,2% (tăng từ 15,3% năm 2024) và tăng lên mức 16,7% vào năm 2029. Nguyên nhân chủ yếu do doanh nghiệp tăng chi cho hoạt động quảng cáo và khuyến mãi khi triển vọng ngành kém khả quan và tiêu dùng qua kênh on-trade bị ảnh hưởng.

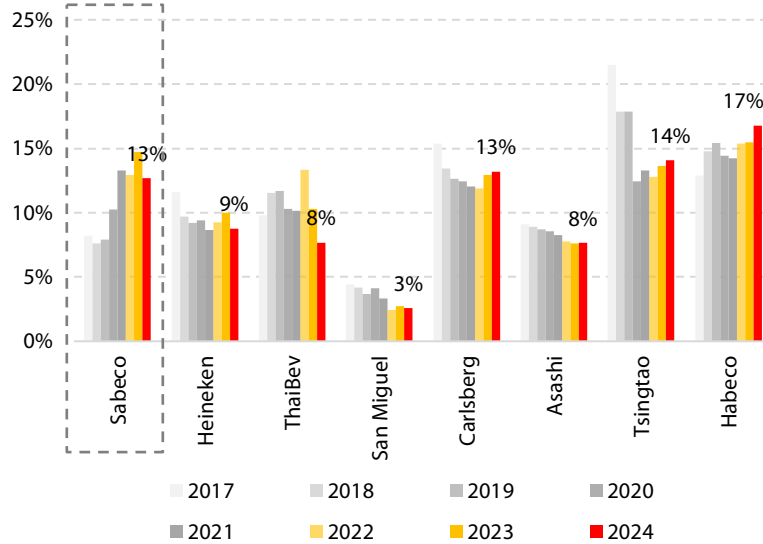
Hình 8: Chi phí BH&QLDN



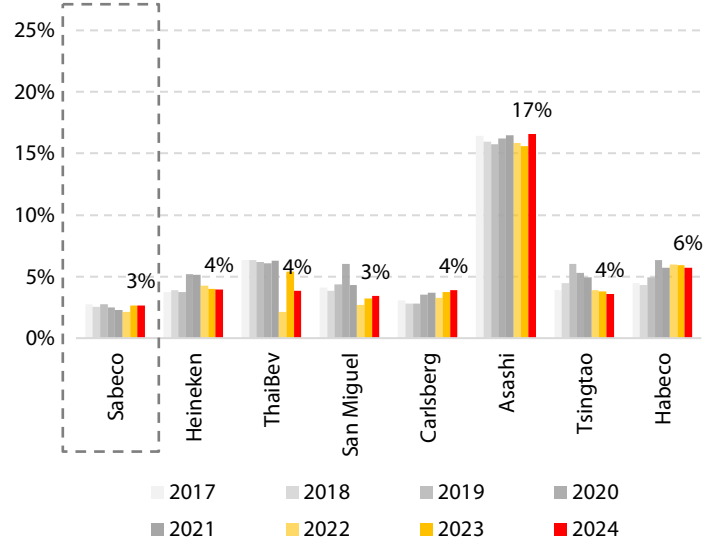
Hình 9: Chi phí nhân viên QL tăng & ổn định sau 2017 (%)



Hình 10: Tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu thuần (%)



Hình 11: Tỷ trọng chi phí QLDN trên doanh thu thuần (%)



Nguồn: SAB, Bloomberg, CTCK Rông Việt

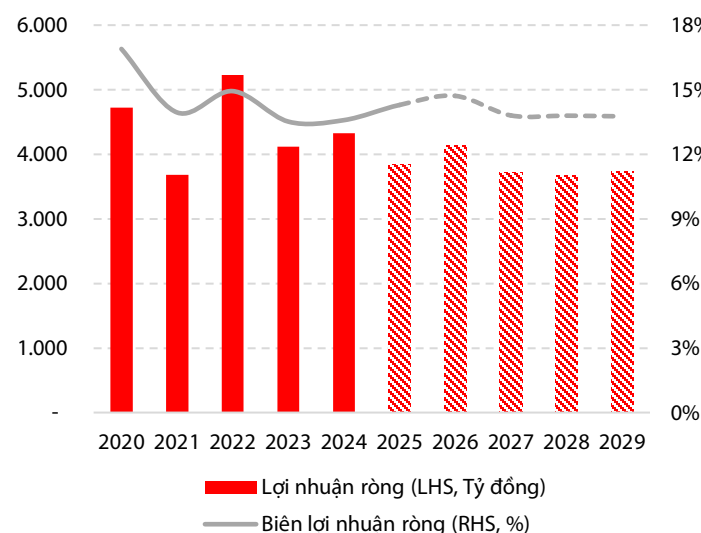
Lợi nhuận ròng

Dự phóng LNST Cty mẹ năm 2025 và 2026 đạt lần lượt 3,839 tỷ đồng (-11,3% YoY) và 4.143,9 tỷ đồng, tương ứng với biên ròng đạt 14,3% (+0,7 pps YoY) và 14,7% (+0,4 pps YoY):

- Chúng tôi cho rằng chi phí hoạt động vẫn tăng đồng pha với doanh thu, và SAB khó tiết giảm chi phí hoạt động (Quay lại [SG&A](#)). Mặt khác, nhờ hưởng lợi từ giá vốn thấp hơn (Xem thêm [Giá nguyên vật liệu](#)) và cơ cấu doanh thu thay đổi (tăng tỷ trọng mảng bia, giảm tỷ trọng mảng nguyên vật liệu), biên ròng vẫn được cải thiện nhẹ trong 2 năm tới.
- Bên cạnh đó, dự phóng giảm tỷ trọng nợ vay từ nay đến 2029 giúp SAB giảm gánh nặng trả lãi (Xem phần [Cơ cấu nợ vay](#)).

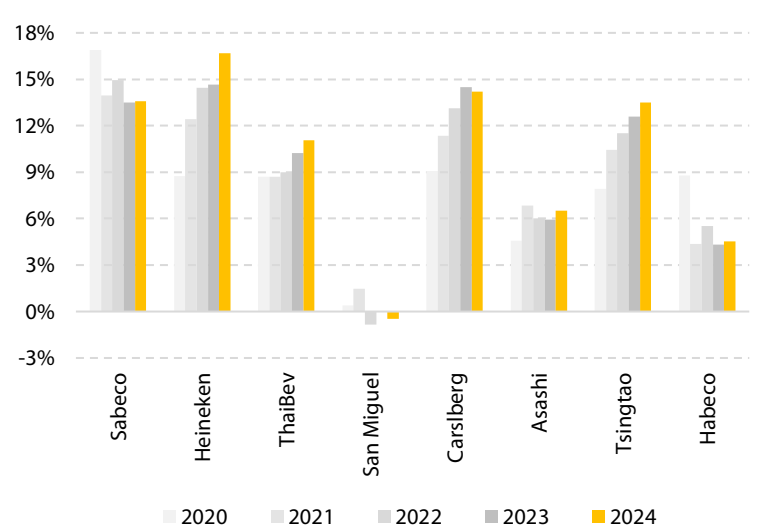
Nhìn chung, biên ròng của SAB thuộc nhóm cao so với các doanh nghiệp cùng ngành nhưng đang ghi nhận xu hướng giảm, đi ngược lại so với hầu hết các hãng bia ngoại như Heineken, Carlsberg, Asahi Group, Tsingtao, hay Cty mẹ Thai Beverage.

Hình 12: Lợi nhuận ròng của SAB



Nguồn: SAB, CTCK Rông Việt

Hình 13: Biên ròng của các doanh nghiệp trong ngành (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động

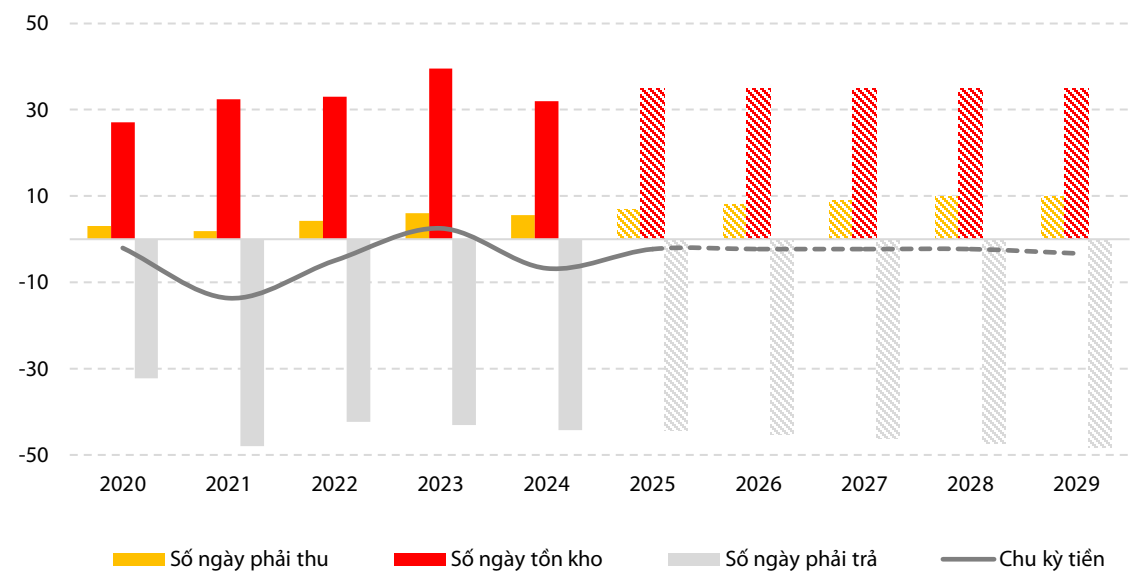
Các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động của SAB được kiểm soát tương đối ổn định trong giai đoạn 2020 – 2024, có sự cải thiện nhẹ ở số ngày tồn kho và số ngày phải trả. Chu kỳ tiền mặt thấp và thường đạt mức âm do kỳ thu tiền và số ngày tồn kho tương đối ngắn.

- **Số ngày phải thu:** mặc dù ở mức thấp từ 2 - 6 ngày nhưng đang có xu hướng tăng lên. Điều này phản ánh bức tranh thực tế với sự dịch chuyển trong kênh bán hàng dẫn đến số ngày thu tiền có phần kéo dài hơn. Cụ thể, SAB nói riêng và ngành bia nói chung đang ghi nhận xu hướng thay đổi kênh phân phối từ on-trade (mua và sử dụng tại chỗ) sang off-trade (mua mang về) (Xem thêm [Kênh phân phối](#)). Diễn biến này làm tăng khả năng thu tiền chậm do áp dụng bán chịu cho đại lý và người tiêu dùng để có thể bán được hàng.
- **Số ngày phải trả và số ngày tồn kho:** Số ngày phải trả không biến động lớn nhưng đang có xu hướng tăng, từ 42 ngày (2022) lên 44 ngày (2024). So với doanh nghiệp cùng ngành, SAB không có lợi thế chiếm dụng vốn của nhà cung cấp ([Hình 14](#)), nhưng bù lại doanh nghiệp vẫn có dòng tiền tương đối ổn định nhờ kỳ thu tiền ngắn và quay vòng hàng tồn kho nhanh với số ngày tồn kho trung bình ngành khoảng 30 – 45 ngày bởi sản phẩm đã có thương hiệu và dễ tiếp cận.

Trong giai đoạn 2025 - 2029, chúng tôi kỳ vọng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của SAB tăng nhẹ so với 2024 nhưng vẫn duy trì âm 2 - 3 ngày, phù hợp với khả năng kiểm soát vốn lưu động của doanh nghiệp trong quá khứ.

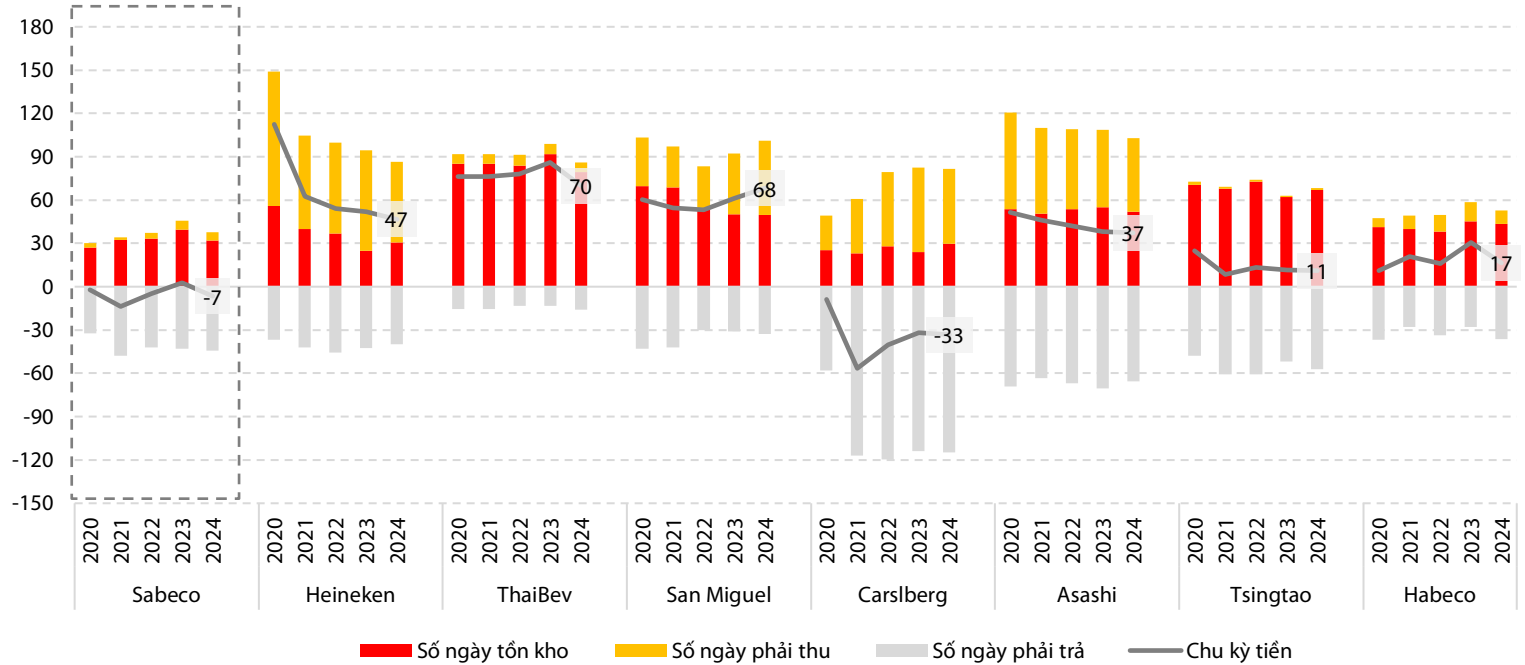
- Số ngày phải thu kỳ vọng tăng trung bình 1 ngày/năm do tác động của xu hướng dịch chuyển kênh phân phối từ on-trade sang off-trade làm tăng khả năng bán chịu đối với các đại lý, điểm bán và tiêu dùng nhỏ lẻ. Số ngày phải trả được dự phóng tăng tương ứng, giao động ở khoảng 44 – 48 ngày trong giai đoạn tới.
- Số ngày tồn kho vẫn neo ở mức trung bình 35 ngày, do sản phẩm bia thường được tiêu thụ tương đối nhanh khi đã có thương hiệu và giá thành rẻ. Bên cạnh đó là khả năng doanh nghiệp có thể lượng hóa được đầu ra trước tình hình tiêu dùng đã được dự báo để sản xuất và cung ứng sản lượng phù hợp với nhu cầu của thị trường.

Hình 14: Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của SAB (Ngày)



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp cùng ngành (Ngày)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt

Đầu tư TSCĐ

Chi tiêu cho đầu tư TSCĐ thường rơi vào khoảng 200 – 350 tỷ đồng/năm và chủ yếu cho máy móc, thiết bị phục vụ hoạt động sản xuất. Riêng năm 2022, khoản chi tăng mạnh lên 564 tỷ đồng do doanh nghiệp triển khai một số hoạt động đầu tư như điện mặt trời áp mái phục vụ cho hoạt động sản xuất nội bộ nhằm hoàn thiện hệ thống theo lộ trình ESG; mở rộng công suất Nhà máy Bia Sài Gòn – Quảng Ngãi lên 250 triệu lít/năm (gấp 2,5 lần công suất ban đầu của nhà máy) để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng bia phục hồi mạnh mẽ trở lại sau dịch và mở rộng mạng lưới ở khu vực miền Trung.

Chúng tôi dự phóng chi tiêu đầu tư, mua sắm TSCĐ sẽ đạt quanh mức 200 – 220 tỷ đồng/năm cho các trong giai đoạn 2025 – 2029. Trong đó, gần 50% là chi cho máy móc - thiết bị sản xuất và phần còn lại sẽ chi cho nâng cấp và bảo trì nhà máy và các TSCĐ liên quan.

Về kế hoạch đầu tư mới và nâng cấp nhà máy, chúng tôi cung cấp thêm thông tin và đánh giá tính khả thi của dự án - hiện chưa đưa vào kịch bản dự phóng, do:

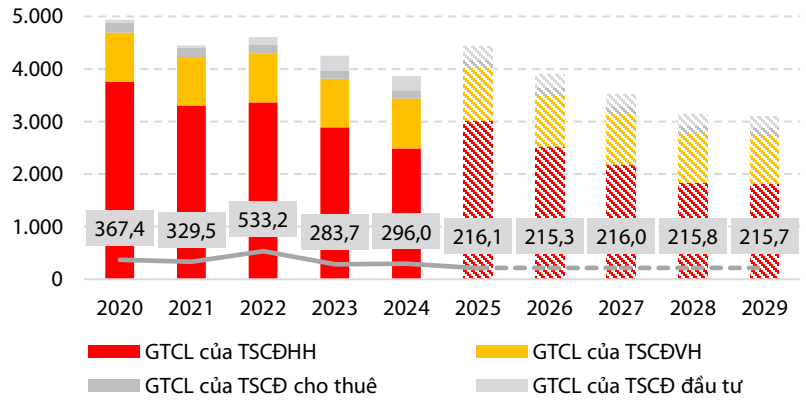
- SAB có kế hoạch nâng công suất Nhà máy bia Sài Gòn – Củ Chi (TP.HCM) từ 264 triệu lít/năm (117,9 triệu lít bia chai; 146,1 triệu lít bia lon) lên 350 triệu lít/năm (100 triệu lít bia chai; 250 triệu lít bia lon). Hiện nay, nhà máy vẫn chưa chạy hết công suất trong khi nhu cầu tiêu dùng bia được dự báo không có sự bùng nổ trong giai đoạn tới.
- Quyết định đầu tư nâng công suất nhà máy có từ 2019 nhưng gặp khó khăn trong khâu xin phê duyệt báo cáo đánh giá tác động môi trường (ĐTM) vào 2020 (thông qua nhưng cần chỉnh sửa bổ sung), sau đó bị gián đoạn vì COVID-19, và tiếp tục không được thông qua vào 2023 và T5-6/2025.
- Cập nhật tiến độ hiện tại, SAB dự kiến trình phê duyệt ĐTM vào Q4/2025 và triển khai từ Q4/2025 đến Q1/2027, với tổng vốn đầu tư là 855 tỷ đồng. Với những khó khăn trên, chúng tôi bỏ ngờ khả năng đề xuất lần thứ 4 của SAB được thông qua và chưa đưa vào kịch bản dự phóng cho giai đoạn tới.

Hình 16: Nhà máy bia Sài Gòn – Củ Chi



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Tiền chi cho đầu tư mua sắm TSCĐ



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Nợ vay

SAB không sử dụng nhiều nợ vay và thuê tài chính, duy trì thấp tỷ trọng nợ thuê tài chính dài hạn trên vốn chủ sở hữu dưới 5% và ghi nhận xu hướng giảm dần tỷ trọng từ 4,2% (2022) xuống 1,7% (2024).

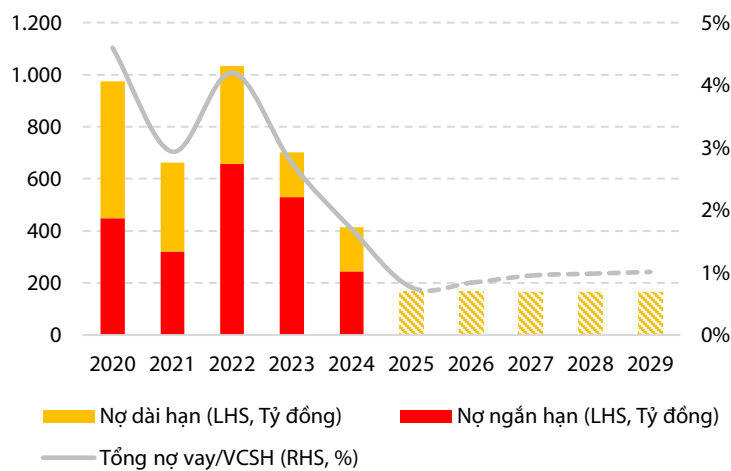
Với khoản nợ thuê tài chính dài hạn 169 tỷ đồng cuối năm 2024, chúng tôi dự phóng SAB sẽ tất toán dần mỗi năm 1,43 tỷ đồng, tương đương tổng cộng hơn 7,1 tỷ đồng nợ gốc của doanh nghiệp trong 5 năm tới. Tỷ trọng nợ vay trên vốn chủ sở hữu duy trì dưới 1%.

Chính sách cổ tức tiền mặt

ĐHĐCĐ SAB thông qua mức cổ tức tiền mặt năm 2024 là 50% mệnh giá, tương ứng 5.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi giả định SAB sẽ tiếp tục duy trì chính sách chi trả cổ tức cao với tỷ lệ chi trả 35 – 50% cho các năm tới do: 1) Không có kế hoạch đầu tư mới đáng kể; (2) Tăng chia cổ tức để bù đắp lãi vay 2,4 – 3% trên khoản vay giá trị 4,8 tỷ đô tài trợ cho thương vụ M&A của Cty Mẹ ThaiBev mua lại SAB vào 2017.

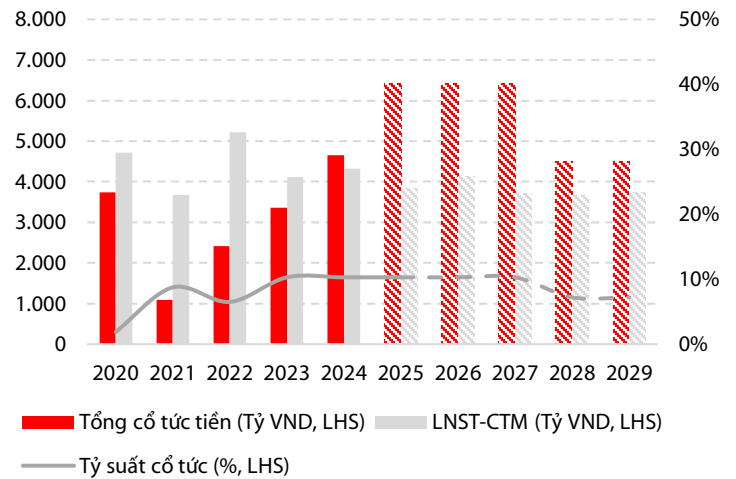
Chúng tôi ước tính tổng cổ tức mà ThaiBev nhận từ 2018 đến nay chưa đủ để bù đắp cho tổng chi phí lãi vay cho khoản vay tài trợ thương vụ M&A. Điều này cho thấy gánh nặng trả nợ gốc và lãi vay trong vòng 10 năm kể từ 2017 đến 2028 của Cty mẹ ThaiBev vẫn là động lực để SAB duy trì chính sách chi trả cổ tức cao trong thời gian qua và trong các năm tới. (Xem thêm [Tóm tắt về khoản vay](#))

Hình 18: Cơ cấu nợ vay và lãi suất bình quân



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Chi trả cổ tức



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

(*) Tóm tắt về khoản vay của ThaiBev tài trợ cho thương vụ M&A

Hình 20: Cơ cấu sở hữu của ThaiBev đối với SAB và các công ty liên quan



Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Ngày 29/12/2017, Vietnam Beverage (ThaiBev nắm giữ 49%) đã giao dịch 110.000 tỷ đồng (4,84 tỷ USD) cho Bộ Công Thương để nhận 53,6% cổ phần của Sabeco, và trở thành Cty mẹ nắm quyền kiểm soát.

- Để tài trợ cho thương vụ này, ThaiBev và công ty con do tập đoàn sở hữu 100% vốn là BeerCo đã thực hiện các khoản vay khác nhau với tổng số tiền gần 5 tỷ USD, lãi suất bình quân 2,5 – 3%/năm.
- Tuy nhiên, với thời hạn vay là 2 năm cho khoản vay 4,8 tỷ USD, ThaiBev đã thực hiện tái cấp vốn vào 2018 bằng cách phát hành trái phiếu với tổng giá trị bằng 83% giá trị thương vụ, kỳ hạn từ 2 – 10 năm và lãi suất bình quân từ 1,76% - 3,6% để đổi nợ.

Bảng 4: Khoản vay 4,8 tỷ USD tài trợ M&A (2017)

Vay nội địa (5 ngân hàng)		Vay nước ngoài (2 ngân hàng)	
ThaiBev	3,05 tỷ USD	BeerCo	1,95 tỷ USD
Thời hạn	2 năm	Thời hạn	2 năm
Lãi suất	2,4 – 3%	Lãi suất	2,4 – 3%

Nguồn: ThaiBev, CTCK Rông Việt

Bảng 5: Vay trái khoán (2018) – Kỳ hạn từ 2 đến 10 năm

Phân ngạch	2020	2021	2023	2025	2028	Tổng
Khoản vay (triệu THB)	7.452	54.895	14.387	14.933	35.133	126.800
Khoản vay (tỷ USD)	0,2	1,7	0,5	0,5	1,1	4,0
Lãi suất cố định (%)	1,79%	2,10%	2,76%	3,15%	3,60%	2,68%*

Nguồn: ThaiBev, CTCK Rông Việt tổng hợp – (*) Lãi suất bình quân

Bảng 6: Mô tả ước tính về các đợt thanh toán khoản vay trái khoán và cổ tức tiền mặt ThaiBev nhận được hằng năm

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Tổng**
Số lượng CPĐLH (Triệu CP)		641,3	641,3	641,3	641,3	641,3	1.282,6	1.282,6	1.282,6	
Cổ tức (Đồng/CP)		7.000	1.500	5.500	1.500	3.500	2.500	5.500	3.000*	
Số lượng nắm giữ (Triệu CP)		343,7	343,7	343,7	343,7	343,7	687,3	687,3	687,3	
Cổ tức tiền ThaiBev nhận (Tỷ VND)		2.405,6	515,5	1.890,1	515,5	1.202,8	1.718,3	3.780,3	2.062,0	14.090,1
Nợ vay NH (Tỷ VND)	Khoản nợ vay ngân hàng (Bảng 4) 4,8 tỷ USD vào 2017, tương đương 109,972 tỷ VND (Giả sử đã tất toán hết nợ gốc khoản vay vào 2018 và 2019, tương ứng với thời hạn 2 năm)									
Dư nợ gốc	109.972	54.986	0							
Tất toán nợ gốc		54.986	54.986							
Chi phí lãi vay (1)		3.299	1.650							4,949,0
Giá trị vay trái khoán (Tỷ VND)	Trái khoán phát hành với tổng giá trị 126,800 triệu THB, tương đương với 94,895 tỷ VND vào 2018 (Bảng 5) với 5 phân ngạch tương ứng thời gian đáo hạn 2, 3, 4, 7 và 10 năm (dài nhất đến 2028) (Giả sử nợ gốc từng phân ngạch được tất toán 1 lần vào ngày đáo hạn)									
Tỷ giá (VND/THB)	710,8	748,4	741,6	718,1	668,9	685,5	711,2	782,2	710,8	
Dư nợ gốc		94.895,0	94.035,0	85.709,0	43.113,0	44.185,0	35.605,0	39.164,0	27.482,0	
Tất toán		-	-	8.326,0	42.596,0	-	8.580,0	-	11.681,0	
Chi phí lãi vay (2)		-	2.558,3	2.535,1	2.359,1	1.426,3	1.461,7	1.234,0	1.357,3	12.931,8
Bù trừ lãi (lỗ) từ cổ tức và chi phí lãi vay		(893,4)	(3.692,8)	(645,0)	(1.843,6)	(223,5)	256,6	2.546,3	704,7	(3.790,7)

Nguồn: CTCK Rông Việt giả định và ước tính

(*) Khoản cổ tức 3.000 đồng/CP của 2024 tính đến thời điểm Q2/2025 đã chi trả

(**) Số tổng chi phí lãi đã trả và cổ tức được nhận ước tính đến thời điểm Q2/2025.

Phân tích Dupont

SAB giữ mức ROE cao và ổn định hơn so với một số doanh nghiệp (Asahi, Tsingtao, Habeco và San Miguel) nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với Heineken, Carlsberg dù biên ròng gần như bằng nhau và đang giao động trong khoảng 14% – 16%. Doanh nghiệp luôn duy trì mức đòn bẩy tương đối thận trọng (1,4 – 1,6x) và hiệu quả sử dụng tài sản còn hạn chế, mức sinh lời chưa tối ưu và vẫn có tiềm năng cải thiện.

Chúng tôi kỳ vọng SAB có thể tăng ROE từ 18% (2024) dần lên mức 20 – 23% trong giai đoạn 2025 – 2029 nhờ cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản lên mức 1 – 1,2 lần như giai đoạn trước 2020, trong khi vẫn duy trì đòn bẩy thấp và biên ròng ổn định. Việc liên tục trả cổ tức cao khiến quy mô tài sản ước tính giảm với CAGR -7,2%/năm (2024 – 2029) và là nguyên nhân chính khiến vòng quay tài sản tăng.

Bảng 7: Phân tích Dupont 3 yếu tố của doanh nghiệp cùng ngành

PHÂN TÍCH DUPONT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Sabeco (Việt Nam)	29,4%	29,9%	24,4%	17,9%	23,6%	17,4%	18,2%	17,4%	20,8%	21,5%	22,0%	23,3%
Biên ròng	11,6%	13,3%	16,9%	13,9%	14,9%	13,5%	13,6%	14,3%	14,7%	13,8%	13,8%	13,8%
Vòng quay tài sản	1,6	1,5	1,0	0,9	1,1	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
Đòn bẩy tài chính	1,6	1,5	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Heineken (Malaysia)	77,2%	81,8%	41,5%	65,9%	93,4%	81,7%	93,5%	-	-	-	-	-
Biên ròng	13,9%	13,5%	8,7%	12,4%	14,5%	14,7%	16,7%	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	2,2	2,3	1,6	1,9	2,3	2,0	2,2	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,5	2,7	2,9	2,9	2,8	2,8	2,5	-	-	-	-	-
ThaiBev (Thái Lan)	14,4%	17,6%	17,1%	13,4%	13,0%	16,8%	21,5%	-	-	-	-	-
Biên ròng	7,8%	7,8%	8,7%	8,7%	9,0%	10,2%	11,1%	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,5	3,5	3,3	2,9	2,6	2,8	3,3	-	-	-	-	-
San Miguel (Philippines)	7,5%	6,6%	0,9%	4,2%	-4,4%	0,1%	-2,6%	-	-	-	-	-
Biên ròng	2,3%	2,1%	0,4%	1,5%	-0,9%	0,0%	-0,5%	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,7	0,6	0,4	0,5	0,7	0,6	0,6	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	4,9	5,4	5,6	6,0	7,5	8,4	8,9	-	-	-	-	-
Carlsberg (Malaysia)	118,4%	183,3%	102,5%	106,1%	176,7%	173,7%	132,9%	-	-	-	-	-
Biên ròng	14,0%	12,9%	9,1%	11,3%	13,1%	14,5%	14,2%	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	3,0	3,3	2,7	2,5	2,6	2,2	2,2	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,8	4,3	4,2	3,8	5,2	5,5	4,2	-	-	-	-	-
Asahi (Nhật Bản)	13,2%	11,9%	6,7%	9,4%	7,9%	7,3%	7,5%	-	-	-	-	-
Biên ròng	7,1%	6,8%	4,6%	6,9%	6,0%	5,9%	6,5%	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,8	2,6	2,7	2,7	2,5	2,2	2,1	-	-	-	-	-
Tsingtao (Trung Quốc)	8,1%	10,0%	11,1%	14,5%	15,3%	16,1%	15,4%	-	-	-	-	-
Biên ròng	5,4%	6,6%	7,9%	10,5%	11,5%	12,6%	13,5%	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	-	-	-	-	-
Habeco (Việt Nam)	12,4%	12,3%	13,6%	6,6%	10,5%	7,2%	8,0%	-	-	-	-	-
Biên ròng	5,5%	5,8%	8,8%	4,4%	5,5%	4,3%	4,5%	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	1,0	1,1	1,0	0,9	1,2	1,1	1,1	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	-	-	-	-	-

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Báo cáo thu nhập hàng năm của SAB

DOANH THU THUẦN	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	26.373,8	34.979,1	30.461,4	31.872,4	26.867,0	28.101,7	26.954,0	26.620,2	27.169,4
Giá vốn hàng bán	18.765,2	24.208,4	21.370,0	22.554,2	18.624,4	19.054,4	18.337,4	18.111,6	18.445,4
Lãi gộp	7.608,6	10.770,7	9.091,4	9.318,2	8.242,6	9.047,3	8.616,6	8.508,6	8.724,0
Chi phí bán hàng và QLDN	4.098,1	5.272,7	5.279,9	4.881,0	4.359,8	4.560,2	4.559,7	4.450,0	4.528,2
Chi phí hoạt động khác	-26,0	36,5	23,2	-2,7	93,1	8,5	8,4	8,6	9,0
EBITDA	4.104,5	6.033,2	4.369,5	5.013,6	4.526,2	5.225,3	4.629,8	4.635,6	4.439,4
Doanh thu tài chính	1.119,6	1.090,6	1.432,6	1.067,1	1.027,4	932,5	825,1	760,1	710,6
Chi phí tài chính	48,7	45,5	50,2	27,4	17,5	10,0	10,0	9,9	9,8
Lợi nhuận trước thuế	4.664,7	6.453,1	5.088,7	5.449,9	4.770,0	5.371,5	4.834,0	4.770,7	4.858,0
Chi phí thuế TNDN	927,6	1.313,6	1.115,4	1.152,6	954,0	1.074,3	966,8	954,1	971,6
Quỹ khen thưởng phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	252,1	276,0	137,5	164,7	144,1	162,3	146,1	144,1	146,8
Lợi nhuận ròng	3.658,0	5.186,6	4.067,9	4.330,1	3.839,9	4.134,9	3.721,1	3.672,4	3.739,6
EPS (Đồng/CP)	5.704,0	8.088,0	3.172,0	3.376,0	2.994,0	3.224,0	2.901,0	2.863,0	2.916,0

Nguồn: SAB, CTCK Rong Việt ước tính

Bảng 9: Bảng cân đối kế toán hàng năm của SAB

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	3.606,5	4.069,5	5.039,9	4.477,5	4.197,8	4.719,2	4.674,3	4.937,2	4.301,2
Đầu tư ngắn hạn	16.991,2	19.411,5	17.741,1	16.566,2	14.824,3	12.577,7	10.287,0	9.556,9	9.675,3
Khoản phải thu	468,0	897,7	1.229,4	1.818,5	1.005,7	1.106,4	1.155,1	1.219,8	1.234,8
Hàng tồn kho	1.668,0	2.193,5	2.317,5	1.978,5	1.785,9	1.827,1	1.758,4	1.736,7	1.768,7
Tài sản ngắn hạn khác	143,4	288,1	225,5	226,0	190,5	199,2	191,1	188,7	192,6
Tài sản ngắn hạn	22.877,0	26.860,2	26.553,4	25.066,7	22.004,2	20.429,6	18.065,9	17.639,4	17.172,7
TSCĐ hữu hình	4.061,4	3.817,9	3.469,6	3.026,2	3.430,5	2.916,4	2.555,6	2.188,7	2.158,0
Đầu tư dài hạn	2.125,2	2.214,1	2.287,4	3.672,6	2.032,0	2.032,0	2.032,0	2.032,0	2.032,0
TSCĐ vô hình	933,2	923,7	923,1	957,4	998,1	974,2	962,9	953,4	940,5
TS dài hạn khác	477,7	611,4	788,4	682,6	682,6	682,6	682,6	682,6	682,6
Tài sản dài hạn	7.610,0	7.604,9	7.503,2	8.372,7	7.177,2	6.639,1	6.267,1	5.890,7	5.847,1
Tổng tài sản	30.487,0	34.465,1	34.056,6	33.439,4	29.181,4	27.068,8	24.333,0	23.530,1	23.019,8
NỢ PHẢI TRẢ									
Vay nợ ngắn hạn	321,8	658,6	530,1	245,4	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	2.400,3	2.766,3	2.476,4	2.642,2	2.259,9	2.364,3	2.325,6	2.346,5	2.440,3
Các khoản phải trả khác	4.536,0	5.789,0	5.218,1	5.769,5	4.569,5	4.469,5	4.319,5	4.169,5	4.169,5
Phải trả ngắn hạn	7.258,0	9.213,9	8.224,6	8.657,1	6.829,4	6.833,8	6.645,1	6.516,1	6.609,8
Vay nợ dài hạn	341,2	374,4	170,8	169,4	168,0	166,6	165,2	163,7	162,3
Phải trả dài hạn khác	293,0	285,9	176,0	175,7	175,7	175,7	175,7	175,7	175,7
Phải trả dài hạn	634,2	660,4	346,9	345,2	343,8	342,3	340,9	339,5	338,0
Tổng nợ phải trả	7.892,2	9.874,2	8.571,5	9.002,3	7.173,2	7.176,1	6.986,0	6.855,5	6.947,9
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	1.373,3	1.450,6	1.272,9	1.155,0	1.299,1	1.461,4	1.607,4	1.751,6	1.898,3
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phần phổ thông	6.412,8	6.412,8	12.825,6	12.825,6	12.825,6	12.825,6	12.825,6	12.825,6	12.825,6
LNST chưa phân phối	13.655,9	15.564,9	10.217,3	9.217,8	6.644,9	4.366,9	1.675,2	858,7	109,3
Các nguồn quỹ khác	1.152,8	1.162,6	1.169,4	1.238,7	1.238,7	1.238,7	1.238,7	1.238,7	1.238,7
Vốn chủ sở hữu	22.594,8	24.590,9	25.485,2	24.437,1	22.008,3	19.892,6	17.347,0	16.674,6	16.072,0
Tổng nguồn vốn	30.487,0	34.465,1	34.056,6	33.439,4	29.181,4	27.068,8	24.333,0	23.530,1	23.019,8

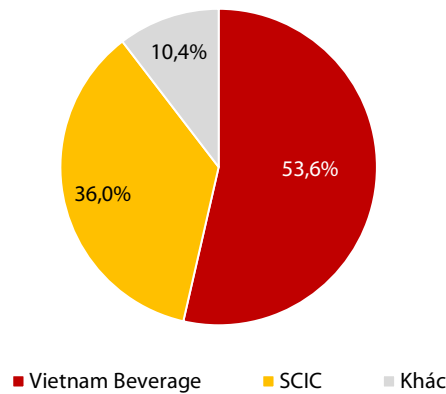
Nguồn: SAB, CTCK Rong Viet ước tính

PHỤ LỤC 1 – TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Thông tin tổng quan của doanh nghiệp

- **Tổng Công ty cổ phần Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn** có khởi nguồn từ một xưởng bia nhỏ do người Pháp thành lập tại Sài Gòn vào năm 1875.
- Năm 1993, Nhà máy Bia Sài Gòn đổi tên thành Công ty Bia Sài Gòn và đến **năm 2008, Công ty được chuyển đổi mô hình hoạt động và chính thức thành lập Tổng Công ty** cổ phần Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (SABECO).
- SABECO chính thức **niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE vào năm 2016**, trở thành doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài từ năm 2018.

Hình 21: Cơ cấu cổ đông của SAB



Cơ cấu cổ đông của SAB nhìn chung **khá cô đặc với hơn 90% cổ phần được nắm giữ bởi 2 cổ đông lớn**. Trong đó, Công ty TNHH Vietnam Beverage (Công ty con của Thai Beverage) chính thức trở thành công ty mẹ và là cổ đông lớn nhất của SAB kể từ cuối 2017 với tỷ lệ sở hữu 53,6%. Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) là cổ đông lớn thứ 2 với tỷ lệ sở hữu 36%. 10,4% còn lại lưu hành tự do trên thị trường với hơn 9.600 cổ đông nắm giữ. Trong đó, 91,6% là cá nhân và tổ chức trong nước.

Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Xét về cơ cấu doanh nghiệp, SAB sở hữu 26 công ty con, 17 công ty liên kết và 11 công ty đầu tư. Doanh nghiệp hiện đang sở hữu 26 nhà máy sản xuất trải dài khắp Việt Nam với tổng công suất thiết kế sản xuất 2,4 tỷ lít/năm. Tất cả các công ty con/công ty liên kết đều hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh bia – rượu – nước giải khát. Một số công ty con tham gia vào hoạt động kinh doanh mua bán bao bì, nguyên vật liệu và dịch vụ vận chuyển nhằm hỗ trợ cho chuỗi hoạt động sản xuất và kinh doanh chính của doanh nghiệp. Chi tiết về danh sách công ty con và công ty liên doanh & liên kết được thể hiện ở trong [\(Bảng 10\)](#) dưới đây.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi: Sản xuất và kinh doanh rượu – bia – nước giải khát, với bia là nhóm sản phẩm chủ lực đóng góp 88,1% tổng doanh thu của SAB năm 2024.

- Danh mục sản phẩm được phân thành 03 nhóm bao gồm: (1) Bia, (2) Đồ uống có cồn, và (3) Đồ uống không cồn
- Tập trung vào phân khúc thị trường: Sản phẩm phổ thông và cận cao cấp

Hoạt động kinh doanh khác:

- SAB tham gia vào mua bán nguyên vật liệu sản xuất rượu, bia, nước giải khát đối với nhóm nguyên vật liệu đã qua sử dụng như lon nhôm, chai các loại khi chưa tự đáp ứng được việc tái chế tại nhà máy, hoặc mạch nha/hoa bia/ nguyên liệu khác dư thừa. Tuy nhiên, hoạt động này đã và sẽ giảm từ sau khi SAB nâng sở hữu tại SBB vào cuối 2024 và tận dụng được nhà máy của SBB trong sản xuất và tái chế lon (SBB là đơn vị sản xuất gia công một số dòng sản phẩm bia chủ lực của SAB).
- Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng mở rộng sang nhiều lĩnh vực kinh doanh khác như cơ khí và bất động sản nhằm tăng cường tiềm lực tài chính nhưng hoạt động không đáng kể.

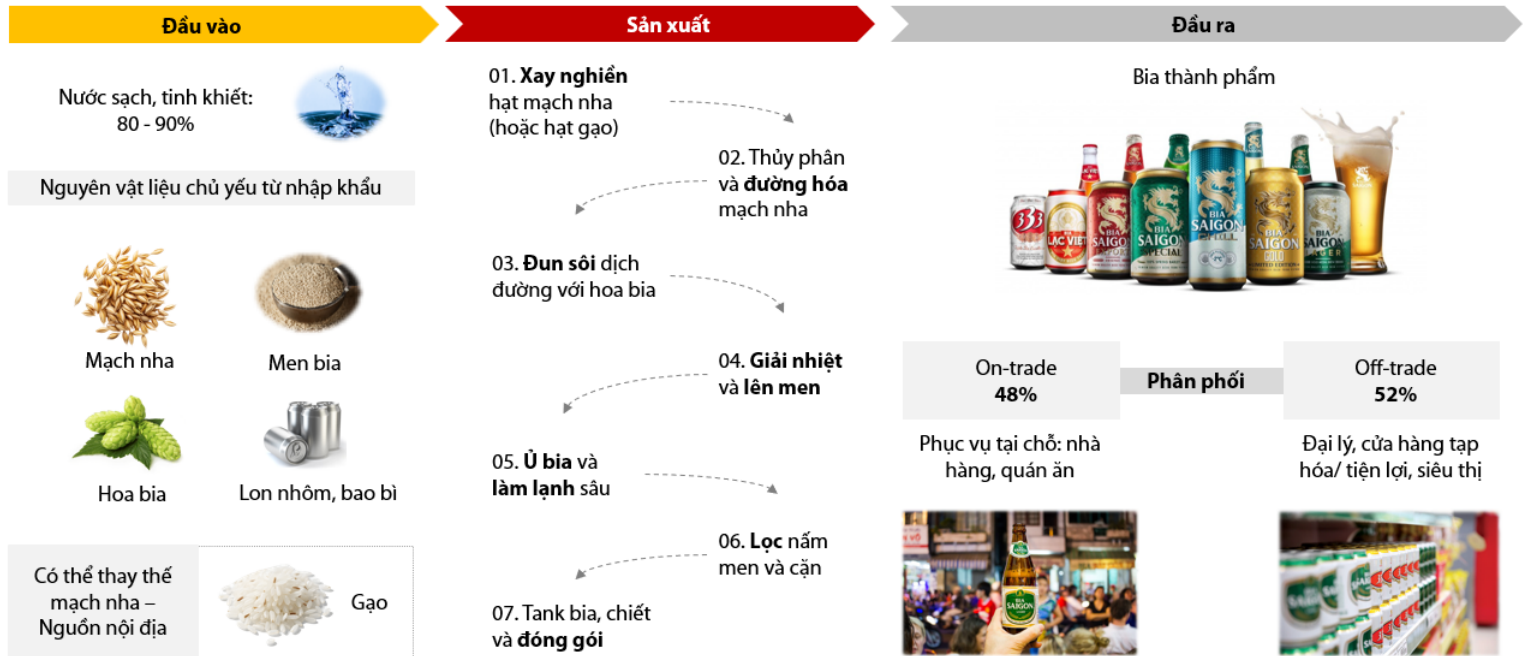
Bảng 10: Danh sách công ty con và công ty liên kết của SAB

	Tên công ty	Quyền biểu quyết	Hoạt động chính
	Công ty con		
1	Công Ty TNHH Một Thành Viên Cơ Khí Sa Be Co	100,0%	Chế tạo máy móc dùng cho SXTP ; lắp đặt và bảo trì hệ thống máy móc thiết bị
2	Công ty TNHH MTV Thương Mại Bia Sài Gòn	100,0%	Kinh doanh bia, rượu, nước giải khát
3	Công Ty TNHH Một Thành Viên Bia Sài Gòn - Hà Tĩnh	100,0%	SX và KD bia, mạch nha ủ lên men, nước khoáng, nước tinh khiết đóng chai
4	Công Ty TNHH Một Thành Viên Bia Sài Gòn	100,0%	Bán buôn bia, rượu, nước giải khát
5	Công Ty TNHH Một Thành Viên Tập Đoàn Bia Sài Gòn	100,0%	Bán buôn bia, rượu, nước giải khát
6	Công ty CP Thương Mại Bia Sài Gòn Bắc Trung Bộ	95,1%	KD bia, rượu và nước giải khát; dịch vụ vận chuyển hàng hóa và cho thuê kho bãi
7	Công ty Cổ phần Thương Mại Bia Sài Gòn Trung Tâm	94,5%	Bán buôn bia, đồ uống có cồn/ không cồn/ hóa chất khác, cồn
8	Công ty Cổ phần Rượu Bình Tây	91,8%	Sản xuất và kinh doanh rượu
9	Công ty Cổ phần Thương Mại Bia Sài Gòn Miền Trung	91,2%	KD bia, rượu, nước giải khát; KD kho bãi, dịch vụ vận tải hàng hóa bằng ô tô
10	Công ty Cổ phần Thương mại Bia Sài Gòn Miền Đông	90,7%	KD bia, rượu, nước giải khát; dịch vụ vận chuyển hàng hóa đường bộ và đường thủy
11	Công ty Cổ Phần Thương Mại Bia Sài Gòn Đông Bắc	90,5%	KD bia, rượu, nước giải khát; dịch vụ kho bãi và dịch vụ vận chuyển hàng hóa
12	Công ty Cổ phần Thương mại Bia Sài Gòn Nam Trung Bộ	90,1%	KD bia, rượu, nước giải khát; cung cấp dịch vụ kho bãi và dịch vụ vận chuyển
13	Công ty Cổ phần Thương Mại Bia Sài Gòn Tây Nguyên	90,0%	KD bia, rượu, nước giải khát; cung cấp dịch vụ kho bãi và dịch vụ vận chuyển
14	Công ty Cổ phần Thương mại Bia Sài Gòn Sông Tiền	90,0%	KD bia, rượu, nước giải khát; dịch vụ cho thuê kho bãi; vận chuyển hàng hóa
15	Công ty Cổ Phần Thương Mại Bia Sài Gòn Sông Hậu	90,0%	KD bia, rượu, nước giải khát; dịch vụ cho thuê kho bãi; vận chuyển hàng hóa
16	Công ty Cổ Phần Thương Mại Bia Sài Gòn Miền Bắc	90,0%	KD bia, rượu, nước giải khát; dịch vụ vận chuyển hàng hóa và cho thuê kho bãi
17	Công ty Cổ phần Bia Sài Gòn - Miền Tây	86,3%	Sản xuất và kinh doanh bia
18	Công ty Cổ Phần Bao Bì Bia Sài Gòn	76,8%	SX và KD nắp khoén thiếc, bao bì kim loại, bao bì phục vụ ngành đồ uống thực phẩm
19	Công ty Cổ phần Bia Sài Gòn - Sông Lam	68,8%	SX và KD bia và nước giải khát; xuất nhập khẩu các nguyên vật liệu liên quan
20	Công ty Cổ phần Bia Sài Gòn - Quảng Ngãi	66,6%	Sản xuất và kinh doanh bia
21	Công ty Cổ phần Nước giải khát Chương Dương	62,1%	Sản xuất và kinh doanh nước giải khát, đồ hộp và phụ liệu
22	Công ty Cổ phần Bia Sài Gòn - Nghệ Tĩnh	54,7%	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu và nước giải khát
23	Công Ty Cổ Phần Bia Sài Gòn - Lâm Đồng	52,9%	Sản xuất bia, rượu và nước giải khát
24	Công ty Cổ phần Bia Sài Gòn - Hà Nội	52,1%	Sản xuất và kinh doanh bia, nước giải khát; XNK nguyên vật liệu liên quan
25	Công ty Cổ phần Bia, Rượu Sài Gòn - Đồng Xuân	51,2%	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu và nước giải khát có ga
	Công ty liên kết		
1	Công ty TNHH Trung Tâm Mê Linh	25,0%	Cho thuê và quản lý cao ốc văn phòng
2	Công Ty Liên Doanh TNHH Crown Sài Gòn	30,0%	Sản xuất lon nhôm
3	Công ty TNHH Thủy Tinh Malaya – Việt Nam	30,0%	Sản xuất các sản phẩm thủy tinh
4	Công ty CP Bia Sài Gòn - Khánh Hòa	26,0%	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu, cồn, nước giải khát và phụ tùng thay thế
5	Công ty CP Bia Sài Gòn - Bến Tre	20,0%	Sản xuất bia, rượu và nước giải khát
6	Công ty TNHH Bao Bì San Miguel Yamamura Phú Thọ	35,0%	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm bao bì đóng gói bằng kim loại
7	Công ty TNHH Sản Xuất Rượu Và Cồn Việt Nam	45,0%	Sản xuất và kinh doanh rượu và các sản phẩm nước uống có cồn
8	Công ty TNHH Đầu Tư Thương Mại Tân Thành	29,0%	Xây dựng và kinh doanh bất động sản

Nguồn: SAB, CTCK Rong Viet

PHỤ LỤC 2 - CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH BIA

Hình 22: Chuỗi giá trị ngành sản xuất bia tại Việt Nam



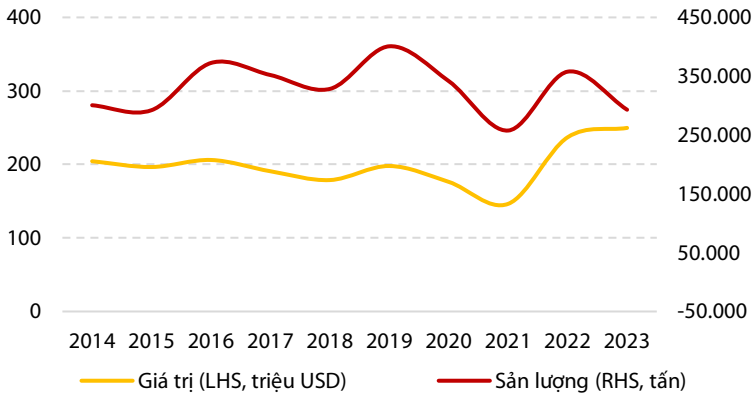
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chuỗi giá trị của ngành sản xuất bia tại Việt Nam nói chung và của Sabeco nói riêng không có nhiều sự khác biệt về đầu vào nguyên vật liệu, quy trình sản xuất và đầu ra do phần lớn nguyên vật liệu vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu.

1. Đầu vào: Bia được tạo ra từ nhiều loại nguyên liệu để cho ra được hương vị đa dạng và độc đáo với từng phân khúc sản phẩm, nhưng gói gọn lại sẽ bao gồm 4 nhóm nguyên liệu chính bao gồm: Nước, mạch nha, men bia và hoa bia. Ngoài trừ nước, các nguyên vật liệu khác chủ yếu đều từ nhập khẩu nên giá thành có thể biến động theo giá nguyên vật liệu thế giới và chịu ảnh hưởng của tỷ giá.

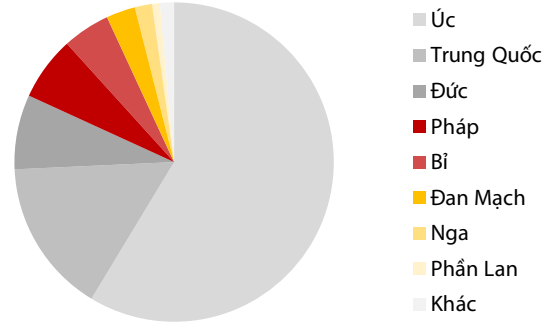
- **Nguyên liệu chính - Nước:** xuất hiện trong hầu hết các công đoạn sản xuất bia, chiếm 80 – 90% cấu phần trong bia và cũng là yếu tố góp phần tạo nên sự khác biệt về hương vị bia của mỗi vùng. Nước sử dụng cho sản xuất bia phải đáp ứng được một số yêu cầu nhất định về chất lượng như: nước sạch và tinh khiết, tính kiềm (độ PH), yêu cầu về các hoạt chất khác như muối magie (Mg), canxi (Ca),... đối với nước cứng, nước mềm, nước nhiều hoặc ít khoáng sẽ cho ra những loại bia khác nhau.
- **Nguyên liệu quan trọng khác (Chủ yếu là nguyên liệu nhập khẩu):**
 - **Mạch nha (Malt):** ước tính chiếm 23 – 27% giá vốn, cung cấp toàn bộ lượng Glucid (chủ yếu dưới dạng bột) để chuyển hóa thành đường và từ đường chuyển hóa thành cồn và các chất khác.
 - Phần lớn được làm từ đại mạch, nhưng cũng có thể từ gạo, lúa mì, lúa mạch đen, ngô. Đại mạch cũng giống các loại ngũ cốc khác bao gồm 2 thành phần chính Glucid và Protein. Nhưng đại mạch có hàm lượng cao hơn và quan trọng nhất là tỷ lệ Glucid/Protein cân bằng thích hợp cho việc sản xuất bia.
 - Để giảm giá thành, doanh nghiệp có thể phối trộn tối đa 50% ngũ cốc khác với mạch nha từ đại mạch: Tại Việt Nam, gạo là loại ngũ cốc chủ yếu được sử dụng để thay thế do nguồn cung nội địa sẵn có và khả năng chuyển hóa thành các chất hòa tan tốt.
 - Mạch nha Việt Nam chủ yếu nhập khẩu từ Úc và các nước Châu Âu: Úc là quốc gia chiếm tỷ trọng lớn nhất với hơn 58% trong tổng sản lượng mạch nha Việt Nam nhập khẩu hằng năm, Theo sau là Trung Quốc (16%), Đức (8%) và Pháp (6%) (Hình 24).

Hình 23: Tổng giá trị và sản lượng mạch nha nhập khẩu vào Việt Nam, giai đoạn 2014 – 2023



Nguồn: WITS, CTCK Rồng Việt

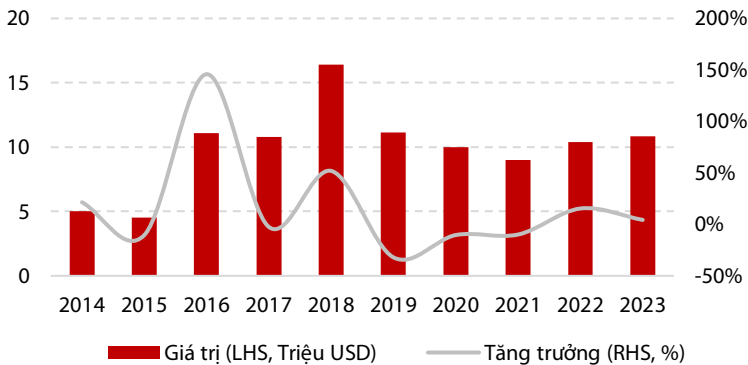
Hình 24: Tỷ trọng đóng góp sản lượng mạch nha nhập khẩu vào Việt Nam theo từng quốc gia, năm 2022 (%)



Nguồn: TrendEconomy, CTCK Rồng Việt

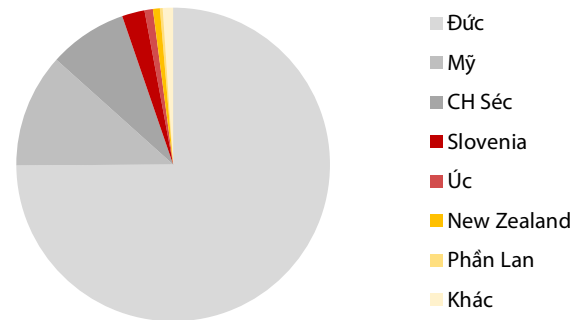
- **Hoa bia:** Chiếm 2% giá vốn và tỷ trọng nhỏ trong cấu phần bia nhưng là loại nguyên liệu không thể thay thế. Hoa bia chỉ dùng duy nhất vào sản xuất bia và thích hợp với khí hậu ôn đới, Việt Nam vẫn chưa tự sản xuất được nên loại nguyên liệu này hoàn toàn phải nhập khẩu. Hoa bia được sử dụng để tăng khả năng tạo và giữ bền bọt, có tính kháng khuẩn, đẩy hương vị nồng và đắng cho bia. Hoa bia từ các vùng khác nhau sẽ cho hương vị bia khác nhau.

Hình 25: Tổng giá trị hoa bia nhập khẩu vào Việt Nam, giai đoạn 2014 – 2023



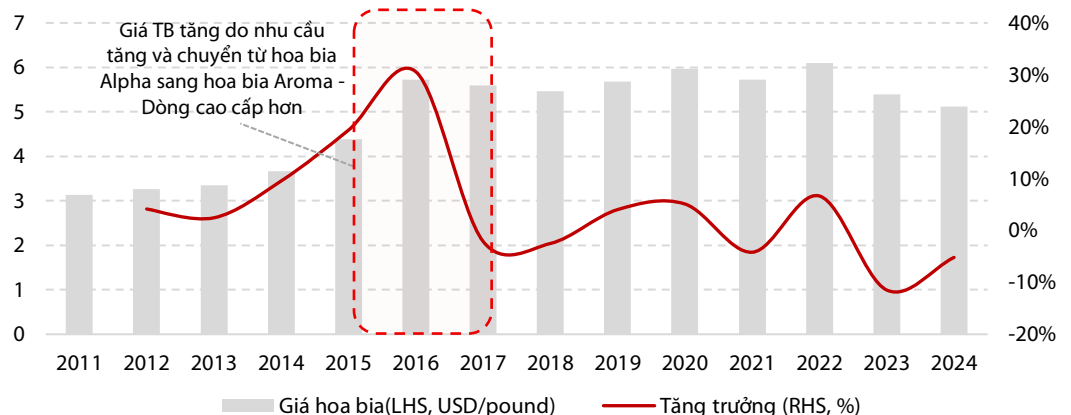
Nguồn: WITS, TrendEconomy, CTCK Rồng Việt

Hình 26: Tỷ trọng đóng góp sản lượng hoa bia nhập khẩu vào Việt Nam theo từng quốc gia, năm 2022 (%)



Nguồn: TrendEconomy, CTCK Rồng Việt

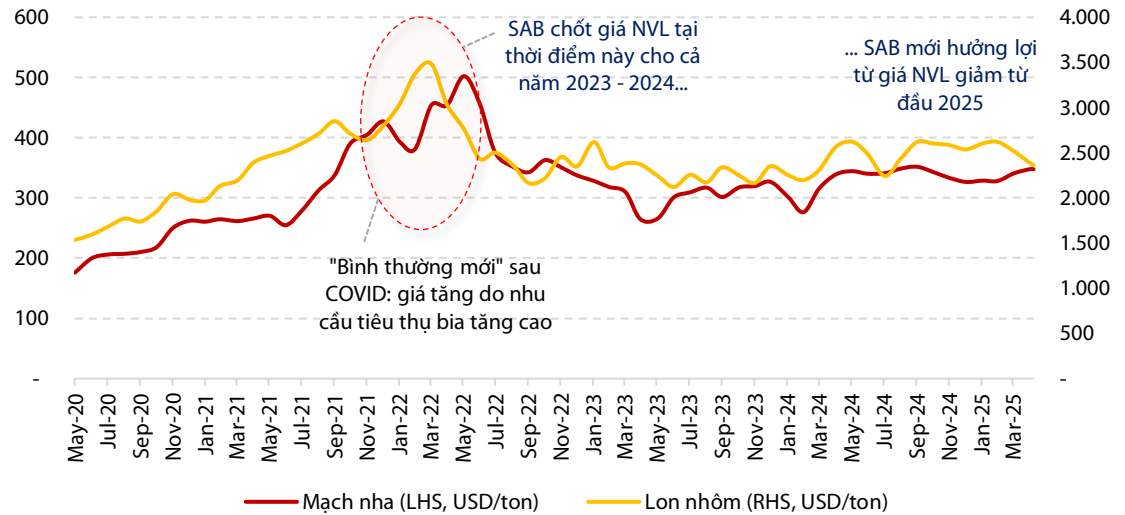
Hình 27: Diễn biến giá hoa bia trung bình của Mỹ, giai đoạn 2011 – 2024



Nguồn: USDA, CTCK Rồng Việt

- **Men bia:** loại nấm men được sử dụng phổ biến trong sản xuất bia là *Saccharomyces*, có vai trò gieo hương vị và mùi thơm cho bia. Nấm men có khả năng hấp thụ các chất dinh dưỡng trong môi trường nước mạch nha, chuyển hóa đường trong dịch hèm tạo ra cồn và CO₂, phục vụ cho quá trình lên men.
- **Vật liệu:** lon nhôm (aluminum), chai lọ và bao bì để chiết và đóng gói bia thành phẩm. Chi phí vật liệu bao bì chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu giá vốn sản xuất bia (16 – 20%). Nhôm là vật liệu quan trọng do nhu cầu đối với bia lon phổ biến hơn so với bia chai nhờ sự tiện lợi, nhẹ và dễ sử dụng. Nguồn cung nhôm tương đối ổn định và không quá khan hiếm do nhôm là vật liệu có thể tái chế. Giá lon nhôm ổn định trong các năm gần đây, và do đó rủi ro do biến động giá là không quá lớn.

Hình 28: Diễn biến giá mạch nha và lon nhôm, giai đoạn 2020 – 2025



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

2. Quy trình sản xuất: Chất lượng nguyên liệu, đảm bảo về môi trường và quy trình sản xuất (nhiệt độ, độ ẩm, thời gian,...) chính là những yếu tố quan trọng tác động đến chất lượng đầu ra của sản phẩm bia. Công nghệ sản xuất không phải là yếu tố trọng yếu tạo nên sự khác biệt trong ngành này.

- **Xay nghiền:** hạt mạch nha (hoặc gạo) đạt đến kích thước yêu cầu để các thành phần trong đó có thể hòa tan vào nước, giải phóng enzyme để xúc tác quá trình thủy phân.
- **Thủy phân và đường hóa:** các hợp chất cao phân tử như tinh bột, protein,... thành các hợp chất lên men (đường malto, gluco, axit amin), để thu được dịch ngọt.
- **Đun sôi và tách cặn:** Đun sôi dịch đường với hoa bia để tạo vị đắng đặc trưng, quá trình này giúp làm bay hơi và kết tủa các hợp chất không mong muốn, tiết trùng dịch mạch nha. Sau đó, các hợp chất sẽ được loại bỏ qua nổi tách cặn.
- **Giải nhiệt và lên men:** giải nhiệt dịch nha về nhiệt độ thích hợp cho nấm men hoạt động (10 – 15 độ C, tùy chủng loại nấm men và bia). Quá trình lên men sẽ tạo ra cồn và CO₂, và các hợp chất tạo mùi thơm cho bia.

Hình 29: Mô phỏng quy trình sản xuất bia

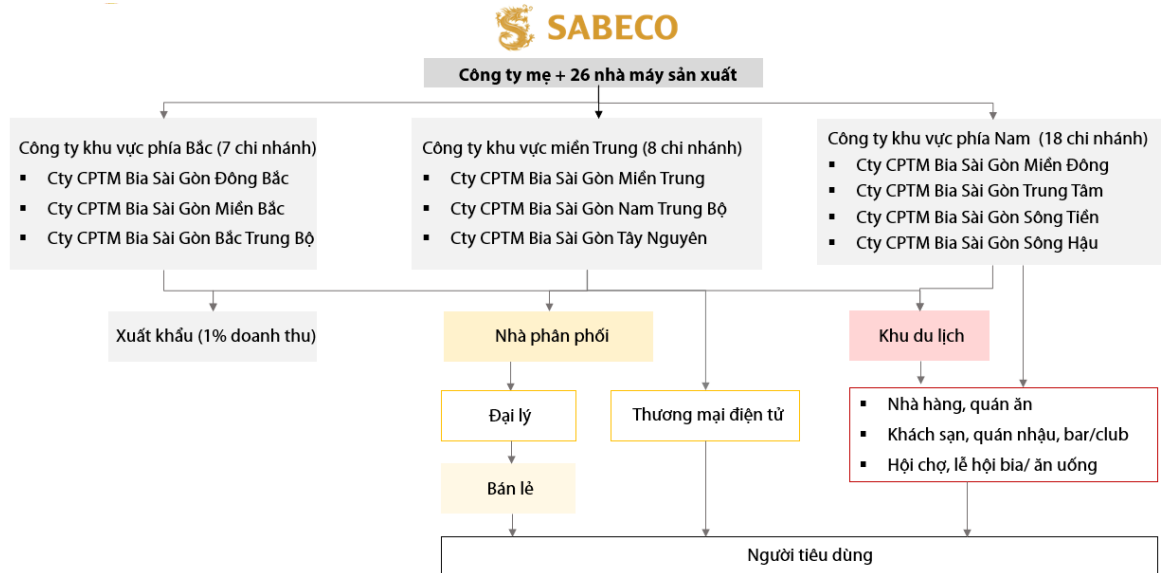
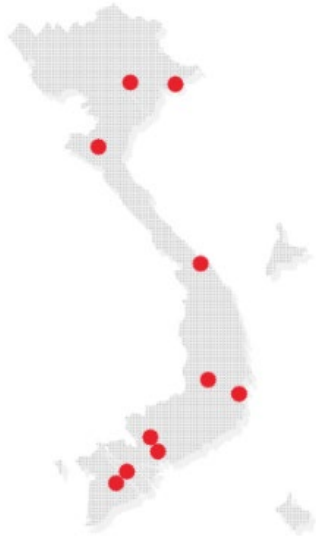


Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

- **Ủ bia và làm lạnh:** Ủ bia để chuyển hóa chất đến hàm lượng mong muốn, thời gian tùy thuộc vào từng loại bia. Sau đó, bia sẽ được mang đi làm lạnh ở nhiệt độ -1 đến -2 độ C để hình thành cặn lạnh.
- **Lọc cặn và tank bia:** Lọc cặn lạnh trong bia để bia được trong suốt và mang đi chiết & đóng gói.

3. Đầu ra và kênh phân phối: Sản phẩm bia Việt Nam chủ yếu cung ứng cho nhu cầu trong nước (98 – 99%) thông qua 02 kênh:

Hình 30: Hệ thống phân phối của Sabeco

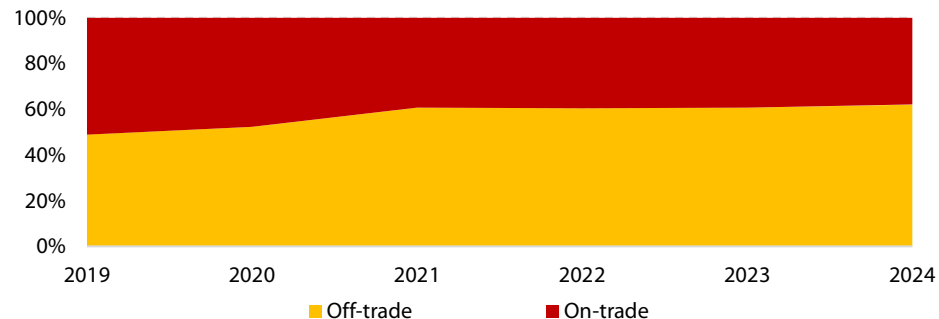


Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Hệ thống phân phối của SABECO có độ phủ lớn với 11 công ty thương mại thành viên và mạng lưới phân phối hơn 200.000 điểm bán trải dài khắp cả nước. Hệ thống đang trong quá trình hoàn thiện và hiện đại hóa mạnh mẽ thông qua dự án SABECO 4.0, tập trung vào việc số hóa toàn diện chuỗi cung ứng và quản lý bán hàng bằng các công nghệ tiên tiến.

- **Kênh on-trade:** Sản phẩm bia phục vụ tại chỗ, chủ yếu ở các nhà hàng, quán ăn, karaoke,... Kênh on-trade vốn được xem là kênh phân phối chủ lực của thị trường bia Việt Nam và của SAB. Tuy nhiên, tỷ trọng phân phối sản phẩm thông qua kênh này đang có xu hướng giảm ([Hình 31](#)) do Nhà nước siết chặt quy định về an toàn giao thông từ Nghị định 100/2019/NĐ-CP, và mới đây nhất là Nghị định 168/2024/NĐ-CP quy định xử phạt vi phạm hành chính về trật tự an toàn giao thông có hiệu lực từ ngày 01/01/2025 với các mức phạt nặng hơn. (Xem thêm [Chính sách thuế mới và nghị định blue tác động đến triển vọng ngành và doanh nghiệp](#))
- **Kênh off-trade:** Phân phối sản phẩm thông qua các cửa hàng đại lý, tiệm tạp hóa, chợ, siêu thị, cửa hàng tiện lợi,... để người tiêu dùng mua sắm mang đi. Kênh này đang có xu hướng tăng tỷ trọng trong bối cảnh tiêu dùng qua kênh on-trade tương đối ảm đạm.

Hình 31: Tỷ trọng đóng góp sản lượng bia phân phối theo 02 kênh tại Việt Nam



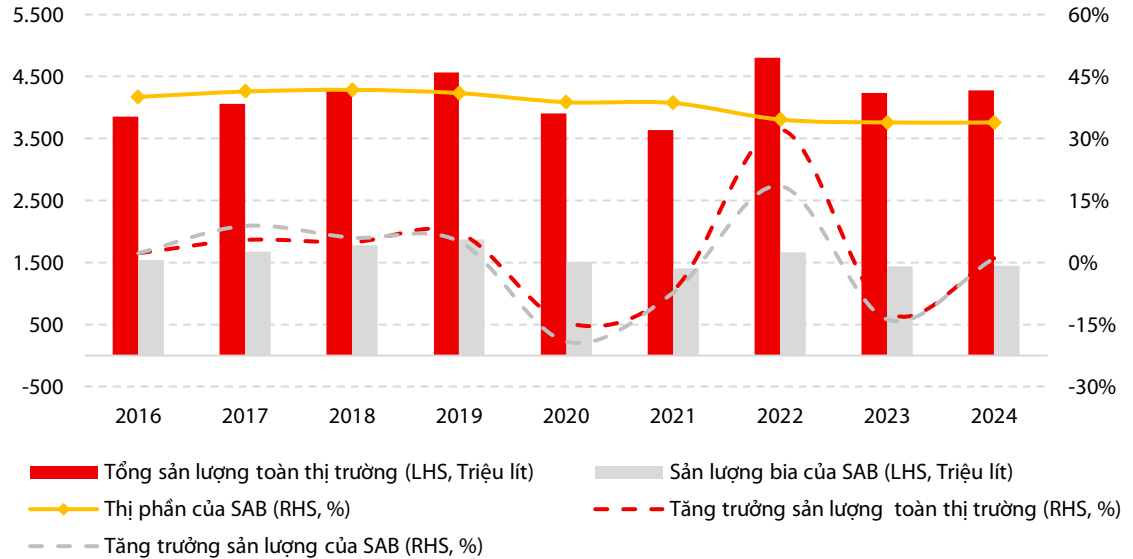
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 3 – TỔNG QUAN VỀ NGÀNH BIA VIỆT NAM

Quy mô thị trường bia Việt Nam & Mức tiêu thụ bình quân đầu người

Sản lượng bia bán ra trên toàn thị trường Việt Nam năm 2024 ước tính đạt 4,278 triệu lít bia (+1,1% YoY), tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ chủ yếu do tính mùa vụ ủng hộ cho thời điểm đầu năm khi dịp Tết Nguyên Đán năm 2024 rơi vào tháng 2 (đại lý và cửa hàng bắt đầu trữ hàng tầm tháng 1), đồng thời Tết Nguyên Đán 2025 rơi vào tháng 1 (thời điểm mua và trữ hàng sẽ rơi vào tầm tháng 11 – tháng 12 năm 2024).

Hình 32: Quy mô ngành bia Việt Nam theo sản lượng - Đóng góp thị phần của SAB

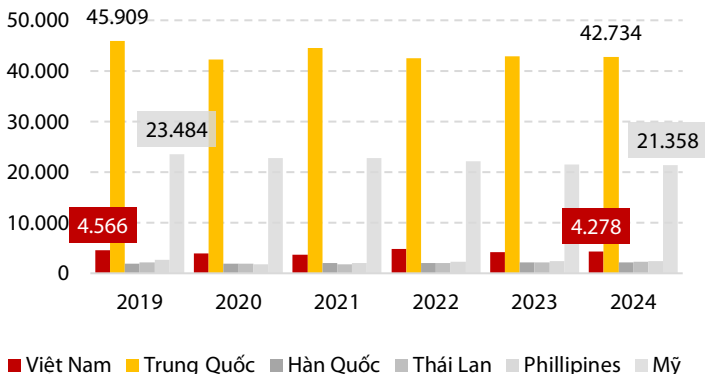


Nguồn: Euromonitor, SAB, CTCK Rông Việt

Đáng chú ý, năm 2022, sản lượng bia tăng vọt lên 4.809 triệu lít (+32,2% YoY) do đây là thời điểm “mở cửa” trở lại sau thời gian dài giãn cách xã hội do dịch COVID-19, người dân được thoải mái hơn trong vấn đề mua sắm, tiêu dùng, và tổ chức các buổi tiệc tùng.

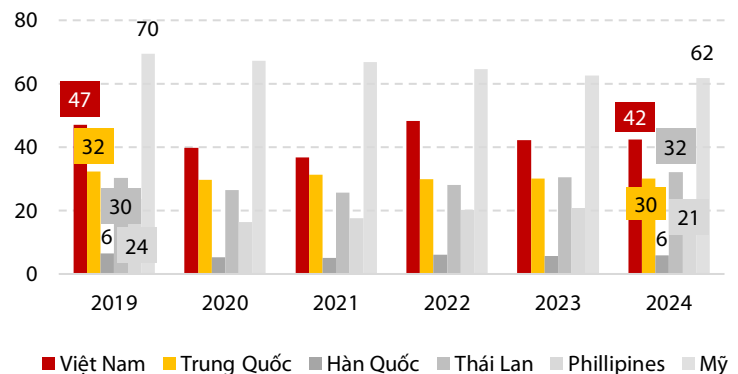
Tuy vậy, nếu bỏ qua thời điểm 2022, mức tiêu thụ bia của Việt Nam không nằm ngoài xu hướng chung của các nước trong cùng khu vực như Trung Quốc, Hàn Quốc, Phillipines hay thị trường tiêu thụ lớn như Mỹ (Hình 33; Hình 34) khi đang ghi nhận sự sụt giảm. Cụ thể, CAGR của tổng sản lượng bán toàn thị trường và mức tiêu thụ bình quân đầu người tại Việt Nam trong giai đoạn 2019 – 2024 đạt lần lượt là -1,3% và -2,11%.

Hình 33: Sản lượng bia bán ra tại Việt Nam và một số nước trong khu vực (Đvt: Triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rông Việt

Hình 34: Mức tiêu thụ bia bình quân đầu người của Việt Nam và một số nước trong khu vực (Đvt: Lít/ người)

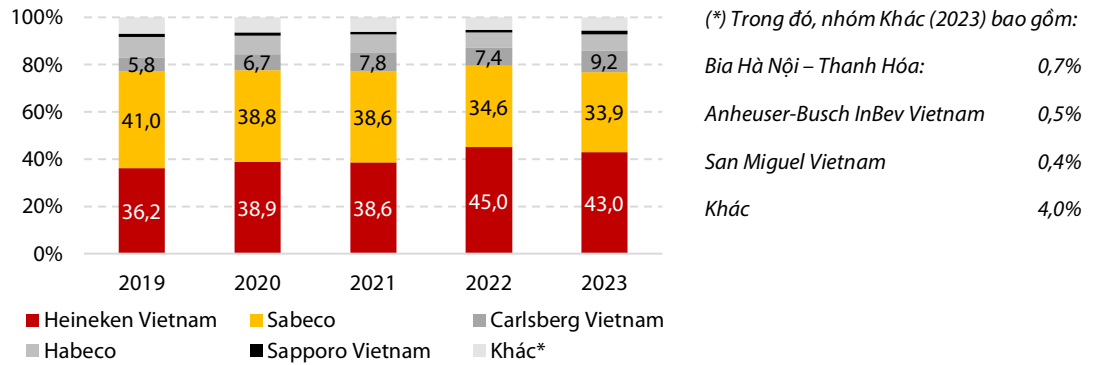


Thị phần ngành bia Việt Nam

Heineken Vietnam, Sabeco và Carlsberg Vietnam luôn chiếm hơn 80% thị phần bia Việt từ 2019 đến nay và đạt 86% đến năm 2023. Tuy nhiên, cơ cấu đang có sự thay đổi khi Heineken và Sabeco đang để mất dần thị phần vào Carlsberg, vốn chủ yếu tập trung mở rộng và khai thác ở khu vực các tỉnh miền Trung. Điều này có thể giải thích bởi:

- Carlsberg có thể có lợi thế hơn khi chủ yếu tập trung ở một khu vực nhất định là miền Trung, và có danh mục sản phẩm cung cấp cho cả hai phân khúc bao gồm phổ thông và cao cấp với một số sản phẩm tương đối nổi trội như Huda (phổ thông) và 1664 Blanc (cao cấp).
- Cộng với xu hướng sản phẩm cao cấp ngày càng được ưa chuộng (Hình 35), Carlsberg có thể đáp ứng được cả hai tệp nhu cầu. Trong khi SAB trước nay tập trung chủ yếu vào nhóm phổ thông – cận trung cấp và ngược lại, Heineken được định hướng là thương hiệu cao cấp từ ban đầu. (Bảng 11).

Hình 35: Thị phần của SAB và các doanh nghiệp cùng ngành, theo sản lượng (%)

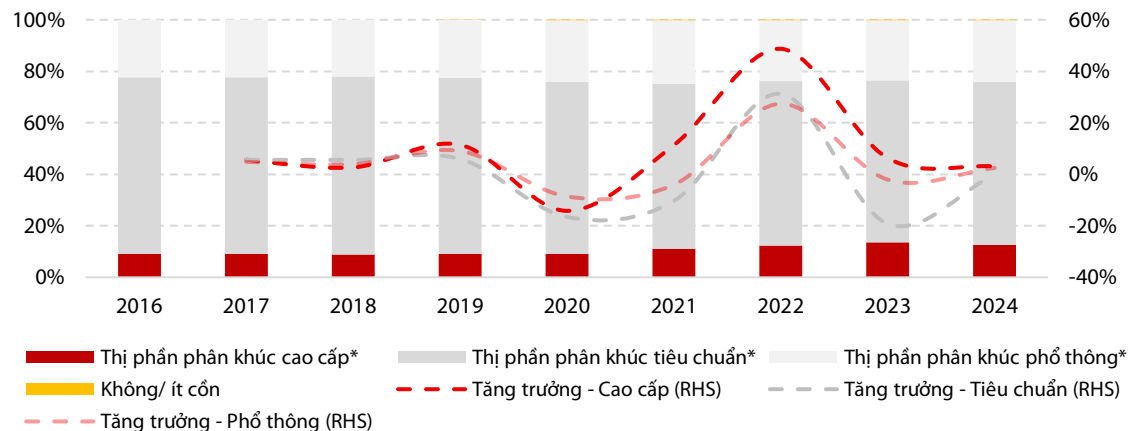


Nguồn: Euromonitor, CTCK Rông Việt

Tuy ước tính có sụt giảm nhẹ 1 pps svck về thị phần trong năm 2024, nhóm sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp vẫn đang ngày càng được ưa chuộng hơn, điều này được lý giải bởi “nhu cầu và phong cách sống hiện đại”:

- Đặt yêu cầu cao hơn về hương vị bia và muốn nâng cấp trải nghiệm sống: Ưa thích các loại bia độc đáo, có hương vị đa dạng với sự kết hợp của nhiều loại nguyên liệu. Mô hình kinh doanh bia thủ công (craft & artisan beer) nổi lên ở các con phố và nhận hiệu ứng tiêu dùng tốt dù có giá thành cao hơn.
- Chú trọng đến sức khỏe dẫn đến thận trọng hơn trong lựa chọn sản phẩm: Ưu tiên các sản phẩm có hàm lượng dinh dưỡng cao hơn, các sản phẩm có chứa không hoặc ít cồn.

Hình 36: Cơ cấu quy mô ngành bia theo phân khúc sản phẩm tập trung



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rông Việt

(*) Phân khúc cao cấp (Carlsberg, Corona, Budweiser, Heineken); Phân khúc tiêu chuẩn (Sabeco, Habeco, Heineken); Phân khúc phổ thông (Huda, Larue)

So sánh Sabeco với một số doanh nghiệp cùng ngành

Bảng 11: So sánh một số khía cạnh của SAB và các doanh nghiệp bia có tại Việt Nam

				
Số nhà máy (2025)*	26	5	1	23
Công suất thiết kế (Tỷ lít/năm)	2,4	2,78	0,36	0,8
Thương hiệu	Thương hiệu nội địa, lâu đời, quen thuộc với 150 năm. Người tiêu dùng nông thôn có xu hướng trung thành cao với thương hiệu SABECO	Thương hiệu cao cấp (Hà Lan), với hơn 160 năm phát triển. Thâm nhập vào Việt Nam từ 1993 và rất được ưa chuộng, hiện đang dẫn đầu thị phần	Thương hiệu cao cấp (Đan Mạch), ra đời từ 1867. Thâm nhập vào Việt Nam từ 1993 thông qua hình thức liên doanh	Tiền thân là nhà máy bia do Pháp xây dựng vào 1890, trải qua 135 phát triển Quen thuộc với thị trường miền Bắc (50% thị phần MB)
Độ phủ và kênh phân phối	Hơn 200.000 điểm bán: Mạng lưới PP rộng khắp cả nước Đặc biệt phủ sâu tới các vùng nông thôn , miền núi, tỉnh lẻ, nơi các hãng bia ngoại như Heineken hoặc Sapporo khó tiếp cận hiệu quả	250 NPP và bán lẻ: Quản lý hiệu quả giá bán, điểm bán lẻ, tránh tình trạng NPP cạnh tranh về giá và khách hàng. Tuy vậy, chỉ đang tập trung chủ yếu ở các khu vực đô thị và kênh bán hàng hiện đại	Mạng lưới phân phối tương đối hạn chế hơn thông qua 3 kênh tương tự như SAB (on-trade/ off-trade/ xuất khẩu). Vùng trọng điểm của công ty ở miền Trung – nơi thương hiệu Huda nắm giữ thị phần lớn	Mạng lưới phủ rộng ở miền Bắc , đang phát triển mở rộng tại 02 khu vực còn lại, đã xuất khẩu sang Hoa Kỳ từ 2024 và mục tiêu đẩy mạnh kênh XK . Phân phối qua on-trade/off-trade và các sàn TMĐT
Phân khúc tập trung	Từ bình dân đến trung cấp : Phân khúc có quy mô lớn và ổn định nhất Việt Nam	Định vị dòng cao cấp : Thành phố lớn đông dân, sôi động và thu nhập trung bình khá - cao.	2 phân khúc: Phổ thông giá rẻ và cao cấp , nhưng tập trung hơn ở phân khúc cao cấp	Phổ thông và trung cấp : Giới trẻ thích trải nghiệm và trung niên, quen thuộc ở nông thôn
Giá trung bình** (VND)	Lon: 15.700 – 20.000 Thùng: 320.480 – 368.000	Lon: 18.000 – 21.600 Thùng: 426.920 – 528.000	Lon: 16.500 – 19.950 Thùng: 389.400 – 475.200	Lon: 13.514 – 15.683 Thùng: 364.000 – 385.286
Chi phí sản xuất được tối ưu nhờ:	Từ 2025, có thể tối ưu được một phần chi phí NVL nhờ tái chế lon nhôm tại nhà máy Sabibeco (sau khi nâng sở hữu) Giá lon nhôm có xu hướng tăng và Sabeco đã chủ động ký hợp đồng dài hạn để ổn định giá. Bắt đầu hưởng lợi từ giá mạch nha rẻ hơn so với 2023 – 2024	50% hợp đồng mua nguyên liệu của Heineken Vietnam được công ty mẹ ký kết trực tiếp, DN có được giá nguyên liệu tốt hơn nhờ: (1) Khối lượng mua lớn (2) Khả năng đàm phán mạnh của tập đoàn Heineken toàn cầu	Hiện đang sử dụng 100% chai có thể tái sử dụng cho tất cả các dòng sản phẩm Giảm trọng lượng của lon và nắp chai nhằm tối ưu hóa việc tiêu thụ năng lượng. Hơn 90% bao bì thùng carton của công ty được làm từ vật liệu tái chế	N/a
Điểm cần lưu ý	Xu hướng tiêu dùng bia cao cấp đang gia tăng, nhưng Sabeco chỉ có 2% danh mục sản phẩm trong phân khúc này Bên cạnh đó, sản phẩm bia ít/ không cồn cũng chưa được tập trung đẩy mạnh	Giá thành cao hơn so với mức trung bình do định vị “khác biệt”: Nhưng đây là phân khúc tương đối hẹp tại Việt Nam Thương hiệu ngoại nhưng sản xuất ở Việt Nam: Giảm đi yếu tố “sang, xịn, mịn”	Chỉ có 1 nhà máy chính và công suất thiết kế thấp Mạng lưới phân phối tương đối hạn chế và khó mở rộng ra các vùng ngoài miền Trung để cạnh tranh với các thương hiệu, bất kể phân khúc nào	Lượng tiêu thụ và phân phối ngoài 25 tỉnh phía Bắc còn hạn chế Chi phí BH&QLDN/doanh thu duy trì mức cao (23%) nhưng chưa đem lại nhiều lợi thế và hiệu quả trong kinh doanh

Nguồn: CTCK Rồng Việt – (**) Giá trung bình của các sản phẩm bia có trong danh mục cung ứng (thấp nhất – cao nhất)

(*) Bảng 12: Vị trí phân bố nhà máy của các doanh nghiệp bia Việt Nam

Khu vực	Sabeco	Heineken	Carlsberg	Habeco
M. Bắc – Bắc Trung Bộ	4	1	-	na
M. Trung – Tây Nguyên	9	1	1	na
M. Nam	13	3	-	na

Nguồn: CTCK Rồng Việt

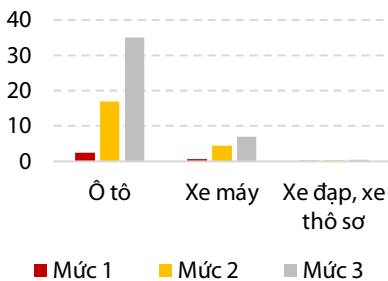
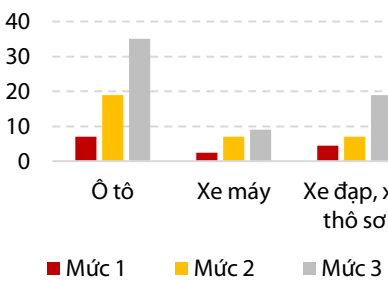
PHỤ LỤC 4 – MỘT SỐ CHÍNH SÁCH CÓ TÁC ĐỘNG ĐẾN TRIỂN VỌNG NGÀNH BIA VIỆT NAM

Việt Nam là một trong những nước có mức tiêu thụ rượu – bia – đồ uống có cồn cao nhất trong khu vực và trên thế giới (xếp thứ 2 Đông Nam Á và xếp thứ 3 Châu Á). Song, tỷ lệ tai nạn khi tham gia giao thông do lỗi nồng độ cồn cũng tương đối cao, chiếm 20% tổng số vụ tai nạn giao thông (tính trong đầu 2025). Để giảm thiểu tình trạng này, trong những năm gần đây, Chính phủ Việt Nam đã cho thấy hành động ngày càng quyết liệt hơn về quản lý chặt chẽ vấn đề tham gia giao thông và định hướng người dân giảm tiêu thụ rượu – bia – đồ uống có cồn vì sức khỏe thông qua việc: Ban hành Nghị định 100/2019/NĐ-CP và Nghị định 168/2024/NĐ-CP, áp dụng trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) và loại bỏ ưu đãi giảm thuế giá trị gia tăng (VAT) 2% (từ 10% xuống 8%) đối với mặt hàng này.

(*) Chúng tôi cho rằng những chính sách này đã, đang và sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ bia và đồ uống có cồn nói chung, từ đó gây ra tác động kém khả quan đến triển vọng tăng trưởng của ngành sản xuất và kinh doanh bia – rượu – đồ uống có cồn trong thời gian tới. Tuy vậy, về mặt tích cực, lộ trình áp thuế TTĐB được bắt đầu áp dụng từ 2027 (muộn hơn so với đề xuất từ 2026), và mức áp cao nhất đến 2031 là 90% (thay vì 100%).

Nghị định 100/2019/NĐ-CP và Nghị định 168/2024/NĐ-CP về xử phạt vi phạm ATGT

Bảng 13: Tóm tắt Nghị định 100/2019/NĐ-CP và Nghị định 168/2024/NĐ-CP

Điểm chính	Nghị định 100/2019/NĐ-CP	Nghị định 168/2024/NĐ-CP
Ngày ban hành	30/12/2019	26/12/2024
Ngày có hiệu lực	1/1/2020	1/1/2025
Thay thế nghị định	Nghị định 46/2016/NĐ-CP	Nghị định 100/2019/NĐ-CP
Mức phạt (Triệu đồng) <i>*Mức trung bình giữa cao và thấp nhất</i>		
Điểm nổi bật	Lần đầu quy định “cấm tuyệt đối” nồng độ cồn khi tham gia giao thông	Tăng mức xử phạt lên gấp 3-4 lần và bổ sung hệ thống trừ điểm GPLX

Nguồn: CTCK Rông Việt

Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt (sửa đổi) có hiệu lực từ ngày 1/1/2026

Bảng 14: Lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt đối với sản phẩm bia

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Năm hiện hành	65%						
QH thông qua	65%	65%	70%	75%	80%	85%	90%

Nguồn: CTCK Rông Việt

Nghị định số 174/2025/NĐ-CP quy định chính sách giảm thuế giá trị gia tăng (VAT)

Ngoài Nghị định mới và thuế TTĐB: Trong bối cảnh Chính phủ áp dụng chính sách giảm thuế VAT 2% để kích cầu tiêu dùng, bia và các sản phẩm có cồn lại bị loại khỏi danh sách ưu đãi.

Việc không được hưởng giảm VAT trong khi thuế TTĐB tăng theo lộ trình khiến ngành bia chịu “thiệt thời kếp” về thuế và chi phí so với nhiều ngành hàng khác.

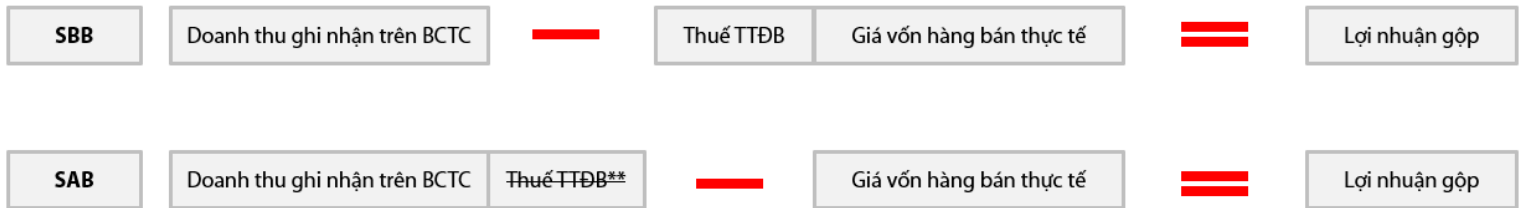
PHỤ LỤC 5 – LƯU Ý VỀ HẠCH TOÁN THUẾ TTĐB VÀ LỢI ÍCH KỲ VỌNG SAU KHI SAB NÂNG TỶ LỆ SỞ HỮU TẠI SABIBECO (SBB)

Lưu ý trong phương thức hạch toán thuế TTĐB của SAB và SBB

Cuối T12/2024, CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn - Bình Tây (Sabibeco hay SBB) trở thành công ty con của SAB sau khi SAB nâng sở hữu từ 21,8% lên 65%.

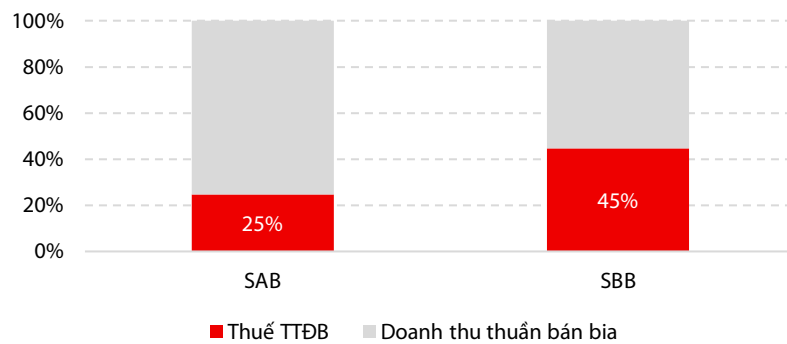
- Trước sáp nhập, SBB hạch toán thuế TTĐB vào doanh thu và giá vốn hàng bán. Ngược lại, SAB và các công ty con khấu trừ trực tiếp thuế TTĐB khỏi doanh thu và giá vốn hàng bán. (Hình 37)
- Sau sáp nhập, để phản ánh đúng tình hình và năng lực kinh doanh của SAB và SBB sau hợp nhất KQKD, chi phí thuế TTĐB của SBB phải được khấu trừ trực tiếp khỏi doanh thu thuần hợp nhất của SAB thay vì được hạch toán vào giá vốn hàng bán như trước đây, và điều này sẽ làm ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu thuần SAB so với cùng kỳ.

Hình 37: Mô tả cách hạch toán thuế TTĐB của SAB và SBB trước khi hợp nhất



Nguồn: SAB, SBB, CTCK Rồng Việt – (**) Thuế TTĐB của SAB bị loại bỏ trước khi lập bảng KQHDKD

Hình 38: Tỷ lệ thuế TTĐB SAB và SBB gánh chịu trong 2024 (theo BCTC)



Lợi ích kinh tế kỳ vọng của SAB sau thương vụ sáp nhập

Trước sáp nhập, hơn 80% doanh thu của SBB đến từ giao dịch với SAB thông qua các hoạt động gia công một số dòng sản phẩm của SAB, bên cạnh việc bán sản phẩm bia riêng của doanh nghiệp là dòng bia “Sagota”. Chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ hưởng lợi nhiều hơn về mặt chi phí thay vì lợi ích quy mô (có thể hưởng lợi một phần về nhà máy, mạng lưới của SBB).

- (1) **Về mặt công suất:** Tổng công suất nhà máy của SAB được kỳ vọng nâng lên 3,01 tỷ lít/năm từ mức 2,4 tỷ lít/năm, vượt qua công suất thiết kế của Heineken là 2,78 tỷ lít/năm, qua đó nâng được hiệu quả sản xuất trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ có thể tăng lên thay vì đầu tư nhà máy mới.
- (2) **Về mặt chi phí:** Hoạt động bán NVL lon dư thừa đã qua sử dụng của SAB được kỳ vọng giảm bớt do tận dụng được nhà máy lon của SBB trong khâu tái chế lon. Bên cạnh đó, việc có quy trình tái chế lon (in-house) sẽ giúp tiết kiệm được một phần chi phí nguyên vật liệu lon (thông qua việc SAB có thể hưởng biên lợi nhuận (margin) từ lon tái chế thấp hơn trước khi sáp nhập với SBB; trong khi giá lon mua vào vốn biến động theo giá thế giới và đang có xu hướng tăng).

PHỤ LỤC 6 – CHÚ TRỌNG YẾU TỐ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG (ESG) ĐỂ ĐẢM BẢO CHẤT LƯỢNG VÀ CẢI THIỆN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Thương hiệu bia gắn liền và đặt nền tảng cho “nét văn hóa tiêu thụ” của ngành đồ uống

Sabeco có vị thế vững vàng tại thị trường Việt Nam, bắt nguồn từ yếu tố khởi nguồn cho ngành đồ uống với hơn 150 năm phát triển. Dẫn theo thời gian, việc lạm dụng bia rượu và đồ uống có cồn tạo ra nhiều tác hại không mong muốn nhưng không thể phủ nhận rằng “thường thức bia” là một trong những nét văn hóa đặt trưng trong đời sống của người Việt Nam từ thôn quê đến thành thị.

Hiện nay, SAB cung cấp 8 dòng bia ra thị trường, với sự đa dạng chủng loại từ nồng độ đến hương vị để đáp ứng nhu cầu ngày một phong phú của người tiêu dùng. Trong đó, dòng bia điển hình ra đời những năm 1900s – 2000s như Bia 333 đến nay vẫn được ưa chuộng bởi tệp khách hàng phổ thông đông đảo. Các dòng bia có nồng độ cồn thấp hơn cùng hương vị êm dịu, nhẹ như Saigon Chill sau này cũng dần được ra mắt để đáp ứng sự dịch chuyển và phân hóa trong nhu cầu tiêu thụ:

Bảng 15: 08 dòng bia đa dạng từ nồng độ đến hương vị và phân khúc giá

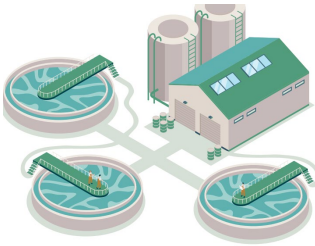
Dòng bia	% độ cồn	Giá/lon (VND)	Dòng bia	% độ cồn	Giá/lon (VND)
333 Pilsner	4,3	15.000	Saigon Export	4,8	12.700
Lạc Việt	4,3	12.000	Saigon Special	4,9	17.000
Saigon Lager	4,3	12.200	Saigon Gold	5,0	22.300
Saigon Chill	4,6	18.500	333	5,3	12.000

Nguồn: Giá bán lẻ tại cửa hàng BHX ghi nhận vào 10/2025, CTCK Rông Việt

Tập trung vào giá trị bền vững nhằm khẳng định và nâng cao niềm tin về chất lượng

SAB là một trong những doanh nghiệp F&B tại Việt Nam tiên phong trong việc chuẩn hóa hệ thống và công bố minh bạch các báo cáo phát triển bền vững. Qua đó, doanh nghiệp thể hiện rõ định hướng dài hạn và khẳng định vị thế bằng cam kết giá trị từ quy trình sản xuất chọn lọc đến chất lượng sản phẩm.

Bảng 16: Một số dự án điển hình nhằm hoàn thiện hệ thống và quy trình sản xuất theo tiêu chuẩn ESG đã được triển khai từ 2019 đến nay và ghi nhận những kết quả tích cực, đồng thời đóng góp vào tối ưu và nâng cao hiệu suất hoạt động

Dự án	Dự án năng lượng mặt trời áp mái: Lắp đặt tại 64% cơ sở hoạt động, với tổng công suất đạt 8,68 MWp và sử dụng nhiệt năng tái tạo từ lò hơi sinh khối 	Thu hồi – Thu gom – Tái sử dụng nước thông qua hệ thống thu gom nước mưa: phục vụ cho quy trình làm mát và vệ sinh tại NM bia Sài Gòn – Củ Chi 	Giảm thiểu chất thải từ NVL (nắp, nhãn) thông qua tái sử dụng, đồng thời nâng cao chất lượng sản phẩm nhờ kiểm soát hiệu quả NVL (tăng đại mạnh, giảm gạo) 
Hiệu quả HĐ*	Giảm chi phí mua điện từ lưới: 12,5 tỷ VND	Tiết kiệm chi phí nước sử dụng: ước tính 147 triệu VND	Giảm khối lượng NVL và tiết kiệm chi phí: lượng nắp chai và nhãn giảm 22,6% và 22,61% svck
Tác động ra bên ngoài*	Giảm phát thải nhà kính: 5.170 tấn CO2	Giảm lượng nước sử dụng tại nhà máy trong 6 tháng mùa mưa: ước tính 4%	Giảm thiểu phát thải ra môi trường Nâng cao chất lượng và hương vị sản phẩm nhờ giảm lượng gạo 2,29% và tăng đại mạch 3,26%

Nguồn: SAB, CTCK Rông Việt – (*) Đánh giá tác động và hiệu quả ước tính trong năm 2024

PHỤ LỤC 7 - PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2029
Bảng 17: Dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

DOANH THU THUẦN	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng doanh thu	26.374	34.979	30.461	31.872	26.867	28.102	26.954	26.620	27.169
Bia	23.238	30.600	26.923	28.083	25.458	26.654	25.557	25.240	25.768
Nguyên vật liệu	3.045	4.234	3.419	3.715	1,273	1,333	1,278	1,262	1,288
Nước giải khát	137	171	122	163	150	141	135	132	132
Rượu và đồ uống có cồn	47	57	52	42	41	40	40	39	38
Khác	110	173	191	162	191	191	191	191	191
% tăng trưởng cùng kỳ	-5,7%	32,6%	-12,9%	4,6%	-15,7%	4,6%	-4,1%	-1,2%	2,1%
Bia	-6,4%	31,7%	-12,0%	4,3%	-9,3%	4,7%	-4,1%	-1,2%	2,1%
Nguyên vật liệu	2,9%	39,0%	-19,3%	8,7%	-65,7%	4,7%	-4,1%	-1,2%	2,1%
Nước giải khát	-19,9%	25,0%	-28,9%	33,5%	-8,0%	-6,0%	-4,0%	-2,0%	0,0%
Rượu và đồ uống có cồn	-33,9%	20,6%	-9,7%	-18,4%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Khác	3,3%	57,1%	10,5%	-15,2%	17,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
% tổng doanh thu									
Bia	88,1%	87,5%	88,4%	88,1%	94,8%	94,8%	94,8%	94,8%	94,8%
Nguyên vật liệu	11,5%	12,1%	11,2%	11,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Nước giải khát	0,5%	0,5%	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Rượu và đồ uống có cồn	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Khác	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

Nguồn: SAB, CTCK Rong Viet ước tính

Bảng 18: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng	7.609	10.771	9.091	9.318	8.489	9.305	8.863	8.752	8.973
Bia	7.680	10.828	9.168	9.409	8.288	9.106	8.668	8.558	8.780
Nguyên vật liệu	17	5	-5	15	5	5	5	5	5
Nước giải khát	25	37	28	46	40	38	35	34	33
Rượu và đồ uống có cồn	4	7	2	5	5	4	4	4	4
Khác	87	151	144	136	151	151	151	151	151
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP									
Tổng	28,8%	30,8%	29,8%	29,2%	31,6%	33,1%	32,9%	32,9%	33,0%
Bia	33,0%	35,4%	34,1%	33,5%	32,6%	34,2%	33,9%	33,9%	34,1%
Nguyên vật liệu	0,6%	0,1%	-0,1%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Nước giải khát	18,5%	21,8%	22,9%	28,0%	27,0%	27,0%	26,0%	26,0%	25,0%
Rượu và đồ uống có cồn	7,7%	11,4%	3,4%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Khác	79,3%	87,4%	75,3%	83,7%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%

Nguồn: SAB, CTCK Rong Viet ước tính

PHỤ LỤC 8 - CÁC DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐỒNG

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng một số doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh bia – rượu – nước giải khát có tính chất hoạt động tương đồng với SAB để tham chiếu cho phân tích và dự báo.

Heineken Malaysia Berhad (HEIM MK Equity): Hoạt động như một công ty con của Heineken International, tập trung vào sản xuất, phân phối và tiếp thị bia tại Malaysia. Mô hình kinh doanh của công ty dựa trên chiến lược toàn cầu của Heineken, kết hợp sản xuất nội địa với mạng lưới phân phối rộng khắp, tận dụng thương hiệu quốc tế để thâm nhập thị trường. Doanh nghiệp đầu tư mạnh vào tiếp thị và phát triển bền vững, như sử dụng năng lượng tái tạo. Các nhãn bia phổ biến của thương hiệu có thể kể đến như Heineken, Tiger, Guinness, Anchor, cung ứng cả phân khúc cao cấp và phổ thông, nhưng trọng tâm vẫn là phân khúc cao cấp và tệp khách hàng trẻ tuổi ở đô thị.

Thai Beverage Public Company Limited (THBEV SP Equity): Là tập đoàn đa ngành tại Thái Lan, nhưng mảng bia là trụ cột chính, với mô hình tích hợp từ sản xuất, phân phối đến bán lẻ qua chuỗi cửa hàng tiện lợi. Sau khi thôn tính Sabeco (Việt Nam), ThaiBev mở rộng ảnh hưởng tại Đông Nam Á, tập trung vào chiến lược giá cả cạnh tranh và mở rộng thị phần thông qua thương hiệu nội địa. Một số nhãn bia phổ biến của hãng gồm: Chang, Archa, Federbrau, 333 và Sài Gòn (Sabeco). Tệp khách hàng mục tiêu và chiếm ưu thế là phân khúc khách hàng phổ thông, bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng tấn công vào phân khúc cao cấp để cạnh tranh với các thương hiệu quốc tế.

San Miguel Corporation (SMC PM Equity): Là tập đoàn đa ngành tại Philippines, với mảng bia là một trong những mảng trụ cột chính. Mô hình kinh doanh tập trung vào sản xuất quy mô lớn, kênh phân phối bao gồm cả nội địa và xuất khẩu sang các thị trường Đông Nam Á khác. Doanh nghiệp tận dụng mạng lưới phân phối rộng rãi và chi phí sản xuất thấp để duy trì vị thế. Một số nhãn bia phổ biến của hãng gồm: San Miguel Pale Pilsen, San Miguel Light, Red House, Cerveza Negra. Tệp khách hàng mục tiêu chủ yếu thuộc phân khúc phổ thông, nhưng doanh nghiệp cũng cung ứng một số sản phẩm cao cấp trong danh mục để đa dạng hóa khách hàng.

Carlsberg Brewery Malaysia Berhad (CAB MK Equity): Là công ty con của Carlsberg Group (Đan Mạch), tập trung vào sản xuất và phân phối bia tại Malaysia. Mô hình kinh doanh dựa trên chiến lược toàn cầu hóa, đầu tư vào tiếp thị sáng tạo và mở rộng danh mục sản phẩm, đồng thời hợp tác với các nhà phân phối địa phương để tăng độ phủ. Một số nhãn bia phổ biến của hãng gồm Carlsberg, 1664 Blanc, Somersby. Carlsberg tập trung vào cả 02 phân khúc cao cấp và phổ thông, nhắm đến khách hàng trẻ và trung niên tại thị trường Đông Nam Á.

Asahi Group Holdings, Ltd. (2502 JT Equity): Là tập đoàn Nhật Bản với mô hình kinh doanh tập trung vào sản xuất bia và đồ uống. Doanh nghiệp mở rộng sang các thị trường Châu Á thông qua xuất khẩu và hợp tác liên doanh. Mô hình này chú trọng vào chất lượng cao cấp, đầu tư vào công nghệ sản xuất và tiếp thị thương hiệu sang trọng. Một số nhãn bia phổ biến của hãng gồm: Asahi Super Dry, Asahi Soukai, Asahi Black. Tệp khách hàng mục tiêu chủ yếu thuộc phân khúc khách hàng cao cấp, cung ứng thông qua các kênh bán lẻ cao cấp và khách sạn nhằm phục vụ nhóm khách hàng có thu nhập cao.

Tsingtao Brewery Company Limited (600600 CH Equity): Là nhà sản xuất bia lớn nhất Trung Quốc, mô hình kinh doanh dựa trên sản xuất quy mô lớn, nhằm xuất khẩu sang các thị trường Châu Á (gồm Đông Nam Á). Doanh nghiệp kết hợp truyền thống sản xuất bia Trung Quốc với chiến lược quốc tế hóa, tập trung vào kênh bán lẻ và siêu thị. Một số nhãn bia của hãng có thể kể đến là Tsingtao, Hans, cung ứng chủ yếu cho phân khúc khách hàng phổ thông, nhưng cũng có sản phẩm cận cao cấp như Tsingtao Pure Draft để cạnh tranh tại các thị trường quốc tế.

Habeco Vietnam (BHN VN Equity): Công ty Cổ phần Bia – Rượu – Nước giải khát Hà Nội (HABECO) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh bia, rượu và nước giải khát. Các sản phẩm của công ty bao gồm Bia hơi Hà Nội, Bia lon Hà Nội, Bia Trúc Bạch, Hanoi Beer Premium và Uniaqua. Công ty được thành lập từ năm 1890 và có trụ sở chính tại Hà Nội, Việt Nam.

Bảng 19: Chỉ tiêu tài chính, định giá của các doanh nghiệp tương đồng năm 2024 (Đvt: Triệu USD)

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần	EBITDA	Biên gộp	Biên ròng	P/E	EV/EBITDA
Heineken Malaysia Berhad	1.629	613	151	33,8%	16,7%	15,6x	10,7x
Thai Beverage Public Company Ltd.	12.302	7.950	1.376	29,5%	11,1%	14,1x	14,9x
San Miguel Corporation	3.541	27.507	3.844	16,7%	-0,5%	36,6x	8,7x
Carlsberg Brewery Malaysia Berhad	1.412	521	106	34,4%	14,2%	18,4x	13,0x
Asahi Group Holdings Ltd.	16.038	19.420	2.821	37,3%	6,5%	13,1x	9,0x
Tsingtao Brewery Company Limited	12.651	4.464	881	40,2%	13,5%	25,4x	11,7x
Habeco Vietnam	346	328	27	26,7%	4,5%	23,1x	7,7x
Trung bình 5 năm của ngành						20,3x	12,9x
Trung vị 5 năm của ngành						16,0x	9,4x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng
•

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỢI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thắng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**