

TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN BIA – RƯỢU – NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN (HSX: SAB)
Nguyễn Thị Thanh Thu

Chuyên viên phân tích

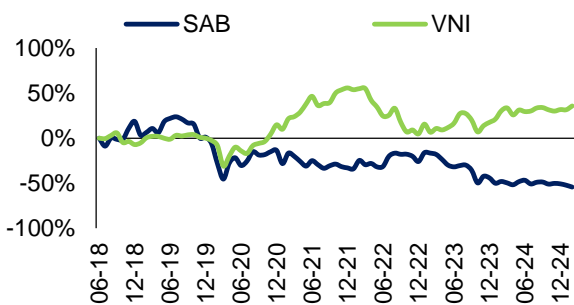
 Email: thuntt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4311

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Biến động giá SAB & VNIndex

Thông tin giao dịch 20/03/2025

Giá hiện tại (VND/cp)	50.600
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	63.385
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	49.009
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	1.283
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	1.283
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.038.162
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	60,05%
Vốn hóa (tỷ VND)	64.898
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	3.376
P/E Trailing 12 tháng	14,99x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên: Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn

Địa chỉ: 187 Nguyễn Chí Thanh, Phường 12, Quận 5, TP HCM

Doanh thu chính: Sản xuất bia

Chi phí chính: Chi phí malt & chi phí vỏ nhôm

Rủi ro chính: Biến động giá nguyên liệu malt và vỏ nhôm

 Giá hiện tại: **50.600**
Khuyến nghị

 Giá mục tiêu: **60.100**
MUA

 Tăng/(giảm): **+18,9%**
LỢI NHUẬN DUY TRÌ ĐÀ PHỤC HỒI

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HSX: SAB) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFE với tỷ trọng 50:50. Giá mục tiêu của SAB được xác định là **60.100 VNĐ/cp**, cao hơn **18,9%** so với mức giá đóng cửa ngày 20/03/2025. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu SAB chủ yếu dựa trên việc cổ phiếu hiện tại được giao dịch ở mức giá tương đối thấp và kết quả kinh doanh 2025F kỳ vọng duy trì đà phục hồi.

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024 (Lũy kế 4 quý) (chi tiết):

Doanh thu lũy kế 4 quý 2024 của SAB đạt 31.872 tỷ đồng (+4,6% YoY & 93% KH2024) trong đó doanh thu mảng bia đạt 28.083 tỷ đồng, tăng nhẹ 4,3% từ mức nền thấp do sức mua của người tiêu dùng phục hồi chậm.

Lợi nhuận sau thuế năm 2024 đạt mức 4.495 tỷ đồng (+5,6% YoY & 98% KH2024) với biên LNST ghi nhận sự phục hồi nhẹ 0,1 đpt YoY.

TRIỂN VONG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025 (chi tiết):

Doanh thu và LNST của SAB năm 2025 dự phóng đạt lần lượt 33.625 tỷ đồng (+5,5% YoY) và 4.790 tỷ đồng (+6,6% YoY). Trong đó, doanh thu mảng bia dự phóng đạt 29.627 tỷ đồng (+5,5% YoY), chiếm tỷ trọng 88%. Trong đó:

➢ **Sản lượng bia tiêu thụ năm 2025 dự phóng đạt 1,57 tỷ lít (+5,5% YoY và thấp hơn mức CAGR (2015 – 2019) = +7,6%/năm).** Sức mua của người tiêu dùng kỳ vọng duy trì đà phục hồi nhờ tình hình kinh tế vĩ mô cải thiện. Thị phần bia của doanh nghiệp dự phóng đi ngang trong năm 2025 nhờ yếu tố khách quan từ xu hướng dịch chuyển tiêu thụ xuống các sản phẩm với giá cả phải chăng do tâm lý chi tiêu thận trọng của người tiêu dùng.

➢ **Biên lợi nhuận gộp mảng bia dự phóng tăng nhẹ 0,4đpt YoY và đạt 33,9%** nhờ chi phí malt ở mức thấp sẽ phản ánh vào giá vốn của SAB kể từ Q2/2025. Chi phí sản xuất bia bình quân năm 2025 dự phóng giảm nhẹ 0,6% YoY. Với giá bán, bối cảnh mức độ cạnh tranh trong ngành bia ngày càng gay gắt, chúng tôi kỳ vọng giá bán bia của SAB duy trì đi ngang so với năm 2024.

YẾU TỐ THEO DÕI (chi tiết)

- **Mức độ bất định cao của các chính sách thuế quan từ Mỹ tác động lên giá nhôm thế giới**
- **Chiến lược bán hàng và quảng cáo của SAB**

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH LŨY KẾ 4 QUÝ 2024

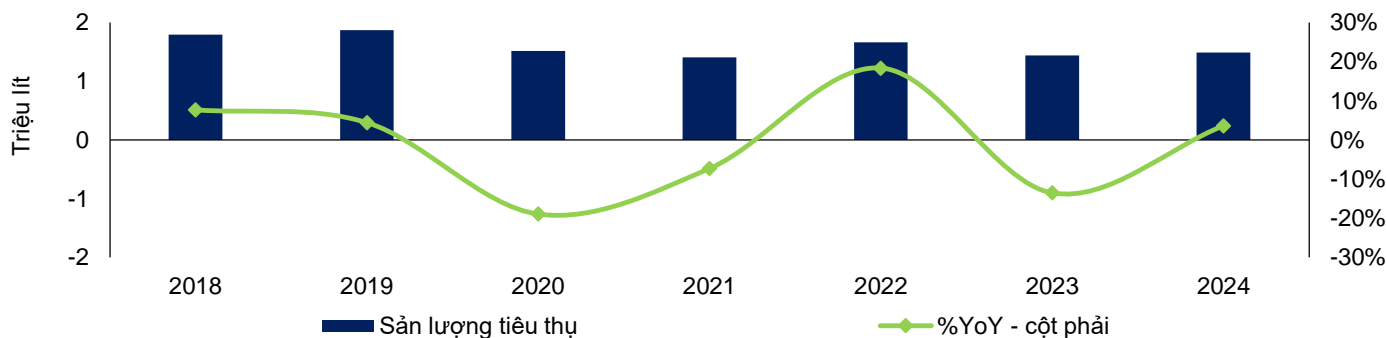
Lũy kế 4 quý 2024, kết quả kinh doanh của SAB ghi nhận sự phục hồi nhẹ so với mức nền thấp của năm 2023 khi doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt lần lượt 31.872 tỷ đồng (+4,6% YoY & 93% KH2024) và 4.495 tỷ đồng (+5,6% YoY & 98% KH2024). Trong đó, tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ sự phục hồi sản lượng của mảng bia khi sức mua của người tiêu dùng có dấu hiệu cải thiện. Biên lợi nhuận sau thuế phục hồi nhẹ với mức +0,1 đpt YoY và đạt 14,1% chủ yếu nhờ chi phí bán hàng giảm do SAB cắt giảm các hoạt động quảng cáo và bán hàng không hiệu quả.

Đơn vị: Tỷ đồng	4Q2024	2023	%YoY	KH2024	%TH/KH	%Thực tế/FPTS dự phóng tại Báo cáo định giá lần đầu ngày 08/08/2024
Doanh thu thuần	31.872	30.461	+4,6%	34.397	93%	99%
Mảng bia	28.083	26.923	+4,3%			98%
Mảng khác	3.790	3.538	+7,1%			101%
Lợi nhuận gộp	9.318	9.091	+2,5%			98%
Mảng bia	9.409	9.168	+2,6%			98%
Mảng khác	(91)	(77)	N/M			112%
Biên lợi nhuận gộp	29,2%	29,8%	-0,6đpt			
Mảng bia	33,5%	34,1%	-0,5đpt			
Mảng khác	-2,4%	-2,2%	-0,2đpt			
Doanh thu tài chính	1.067	1.433	-25,5%			85%
Chi phí tài chính	25	73	-66,2%			42%
Trong đó: Chi phí lãi vay	27	50	-45,3%			79%
Chi phí bán hàng	4.042	4.479	-9,8%			91%
Chi phí quản lý	839	801	+4,8%			99%
LNST	4.495	4.255	+5,6%	4.580	98%	98%
CP bán hàng/DTT	12,7%	14,7%	-2,0đpt			
Chi phí QLDN/DTT	2,6%	2,6%	+0,01đpt			
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	14,1%	14,0%	+0,1đpt			

Nguồn: SAB

1. Sản lượng tiêu thụ bia của SAB tăng nhẹ +3,6% YoY do sức mua của người tiêu dùng phục hồi chậm

Biểu đồ 1. Sản lượng tiêu thụ của SAB giai đoạn 2018 – 2024

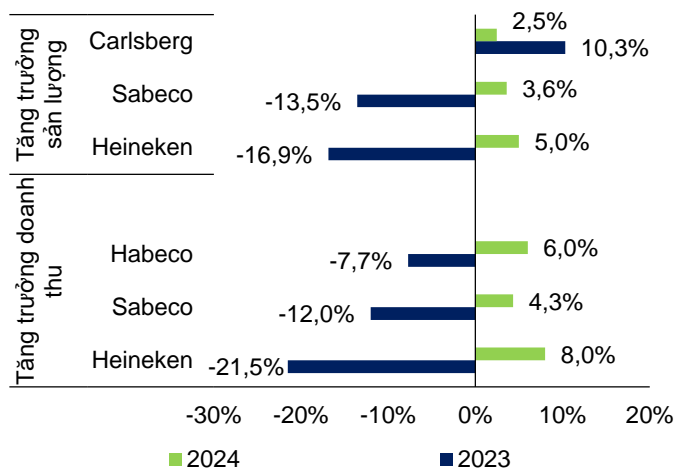


Nguồn: Euromonitor, FPTS Research

Năm 2024, sản lượng bia tiêu thụ của SAB ước tính chỉ phục hồi nhẹ 3,6% YoY từ mức nền thấp 2023 theo xu hướng chung của thị trường. Tiêu thụ bia của Việt Nam năm 2024 tăng trưởng chậm, phản ánh qua sự phục hồi nhẹ từ mức nền thấp năm 2023 kết quả kinh doanh của 4 doanh nghiệp bia lớn nhất cả nước (chiếm khoảng 94% thị phần bia Việt Nam 2023). Tâm lý của người tiêu dùng trở nên dè dặt hơn trong chi tiêu thể hiện qua chỉ số niềm

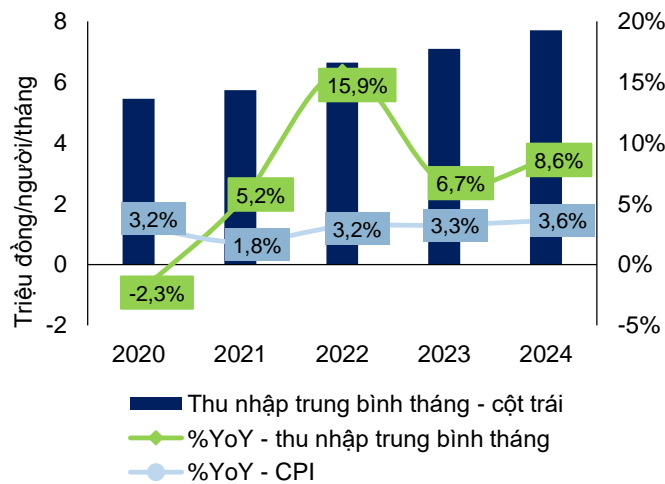
tin người tiêu dùng duy trì đi ngang trong năm 2024 (theo Infocus Mekong Research). Mặc dù thu nhập của người lao động đạt mức tăng trưởng tích cực 8,6% YoY tuy nhiên lạm phát tăng mạnh (CPI năm 2024 ghi nhận mức cao nhất 3,6% trong 10 năm trở lại đây) khiến sức mua của người tiêu dùng phục hồi chậm trong năm 2024.

Biểu đồ 2. Tăng trưởng doanh thu và sản lượng bia tiêu thụ (YoY) của 4 doanh nghiệp lớn tại Việt Nam



Nguồn: Báo cáo các DN, FPTs Research

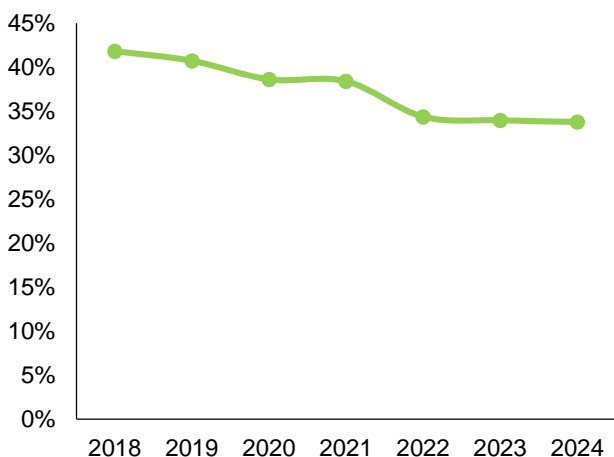
Biểu đồ 3. Tăng trưởng thu nhập trung bình tháng của người lao động và CPI



Nguồn: GSO, FPTs Research

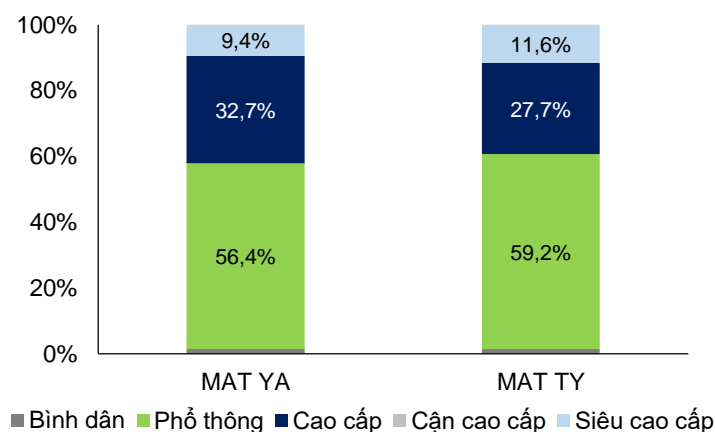
2. Thị phần bia SAB 2024 đi ngang nhờ xu hướng dịch chuyển tiêu thụ xuống phân khúc bia giá cả phải chăng hơn

Biểu đồ 4. Thị phần bia của SAB (2018 – 2024)



Nguồn: Euromonitor, FPTs research

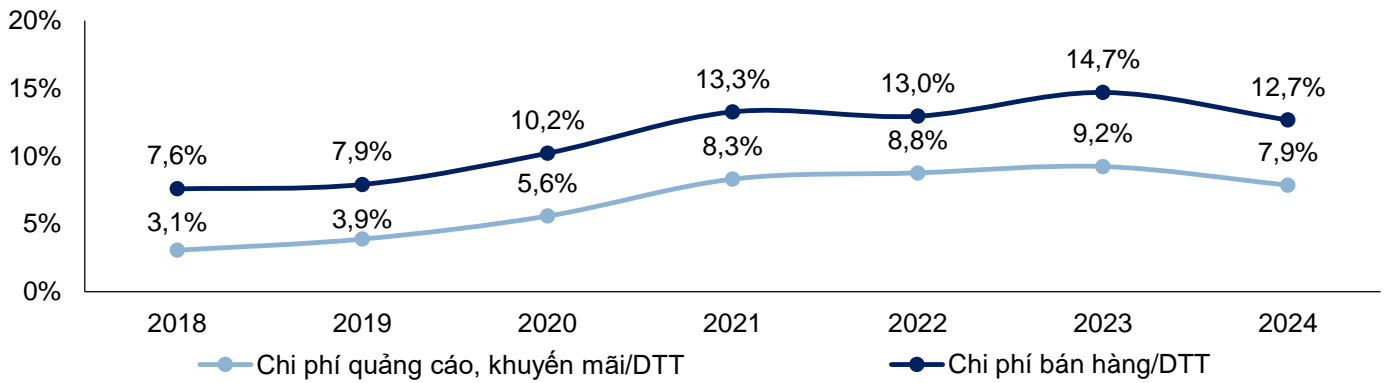
Biểu đồ 5. Cơ cấu thị trường bia Việt Nam theo phân khúc lũy kế 12 tháng liên tiếp đến Q2/2024



Nguồn: AC Nielsen

Chúng tôi ước tính thị phần bia của SAB năm 2024 duy trì đi ngang so với năm 2023 chủ yếu nhờ yếu tố khách quan từ xu hướng dịch chuyển tiêu thụ sang các sản phẩm có giá cả phải chăng của người tiêu dùng giúp làm giảm ảnh hưởng tiêu cực từ việc cắt giảm hoạt động quảng cáo và bán hàng của doanh nghiệp.

Tâm lý của người tiêu dùng năm 2024 vẫn tương đối thận trọng khi họ có xu hướng giảm tần suất mua sắm thường xuyên và ưu tiên các sản phẩm giá cả phải chăng cùng ưu đãi hấp dẫn (theo Infocus Mekong Research). Theo thống kê của AC Nielsen, đối với thị trường bia Việt Nam người tiêu dùng có xu hướng dịch chuyển tiêu thụ sang các sản phẩm có giá “mềm” hơn. Tỷ trọng bia phân khúc phổ thông (theo giá trị) có xu hướng tăng mạnh lên mức 59,2% lũy kế 12 tháng liên tiếp tính đến Q2/2024.

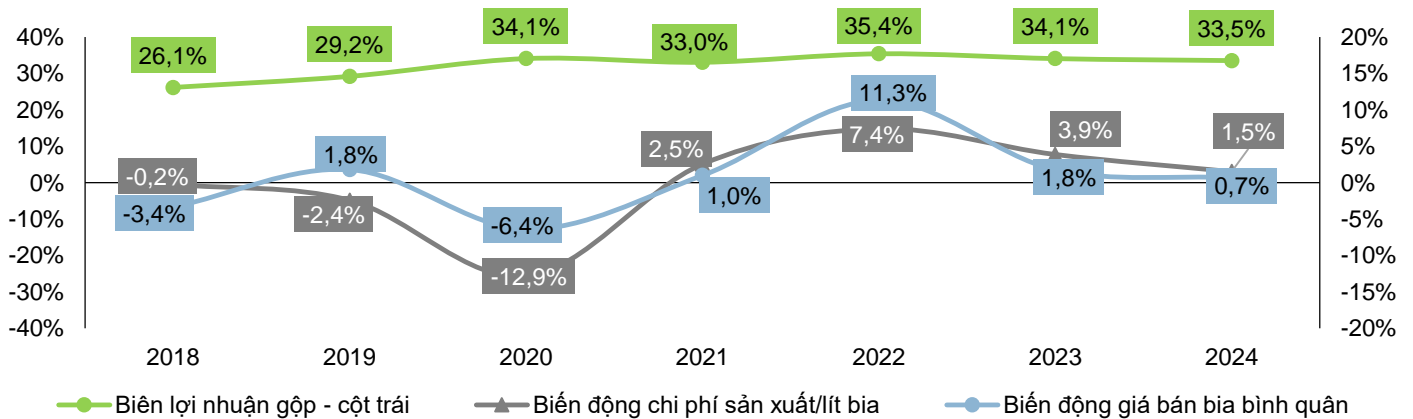
Biểu đồ 6. Tỷ lệ chi phí bán hàng/DTT của SAB giai đoạn 2018 – 2024


Nguồn: SAB, FPTTS Research

Mặt khác, chúng tôi nhận thấy cạnh tranh trong ngành bia ngày càng gay gắt khi các doanh nghiệp tăng cường các hoạt động quảng cáo và khuyến mãi lớn nhằm giành thị phần. Có thể kể đến như Heineken, doanh nghiệp này đã gia tăng các sự kiện quảng bá mang tính thường niên như các đại nhạc hội với quy mô lớn hơn và mở rộng ra nhiều tỉnh thành khác ([chi tiết](#)). Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần của Habeco năm 2024 tăng 1,3 đpt YoY và đạt 16,7% trong đó tỷ lệ chi phí quảng cáo, khuyến mại và hỗ trợ/doanh thu thuần ghi nhận tăng 1,1 đpt YoY. Với Carlsberg, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp này có xu hướng đẩy mạnh các hoạt động khuyến mãi khi số lượng chương trình khuyến mãi năm 2024 tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ ([chi tiết](#)). Tuy nhiên ở chiều ngược lại, Sabeco đã thực hiện chính sách cắt giảm chi tiêu cho các hoạt động quảng cáo và bán hàng khi tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần năm 2024 giảm 2,0 đpt YoY và đạt 12,7%. Trong đó tỷ lệ chi phí quảng cáo và khuyến mãi/DTT ghi nhận giảm 1,4 đpt YoY.

Chúng tôi đánh giá trong bối cảnh các doanh nghiệp trong ngành cạnh tranh gay gắt thông qua việc tăng cường đầu tư cho các hoạt động quảng cáo và bán hàng, việc cắt giảm của SAB dẫn đến rủi ro làm suy giảm khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp từ đó tác động tiêu cực đến thị phần của SAB. Tuy nhiên, chúng tôi nhận định nhờ vào yếu tố khách quan từ xu hướng tiêu dùng ngoài thị trường dịch chuyển xuống các sản phẩm thuộc phân khúc phổ thông (~98% danh mục sản phẩm của SAB thuộc phân khúc này) phần nào giúp làm giảm ảnh hưởng tiêu cực từ việc cắt giảm chi tiêu cho bán hàng và quảng cáo. Từ đó giúp thị phần của doanh nghiệp ngất ã giảm và duy trì đi ngang so với năm 2023.

3. Biên lợi nhuận gộp duy trì ã giảm do ảnh hưởng từ tồn kho nguyên liệu giá cao

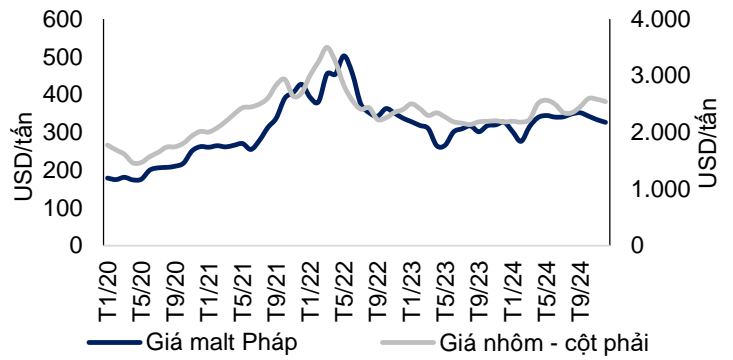
Biểu đồ 7. BLNG mảng bia và biến động chi phí sản xuất/lít bia bình quân của SAB giai đoạn 2018 – 2024


Nguồn: SAB, FPTTS Research

Biên lợi nhuận gộp mảng bia của SAB năm 2024 đạt mức 33,5% (-0,5 đpt YoY) do ảnh hưởng từ tồn kho nguyên liệu giá cao bởi chính sách mua trước nguyên liệu đầu vào của doanh nghiệp.

Biểu đồ 8. Tồn kho nguyên vật liệu của SAB


Nguồn: SAB, FPT S Research

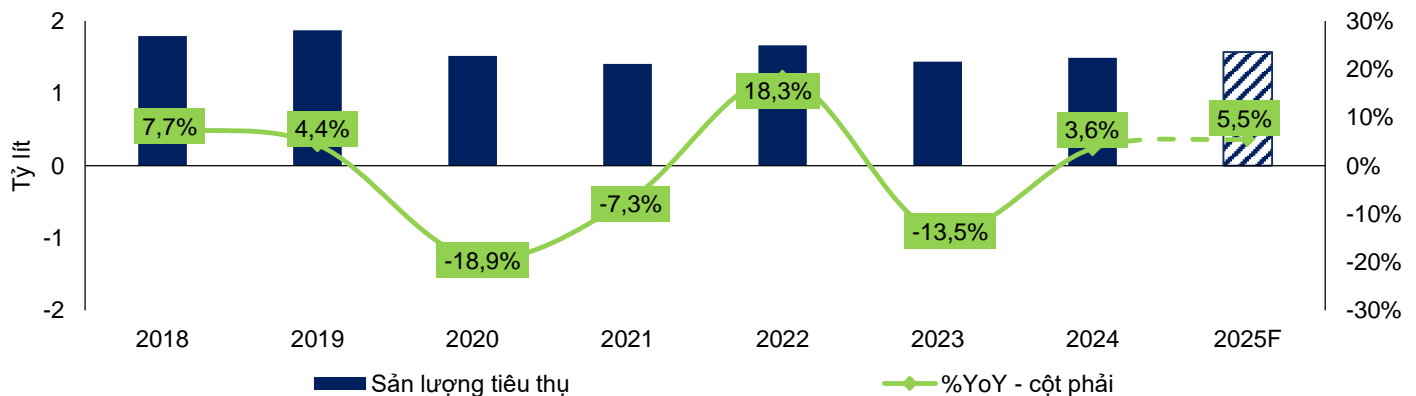
Biểu đồ 9. Biến động giá malt và nhôm thế giới


Nguồn: World Bank, Bloomberg

SAB có chính sách mua trước nguyên liệu đầu vào kể từ năm 2021 khi giá malt và vỏ nhôm biến động với biên độ lớn. Malt và vỏ nhôm thường được doanh nghiệp đặt hàng và chốt trước giá từ cuối năm trước (ước tính trong cuối Q3 và đầu Q4) cho khoảng 6 – 12 tháng sản xuất. Cuối năm 2022, SAB đã thực hiện việc đặt mua và chốt trước giá nguyên liệu cho năm 2023 khi giá malt và vỏ nhôm vẫn neo ở mức cao. Chúng tôi ước tính chi phí malt và vỏ nhôm đầu vào năm 2023 của SAB tăng lần lượt +9,1% và 3,7% YoY (đã bao gồm tác động của tỷ giá). Tồn kho nguyên liệu của doanh nghiệp có xu hướng tăng cao trong giai đoạn 2023 – 1H2024 do (1) các hợp đồng mua trước nguyên liệu đến hạn thực hiện và (2) sản lượng bia tiêu thụ sụt giảm mạnh trong năm 2023. Lượng tồn kho nguyên liệu giá cao tiếp tục được SAB tiêu thụ trong năm 2024. Chi phí sản xuất/lít bia bình quân của SAB ước tính tăng 1,5% YoY, cao hơn so với mức tăng 0,7% YoY của giá bán bia bình quân (do SAB thực hiện 1 đợt tăng giá từ Q2/2023). Do đó, BLNG mảng bia của của SAB duy trì xu hướng giảm trong năm 2024.

II. TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA SAB NĂM 2025 (quay lại)

1. Sản lượng tiêu thụ 2025 kỳ vọng tăng 5,5% YoY khi sức mua của người tiêu dùng được củng cố hơn nhờ tình hình kinh tế vĩ mô cải thiện

Biểu đồ 10. Dự phóng sản lượng bia tiêu thụ của SAB năm 2025F


Nguồn: FPT S Research

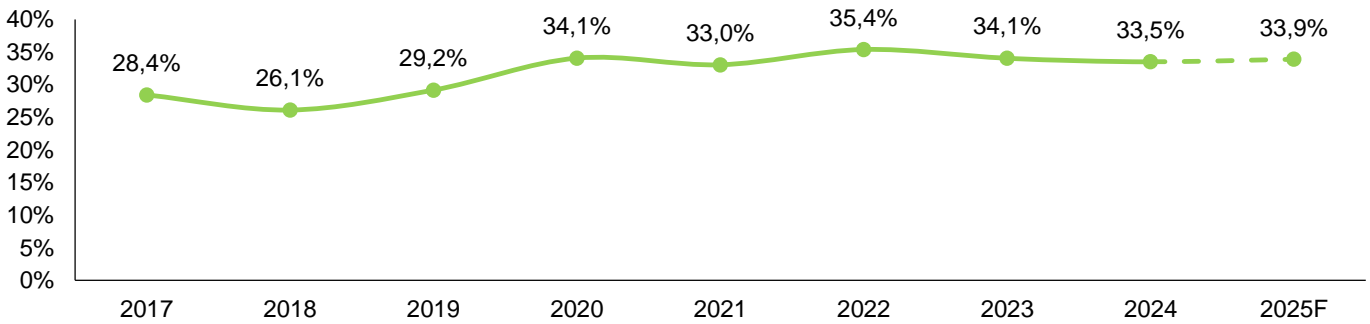
Chúng tôi dự phóng sản lượng bia tiêu thụ của SAB năm 2025 đạt mức 1,57 tỷ lít (+5,5% YoY) nhờ sức mua của người tiêu dùng được củng cố hơn khi tình hình kinh tế vĩ mô Việt Nam năm 2025 dự kiến cải thiện so với 2024. Cụ thể, (1) tỷ lệ thất nghiệp trong độ tuổi lao động được FitchSolutions dự báo giữ ở mức thấp ~2,10% (-0,14 đpt YoY) nhờ triển vọng tăng trưởng kinh tế Việt Nam duy trì đà tích cực sẽ giúp kích thích nhu cầu thị trường việc làm, và (2) lạm phát kỳ vọng được kiểm soát tốt khi CPI năm 2025 được IMF và WB dự báo sẽ ở mức 3,5% và 4,0% (dưới mức mục tiêu 4,5% của chính phủ).

Đối với thị phần bia của SAB, chúng tôi kỳ vọng sẽ duy trì đi ngang trong năm 2025 chủ yếu nhờ yếu tố khách quan từ xu hướng chi tiêu thận trọng của người tiêu dùng. Trong khi doanh nghiệp cho biết sẽ duy trì tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu bằng với mức thấp năm 2024 mặc dù cạnh tranh trong thị trường bia ngày càng

gay gắt. Tâm lý chi tiêu của người tiêu dùng vẫn tương đối thận trọng khi bước sang năm 2025, thể hiện qua chỉ số niềm tin người tiêu dùng chỉ tăng nhẹ ở mức 54 (so với mức 51 của 2024), [theo Infocus Mekong Research](#). Mặt khác, bên này cũng cho biết người tiêu dùng vẫn sẽ trở lên nhạy cảm với giá cả, ưu tiên săn khuyến mãi, và tìm kiếm những lựa chọn mua sắm tiết kiệm hơn trong năm 2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường bia Việt Nam sẽ duy trì xu hướng dịch chuyển tiêu thụ xuống các sản phẩm thuộc phân khúc phổ thông.

2. Biên lợi nhuận phục hồi nhẹ +0,4đpt YoY nhờ chi phí malt ở mức thấp sẽ phản ánh vào giá vốn kể từ Q2/2025

Biểu đồ 11. Biên lợi nhuận gộp mảng bia của SAB

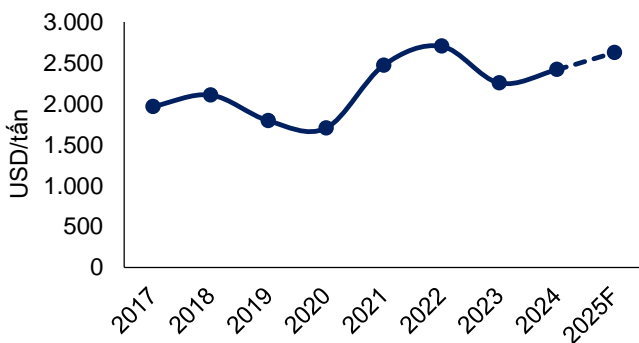


Nguồn: SAB, FPTs Research

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng bia của SAB năm 2025 cải thiện nhẹ 0,4đpt YoY và đạt 33,9% nhờ chi phí malt ở mức thấp sẽ phản ánh vào giá vốn của SAB kể từ Q2/2025. Tuy nhiên mức giảm chi phí malt sẽ bị hạn chế phần nào do chi phí vỏ nhôm kỳ vọng tăng cao. Do đó chúng tôi dự phóng chi phí sản xuất bia bình quân năm 2025 chỉ giảm nhẹ 0,6% YoY. Giá bán bia bình quân của SAB kỳ vọng đi ngang trong năm 2025 trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt của ngành bia.

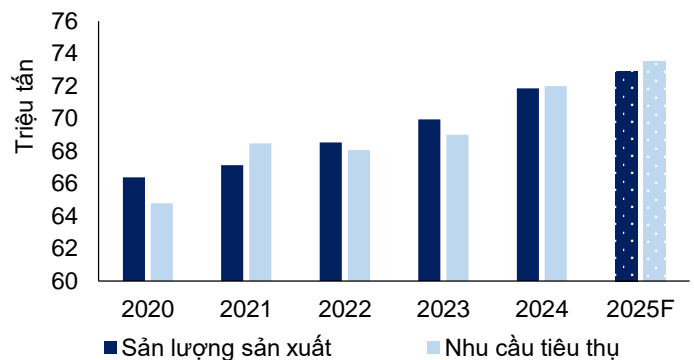
Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, lượng hàng tồn kho giá cao sẽ được doanh nghiệp tiêu thụ hết trong Q1/2025. Doanh nghiệp đã đặt hàng và chốt giá malt đầu vào cho năm 2025 tại vùng giá thấp cuối năm 2024. Chúng tôi dự phóng chi phí malt đầu vào của SAB năm 2025 giảm 4,4% YoY. Đối với nhôm, doanh nghiệp cho biết sẽ chốt hợp đồng với thời hạn ngắn hơn (so với thời hạn thông thường từ 6 – 12 tháng) để linh hoạt hơn trước lo ngại về biến động giá nhôm trong năm 2025. Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí nhôm đầu vào của doanh nghiệp năm 2025 sẽ chịu ảnh hưởng bởi biến động giá nhôm thế giới trong năm này. Giá nhôm toàn cầu dự phóng tăng 8,5% YoY khiến chi phí vỏ nhôm đầu vào của SAB kỳ vọng tăng 7,5% YoY.

Biểu đồ 12. Dự phóng giá nhôm thế giới năm 2025F



Nguồn: Bloomberg, ING Group, FPTs Research

Biểu đồ 13. Cung cầu nhôm thế giới



Nguồn: Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc

*Lưu ý: đơn vị của biểu đồ bắt đầu từ 60

Theo dự phóng của ING Group, giá nhôm thế giới bình quân năm 2025 đạt mức 2.625 USD/tấn (+8,5% YoY). Cân đối cung cầu nhôm toàn cầu năm 2025 dự kiến thắt chặt là yếu tố hỗ trợ cho đà tăng của giá. Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc dự báo sản lượng nhôm toàn cầu kỳ vọng chỉ tăng 1,5% YoY trong năm 2025 chủ yếu

do nguồn cung hạn chế từ Trung Quốc (chiếm xấp xỉ 60% sản lượng sản xuất toàn cầu). Tốc độ sản xuất nhôm hiện tại của Trung Quốc đang tiệm cận mức trần công suất hàng năm là 45,5 triệu tấn với sản lượng năm 2024 đạt 43,4 triệu tấn. Giới hạn công suất đã gần đạt mức tối đa, do đó dự địa tăng trưởng sản xuất nhôm của Trung Quốc năm 2025 là rất hạn chế. Mặt khác, việc gỡ bỏ các khoản hoàn thuế đối với xuất khẩu nhôm của Trung Quốc kỳ vọng sẽ hạn chế nguồn cung nhôm ra thế giới của nước này. Về phía cầu, nhu cầu nhôm toàn cầu dự báo sẽ duy trì ổn định với mức tăng 2,1% YoY được thúc đẩy bởi nhu cầu mạnh mẽ từ ngành sản xuất xe điện và công nghệ phát thải thấp.

III. YẾU TỐ THEO DÕI ([quay lại](#))

1. Mức độ bất định cao của các chính sách thuế quan từ Mỹ tác động đến giá nhôm thế giới năm 2025

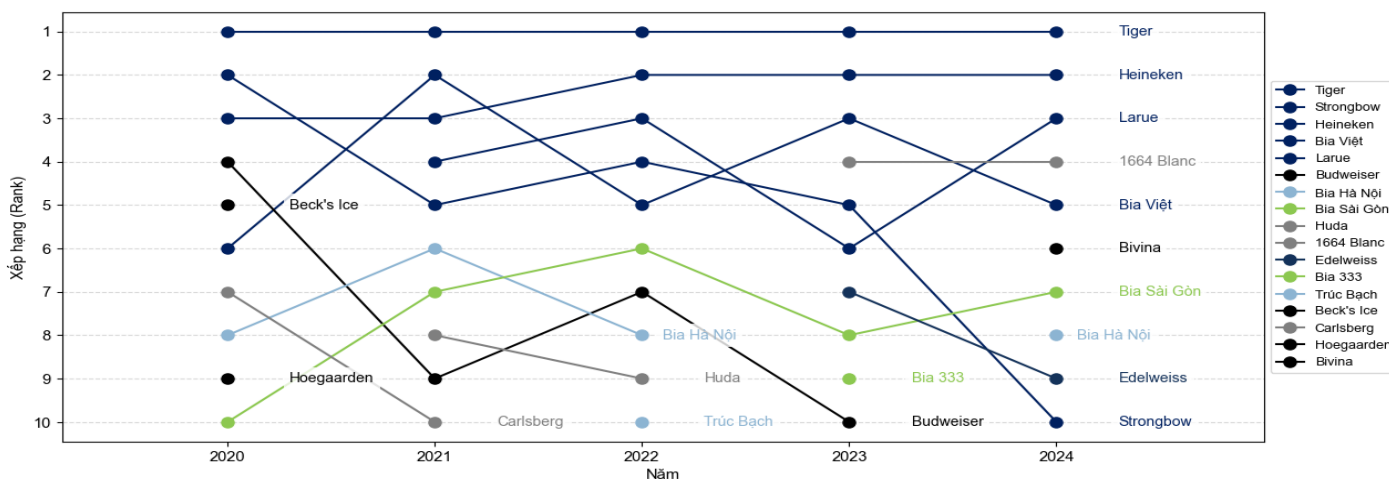
Kể từ ngày 12/3/2025, thuế nhập khẩu 25% với nhôm vào Mỹ bắt đầu có hiệu lực với tất cả đối tác thương mại của nước này. Theo sắc lệnh của Tổng thống Mỹ Donald Trump ký vào ngày 10/2, sẽ không có ngoại lệ hay miễn trừ đối với các sản phẩm nhôm xuất khẩu vào Mỹ. Ngay sau khi chính sách thuế nhập khẩu với nhôm có hiệu lực, các đối tác thương mại của Mỹ đã có động thái đáp trả khi công bố các chính sách áp thuế lên hàng hóa từ Mỹ.

Chúng tôi đánh giá mức độ bất định cao từ các chính sách thuế của Mỹ tác động lên thị trường nhôm thế giới năm 2025. Một số rủi ro đáng kể từ việc áp thuế của Mỹ như (1) dòng chảy thương mại nhôm toàn cầu có thể thay đổi khi ~58% lượng nhôm xuất khẩu vào Mỹ (quốc gia nhập khẩu nhôm lớn nhất thế giới) chủ yếu đến từ Canada (quốc gia xuất khẩu nhôm lớn nhất thế giới) và (2) căng thẳng thương mại leo thang làm gián đoạn chuỗi cung ứng thế giới khiến tăng trưởng kinh tế và thương mại toàn cầu giảm tốc từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ nhôm.

2. Sự thay đổi trong chiến lược bán hàng và quảng cáo của SAB hướng đến tập trung vào trải nghiệm của khách hàng

Năm 2024, với mục tiêu giảm chi phí hoạt động nhằm tăng năng suất, SAB đã cắt giảm mạnh các hoạt động bán hàng và quảng cáo không hiệu quả. Số lượng các chương trình khuyến mãi toàn quốc của SAB giảm mạnh xuống 3 chương trình năm 2024 (so với 16 chương trình năm 2023), các hoạt động quảng cáo tiếp thị cũng có sự thu hẹp về mặt quy mô. Tuy nhiên, **chúng tôi nhận thấy SAB đang hướng đến việc nâng cao trải nghiệm của khách hàng thông qua việc tăng cường đầu tư vào chất lượng cho các hoạt động bán hàng và quảng cáo năm 2024. Việc này đã giúp mức độ nhận diện thương hiệu của SAB cải thiện nhẹ. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng tác động của sự cải thiện này lên thị phần bia của SAB chưa thực sự rõ ràng. Do đó, chúng tôi khuyến nghị theo dõi đối với chiến lược bán hàng và quảng cáo của SAB trong dài hạn.**

Biểu đồ 14. Top 10 các thương hiệu nổi bật trên Social Media giai đoạn 2020 – 2024

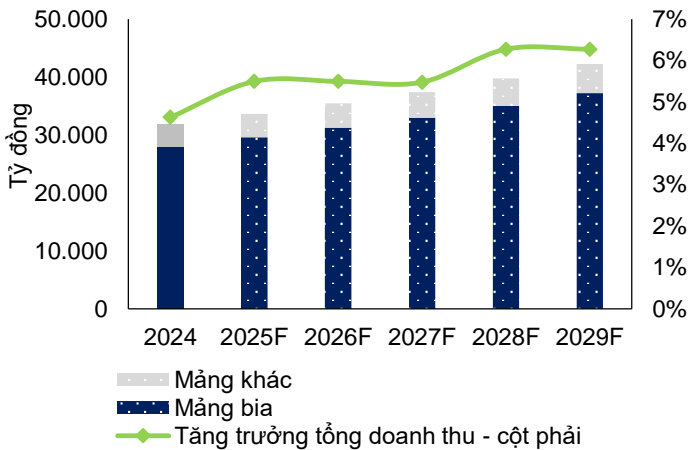


Nguồn: YMI, FPTs Research

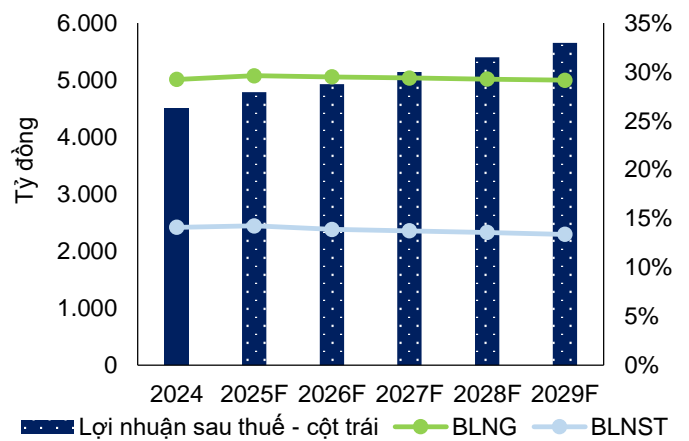
Đối với các chuỗi sự kiện lớn quảng bá thương hiệu, mặc dù có sự thu hẹp về quy mô so với năm 2023, tuy nhiên các chương trình năm 2024 của SAB có sự đầu tư hơn về mặt khách mời khi có sự góp mặt của các nghệ sĩ nổi tiếng nước ngoài. Ngoài ra, SAB cũng tích hợp các hoạt động trải nghiệm cho khách hàng trong các chuỗi sự kiện lớn như giao lưu với người nổi tiếng, các trò chơi tương tác với các phần thưởng hấp dẫn hơn ([chi tiết](#)). Mặt khác, với các chương trình tương tác trên mạng xã hội, ngoài các phần thưởng hiện vật có giá trị cao, SAB cũng tích hợp thêm các giải thưởng trải nghiệm như ăn tối cùng Jung Il Woo, làm cameo trong Live MV Special Night cùng BinZ,... ([chi tiết](#)).

IV. Tóm tắt cập nhật dự phóng kết quả kinh doanh

Biểu đồ 15. Dự phóng doanh thu thuần của SAB theo mảng



Biểu đồ 16. Dự phóng lợi nhuận sau thuế của SAB



Nguồn: SAB, FPT S Research

Dự trên triển vọng hoạt động kinh doanh của SAB, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế hợp nhất năm 2025 của doanh nghiệp đạt lần lượt 33.625 tỷ đồng (+5,5% YoY) và 4.790 tỷ đồng (+6,6% YoY). Cho giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của SAB tăng trưởng 5,9%/năm. Bối cảnh ngành bia Việt Nam cạnh tranh ngày càng gay gắt và sự thay đổi trong chiến lược bán hàng và quảng cáo chưa đem lại hiệu quả rõ ràng. Do đó dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng sản lượng bia tiêu thụ của doanh nghiệp tăng trưởng 5,9%/năm trong giai đoạn trên (thấp hơn mức tăng trưởng của ngành 8,6%/năm theo dự phóng của Euromonitor). Biên lợi nhuận sau thuế cho giai đoạn 2025 – 2029 kỳ vọng duy trì trong khoảng 13,4% - 14,2%.

So với dự phóng tại [Báo cáo định giá lần đầu T08/2024](#), doanh thu thuần năm 2025F tăng 0,9% trong khi LNST hợp nhất giảm 6,2%, nguyên nhân do những thay đổi sau:

Đơn vị: Tỷ VNĐ

Chỉ tiêu	Định giá lần đầu T8/2024	Cập nhật T3/2025	Diễn giải
Doanh thu thuần	33.329	33.625	
<i>Mảng bia</i>	29.458	29.627	
<i>Mảng khác</i>	3.871	3.998	Điều chỉnh theo số liệu thực tế thực hiện năm 2024
Tăng trưởng kép CAGR doanh thu thuần giai đoạn dự phóng 5 năm	+5,8%	+5,9%	
Biên lợi nhuận gộp	30,6%	29,6%	Giá nhôm dự kiến tăng cao trong năm 2025 dẫn tới điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp năm 2025 dự phóng

Tỷ lệ Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/Doanh thu thuần

16,3% 15,3%

Điều chỉnh theo số liệu thực tế thực hiện năm 2024. Ngoài ra, theo chia sẻ từ ban lãnh đạo doanh nghiệp, SAB sẽ duy trì tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu tương đương với năm 2024.

Doanh thu hoạt động tài chính

1.415 1.034

Điều chỉnh theo số liệu thực tế thực hiện năm 2024 cùng với kỳ vọng mặt bằng lãi suất năm 2025 ở mức thấp.

Lợi nhuận sau thuế

5.104 4.790

Tăng trưởng kép CAGR lợi nhuận sau thuế giai đoạn dự phóng 5 năm

6,4% 4,2%

Chúng tôi điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp năm 2025 do giá nhôm dự kiến tăng cao và điều chỉnh giảm doanh thu hoạt động tài chính với kỳ vọng mặt bằng lãi suất kỳ vọng ở mức thấp khiến CAGR LNST giai đoạn 5 năm dự phóng giảm so với báo cáo tháng 08/2024.

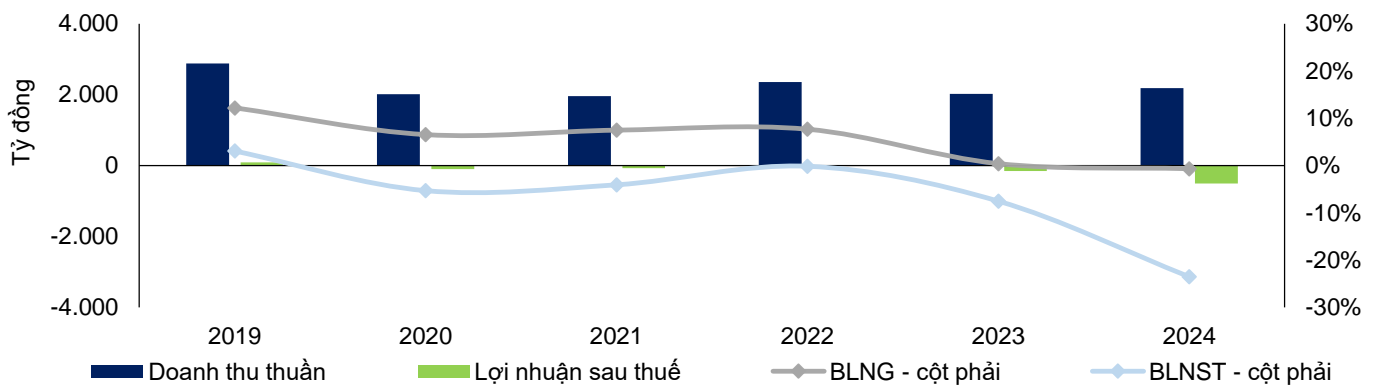
Nguồn: FPT S Research

V. Thông tin khác

➤ Tăng sở hữu đối với CTCP Tập đoàn bia Sài Gòn Bình Tây

SAB đã hoàn tất việc chào mua công khai gần 37 triệu cổ phiếu của CTCP Tập đoàn bia Sài Gòn Bình Tây (Sabibeco), nâng tỷ lệ nắm giữ đối với công ty này từ mức 22,7% lên mức 65,9%. Tổng nguồn vốn thực hiện việc chào mua ~832 tỷ đồng từ nguồn vốn chủ sở hữu và các nguồn vốn hợp pháp khác của Sabeco.

Biểu đồ 17. Kết quả kinh doanh của Sabibeco giai đoạn 2019 – 2024



Nguồn: Sabibeco, FPT S Research

Sabibeco là doanh nghiệp sản xuất bia với tổng công suất sản xuất hàng năm là 610 triệu lít. Ngoài gia công bia cho Sabeco (ước tính chiếm khoảng 75% doanh thu của Sabibeco), doanh nghiệp cũng sản xuất và kinh doanh thương hiệu bia riêng là Sagota. Giai đoạn 2019 – 2024, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp kém khả quan khi doanh thu ghi nhận mức giảm 5,4%/năm, lợi nhuận sau thuế duy trì ở mức âm kể từ năm 2020 đến nay.

Việc hợp nhất Sabibeco giúp nâng công suất sản xuất của SAB lên mức hơn 3 tỷ lít (+25,4% so với công suất năm 2024). Ngoài ra, theo chia sẻ của ban lãnh đạo doanh nghiệp, việc hợp nhất này kỳ vọng sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của SAB tăng 1,5đpt YoY nhờ tác động từ hiệu ứng hợp nhất. Tuy nhiên do hạn chế về mặt thông tin cũng như trong việc đánh giá về lợi thế có được khi hợp nhất Sabibeco, chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào dự phóng kết quả kinh doanh của SAB.

VI. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

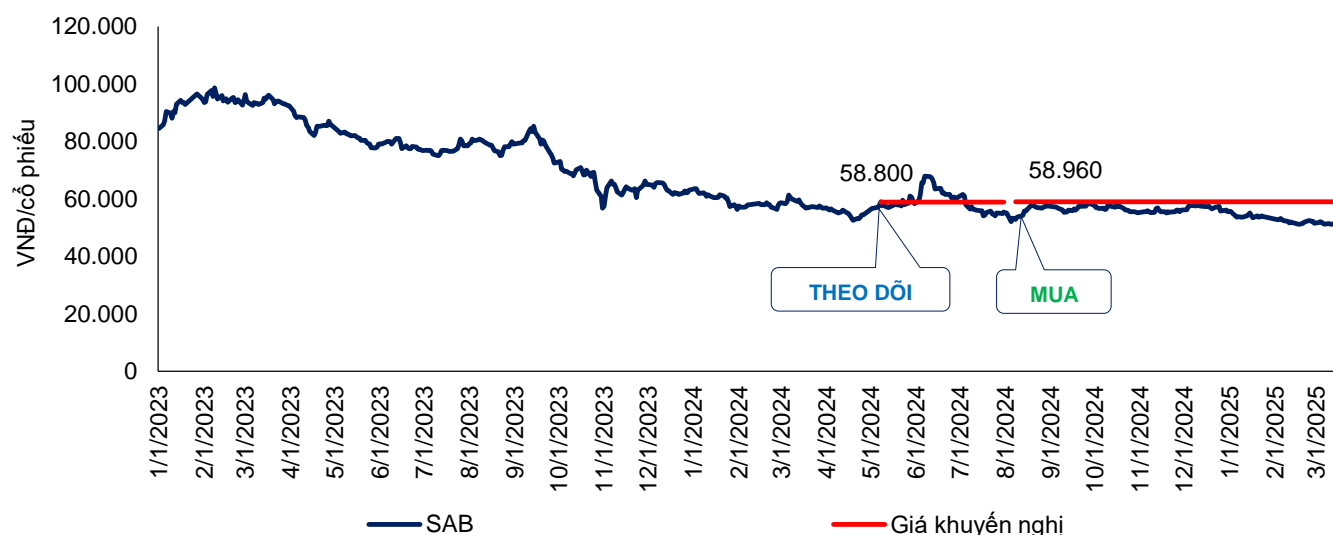
Chúng tôi định giá SAB bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu (FCFE) và chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) với trọng số 50:50. Giá trị cổ phiếu theo hai phương pháp có mức giá bình quân là **60.100 đồng/cp**, cao hơn **18,9%** so với mức giá đóng cửa ngày 20/03/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

Kết quả định giá

Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	60.022	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	60.285	50%
Kết quả định giá (làm tròn)	60.100	

Lịch sử khuyến nghị

Biểu đồ 18. Lịch sử các báo cáo khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị đã điều chỉnh	Báo cáo chi tiết
1	THEO DÕI	05/2024	58.800	Báo cáo cập nhật tin tức
2	MUA	08/2024	58.960	Báo cáo định giá lần đầu

Mức định giá cập nhật cao hơn 2,0% so với giá mục tiêu đã điều chỉnh tại Báo cáo định giá lần đầu T8/2024 chủ yếu do việc giảm hệ số chiết khấu.

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình	T8/2024	T3/2025	Giả định mô hình	T8/2024	T3/2025
Chi phí sử dụng VCSH	10,05%	9,45%	Phần bù rủi ro thị trường	10,35%	9,38%
WACC 2024	9,89%	9,36%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	2,4%	2,4%	Thời gian dự phóng	5 năm	5 năm
Beta không đòn bẩy	0,72	0,74			

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (Tỷ VNĐ)	56.691
(+) Tiền mặt	21.044
(-) Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn	415
(-) Cổ tức đã trả trong năm	-
Giá trị vốn chủ sở hữu	77.320
Số lượng cổ phiếu SAB (triệu cp)	1.283
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	60.285

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Tỷ VNĐ)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	55.938
(+) Tiền và đầu tư tài chính	21.044
(-) Cổ tức đã trả trong năm dự phóng	-
Giá trị vốn chủ sở hữu	76.982
Số lượng cổ phiếu SAB (triệu cp)	1.283
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	60.022

VII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả Hoạt động kinh doanh	2023	2024	2025F	Cân đối kế toán	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	30.461	31.872	33.625	Tài sản			
Giá vốn hàng bán	21.370	22.554	23.672	Tiền, tương đương tiền, đầu tư TC ngắn hạn	22.781	21.044	20.808
Lợi nhuận gộp	9.091	9.318	9.954	Các khoản phải thu	1.229	1.818	1.946
Chi phí bán hàng	4.479	4.042	4.264	Hàng tồn kho	2.318	1.979	2.140
Chi phí quản lí DN	801	839	886	Tài sản ngắn hạn khác	226	226	237
Lợi nhuận thuần HĐKD	3.811	4.437	4.804	Tổng tài sản ngắn hạn	26.553	25.067	25.131
(Lỗ)/lãi HĐTC	1.409	1.070	1.037	Tài sản CĐHH	4.249	3.862	3.430
Lợi nhuận khác	200	168	177	<i>Nguyên giá</i>	13.088	13.227	13.336
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	5.421	5.675	6.019	<i>Khấu hao lũy kế</i>	(8.839)	(9.365)	(9.906)
Chi phí lãi vay	50	27	20	Đầu tư tài chính dài hạn	2.287	3.673	3.673
Lợi nhuận trước thuế	5.370	5.647	5.998	Tài sản dài hạn khác	823	717	722
Thuế TNDN	1.115	1.153	1.209	Xây dựng cơ bản dở dang	144	122	122
Lợi nhuận sau thuế	4.255	4.495	4.790	Tổng tài sản dài hạn	7.503	8.373	7.947
Lợi ích cổ đông thiểu số	137	165	175	Tổng Tài sản	34.057	33.439	33.078
LNST của cổ đông CT Mẹ	4.118	4.330	4.614	Nợ & Vốn chủ sở hữu	-	-	-
EPS (đ)	3.132	3.291	3.598	Vay và nợ ngắn hạn	530	245	258
EBITDA	5.994	6.228	6.560	Các khoản phải trả	7.500	8.212	8.302
Khấu hao, dự phòng	573	553	541	Quỹ khen thưởng	194	199	210
Tăng trưởng doanh thu	-12,9%	4,6%	5,5%	Nợ ngắn hạn	8.225	8.657	8.770
Tăng trưởng LN HĐKD	-30,7%	16,4%	8,3%	Vay và nợ dài hạn	171	169	168
Tăng trưởng EBIT	-21,0%	4,7%	6,1%	Phải trả dài hạn khác	176	176	184
Chỉ số khả năng sinh lời	2023	2024F	2025F	Nợ dài hạn	347	345	352
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29,8%	29,2%	29,6%	Tổng nợ	8.571	9.002	9.123
Tỷ suất LNST	14,0%	14,1%	14,2%	Vốn góp chủ sở hữu	12.826	12.826	12.826
ROE DuPont	17,4%	18,2%	20,1%	LN chưa phân phối	10.217	9.218	8.560
ROA DuPont	12,0%	12,8%	13,9%	Các khoản khác	1.169	1.239	1.239
Tỷ suất EBIT/doanh thu	17,8%	17,8%	17,9%	Lợi ích cổ đông thiểu số	1.273	1.155	1.330
LNST / EBIT	99,1%	99,5%	99,7%	Vốn chủ sở hữu	25.485	24.437	23.955
LNST/LNNT	76,7%	76,7%	76,9%	Tổng cộng nguồn vốn	34.057	33.439	33.078
Vòng quay tổng tài sản	0,9x	0,9x	1,0x	Lưu chuyển tiền tệ	2023	2024F	2025F
Đòn bẩy tài chính	1,4x	1,4x	1,4x	Tiền đầu năm	23.481	22.781	21.044
Chỉ số hiệu quả vận hành	2023	2024F	2025F	Lợi nhuận sau thuế	4.271	4.491	4.790
Thời gian luân chuyển tiền	-83,9	-74,9	-75,1	Khấu hao	570	549	541
Số ngày phải thu	12,7	17,5	20,4	Dự phòng	3	4	-
Số ngày tồn kho	38,5	34,8	31,8	Thay đổi vốn lưu động và điều chỉnh khác	(2.904)	(799)	(1.372)
Số ngày phải trả	135,2	127,1	127,3	Tiền từ hoạt động KD	1.940	4.245	3.958
COGS / Hàng tồn kho	9,7x	9,7x	12,0x	Thanh lý tài sản cố định	2	4	-
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023	2024F	2025F	Chi mua sắm TSCĐ	(284)	(296)	(109)
CS thanh toán hiện hành	3,2x	2,9x	2,9x	Các HĐ đầu tư khác	2.997	429	1.034
CS thanh toán nhanh	2,9x	2,7x	2,6x	Tiền từ HĐ đầu tư	2.716	136	925
CS thanh toán tiền mặt	2,8x	2,4x	2,4x	Thay đổi nợ	(331)	(285)	11
Nợ / Tài sản	0,3x	0,3x	0,3x	Cổ tức đã trả	(3.354)	(4.659)	(5.130)
Nợ / Vốn CSH	0,3x	0,4x	0,4x	Tiền từ hoạt động TC	(3.685)	(4.943)	(5.119)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,3x	0,4x	0,4x	Tổng lưu chuyển tiền tệ	971	(562)	(236)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x	Chênh lệch tỷ giá	(0)	(0)	-
Khả năng TT lãi vay	107,9x	206,7x	295,1x	Tiền cuối năm	5.040	4.478	4.242

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu SAB, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3 Tòa nhà 136-138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888