

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

Chuyên viên phân tích

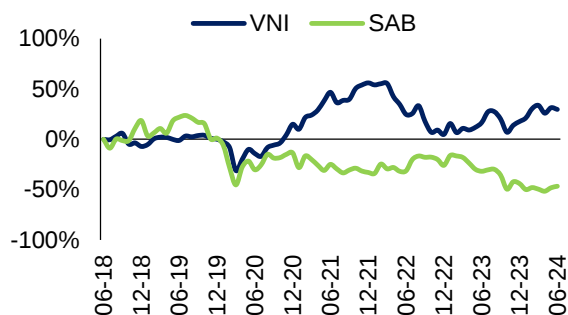
 Email: thuntt@fpts.com.vn

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	07/08/2024
Giá hiện tại (VND/cp)	52.900
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	80.460
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	50.780
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	1.283
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	1.283
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	840.647
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	60,7%
Vốn hóa (tỷ VND)	67.848
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	3.303
P/E Trailing 12 tháng	16,01x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn
Địa chỉ	75 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP.HCM
Doanh thu chính	Sản xuất bia
Chi phí chính	Chi phí malt & vỏ nhôm
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu malt và vỏ nhôm

Giá hiện tại:

52.900

Khuyến nghị

Giá mục tiêu:

61.200
MUA

Tăng/(giảm):

+15,6%
BẬT NẮP

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HSX: SAB). Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu SAB là **61.200 VND/cp** (cao hơn 15,6% so với mức giá đóng cửa ngày 07/08/2024). Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SAB ([chi tiết](#)).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế hợp nhất của SAB lần lượt là 5,8% và 6,4%/năm trong giai đoạn 2024F – 2028F. Doanh thu & lợi nhuận sau thuế hợp nhất dự phóng cho năm 2024 đạt lần lượt 32.297 tỷ đồng (+6,0% YoY & 93,9% KH2024) và 4.566 (+7,3% YoY & ~100% KH2024). Động lực tăng trưởng đến từ những triển vọng sau:

- **Sản lượng bia tiêu thụ 2024F dự phóng phục hồi 5,5% từ mức nền thấp năm 2023 và đạt 1,52 tỷ lít nhờ sức mua của người tiêu dùng kỳ vọng cải thiện tích cực kể từ 2H2024.** Giai đoạn 2024F – 2028F, chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ bia của SAB ở mức 5,8%/năm (thấp hơn mức tăng 7,3%/năm của ngành) do sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của các doanh nghiệp trong ngành ([chi tiết](#)).
 - **Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng phục hồi tích cực từ năm 2025F nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm.** Tỷ suất lợi nhuận gộp mại của SAB 2024F dự phóng đạt 33,6% (-0,4 đpt YoY) do doanh nghiệp vẫn còn lượng tồn kho malt và vỏ nhôm giá cao của năm 2023 và dự kiến sẽ tiêu thụ hết trong năm 2024. Kỳ vọng giá malt và nhôm ở mức thấp của năm 2024 sẽ phản ánh vào giá vốn của SAB từ năm 2025 giúp biên lợi nhuận gộp mại bia tăng 1,3đpt YoY ([chi tiết](#)).
 - **Biên lợi nhuận sau thuế 2024F kỳ vọng cải thiện 0,1 đpt YoY lên mức 14,1% nhờ việc cắt giảm các hoạt động bán hàng và quảng cáo không hiệu quả trong năm 2024.** ([chi tiết](#))
 - **Duy trì trả cổ tức tiền mặt ở mức cao giai đoạn 2024F – 2028F** ([chi tiết](#))
- Giai đoạn 2018 – 2023, SAB duy trì trả cổ tức tiền mặt đều đặn, trung bình ở mức 3.500 – 5.500 đồng/cp. Chuyên viên kỳ vọng trong giai đoạn dự phóng, doanh nghiệp sẽ tiếp tục duy trì hoạt động này.

YẾU TỐ THEO DÕI:

Lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt cho mặt hàng bia giai đoạn 2026 – 2030 ([chi tiết](#)).

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành

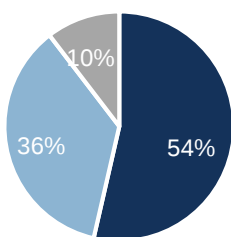


2. Đơn vị thành viên

Hiện tại SAB có 26 công ty con và 18 công ty liên kết hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực đồ uống. ([Chi tiết ở Phụ Lục](#))

3. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1. Cơ cấu cổ đông SAB (26/07/2024)



- Công ty TNHH Vietnam Beverage
- Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước
- Khác

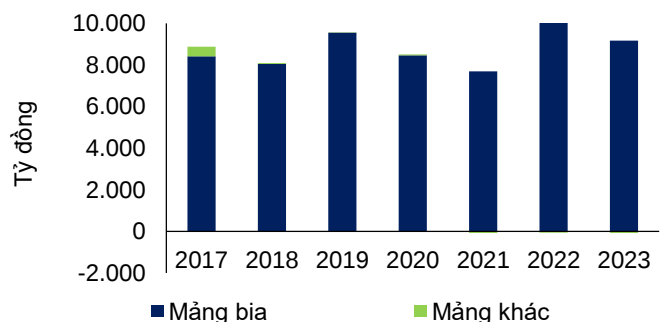
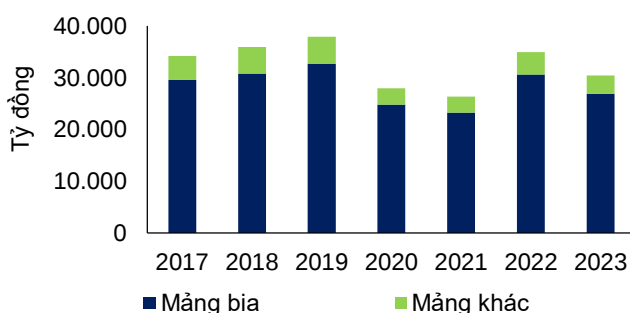
Cơ cấu cổ đông của SAB cô đặc với 2 cổ đông lớn là Công ty TNHH Vietnam Beverage và Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 53,6% và 36,0%. Hiện tại, Công ty TNHH Vietnam Beverage là công ty con của Tập đoàn ThaiBev – hãng bia lớn nhất Thái Lan. Do vậy Tập đoàn ThaiBev nắm quyền chi phối hoạt động kinh doanh của SAB.

Nguồn: SAB, FPTs Research

4. Hoạt động kinh doanh chính

Tổng Công ty Cổ phần Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HSX: SAB) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bia, rượu, nước giải khát và thương mại nguyên vật liệu sản xuất bia trong đó mảng bia là mảng kinh doanh chính của doanh nghiệp. Năm 2023, mảng bia đóng góp 87,7% vào doanh thu và phần lớn lợi nhuận gộp của doanh nghiệp (các mảng khác ghi nhận lợi nhuận gộp âm trong năm này).

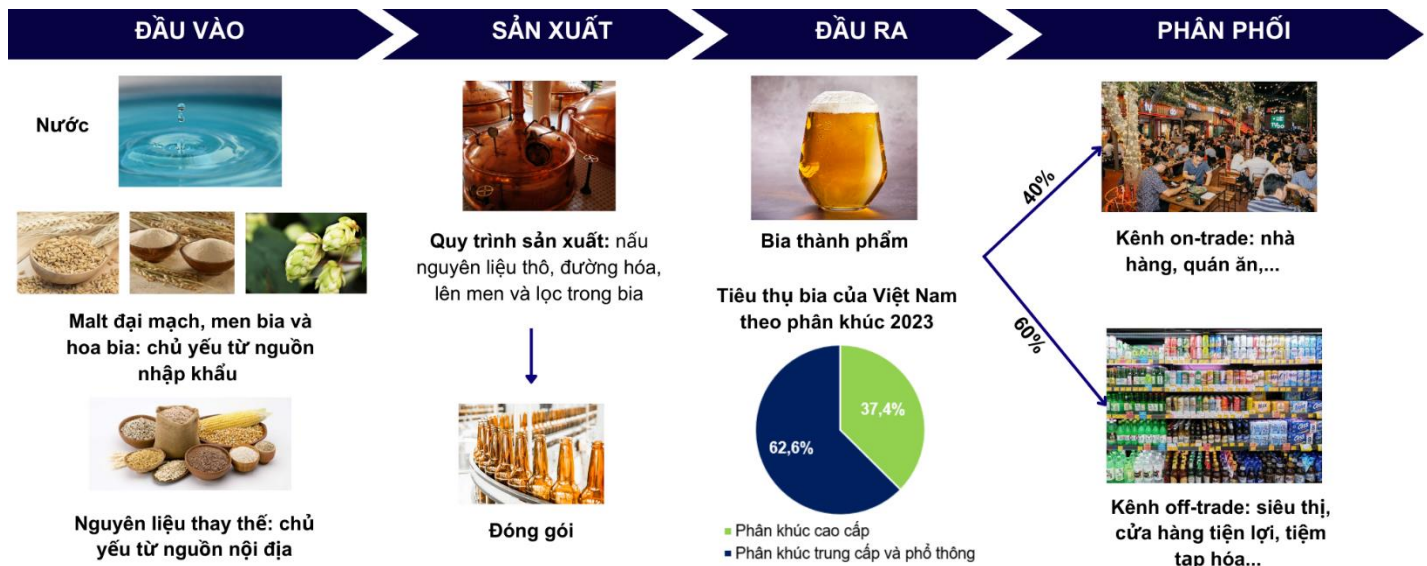
Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu (trái) và cơ cấu lợi nhuận gộp (phải) của SAB



Nguồn: SAB

II. TỔNG QUAN NGÀNH BIA VIỆT NAM

1. Chuỗi giá trị ngành bia Việt Nam



Nguồn: FPTs Research

Về đầu vào, nguyên liệu đầu vào là yếu tố quan trọng trong sản xuất bia của Việt Nam ước tính chiếm khoảng 70 – 80% giá thành sản xuất. Nguyên liệu chính quyết định đến chất lượng và hương vị bia gồm có malt đại mạch, hoa bia và men bia. Do sản xuất trong nước còn hạn chế, các nguyên liệu trên chủ yếu từ nguồn nhập khẩu. Bên cạnh đó, để cắt giảm giá thành sản xuất, các nhà sản xuất bia đã thay thế bớt một phần malt đại mạch bằng các loại ngũ cốc như ngô, lúa mỳ, gạo...

- **Đối với malt đại mạch,** đây là nguyên liệu trọng yếu nhất trong sản xuất bia. Malt được sản xuất từ việc cho nảy mầm đại mạch sau đó sấy khô và bảo quản trước khi đưa đến các nhà máy bia. Nhu cầu malt hàng năm của Việt Nam ước tính khoảng 500 – 650 nghìn tấn, chủ yếu đến từ nguồn nhập khẩu do thời tiết trong nước không phù hợp để trồng lúa mạch. Thị trường cung cấp chính của Việt Nam là Úc, Trung Quốc và Pháp với tỷ trọng trên tổng sản lượng nhập khẩu năm 2022 lần lượt là 45%, 15% và 13%.
- **Đối với hoa bia,** có tác dụng làm trong dịch bia, ức chế sự phát triển của vi sinh vật, làm tăng khả năng tạo bọt và tạo nên hương vị đặc trưng của bia. Nguồn cung hoa bia chủ yếu nhập khẩu từ các thị trường Đức, Slovenia, Czechia và Mỹ với tỷ trọng trên tổng kim ngạch nhập khẩu năm 2022 lần lượt 66%; 16%; 10,5% và 6,72%.
- **Đối với men bia,** đóng vai trò chuyển hóa đường thành cồn và cacbon đioxit (CO₂). Mỗi chủng nấm men kết hợp với quá trình lên men và các thành phần khác nhau sẽ tạo ra đặc tính hương vị và mùi thơm khác nhau cho bia. Nguồn cung men bia chủ yếu đến từ các thị trường Nhật Bản, Trung Quốc và Brazil (theo Uncomtrade).
- **Đối với nguyên liệu thay thế dạng đường:** tại Việt Nam, gạo là loại ngũ cốc thay thế được sử dụng nhiều nhất bởi nguồn cung nội địa có sẵn và khả năng chuyển hóa thành chất hòa tan tốt có thể thay thế mạch nha đến 50%.

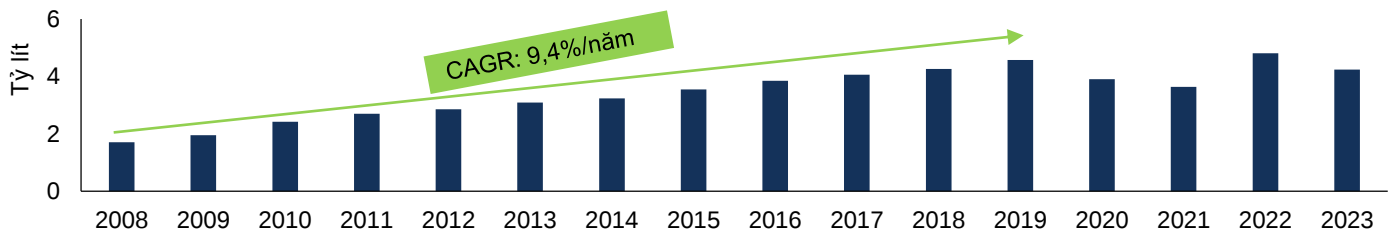
Về sản xuất, malt đại mạch và gạo sẽ được đem nấu để thực hiện hồ hóa sau đó bổ sung hoa bia nhằm trích ly chất đắng. Hỗn hợp được đem đi lên men và làm trong sau đó đóng gói thành sản phẩm hoàn chỉnh. Thiết bị và công nghệ không có nhiều sự khác biệt giữa các loại bia cao cấp, trung cấp và phổ thông. Do vậy yếu tố công nghệ không phải là một yếu tố trọng yếu đối với ngành bia. Chất lượng bia cao cấp, trung cấp hay phổ thông phụ thuộc vào các yếu tố như chất lượng nguyên liệu đầu vào, tỷ lệ malt so với các loại ngũ cốc khác, thời lượng ủ bia, men bia,...

Về đầu ra, các sản phẩm của quá trình sản xuất bia được chia làm 3 loại chính: bia phổ thông, bia trung cấp và bia cao cấp. Trong đó bia cao cấp ước tính chiếm khoảng 37,4% tổng lượng bia tiêu thụ năm 2023 và 62,6% còn lại là bia trung cấp và phổ thông. Các sản phẩm bia của Việt Nam chủ yếu được tiêu thụ khoảng 98% ở trong nước và chỉ xuất khẩu khoảng 2%. Bia trong nước hiện nay được phân phối ~40% qua kênh On-trade (người tiêu dùng sử

dùng sản phẩm ngay tại điểm bán là nhà hàng, khách sạn, quán bia ...) và 60% qua kênh Off-trade (khách hàng mua sản phẩm từ siêu thị, tiệm tạp hóa ...).

2. Tiêu thụ bia của Việt Nam tăng trưởng liên tục trước năm 2019 và biến động mạnh trong giai đoạn 2020 – 2023

Biểu đồ 3. Sản lượng bia tiêu thụ của Việt Nam giai đoạn 2008 – 2023



Nguồn: Euromonitor, FPTs Research

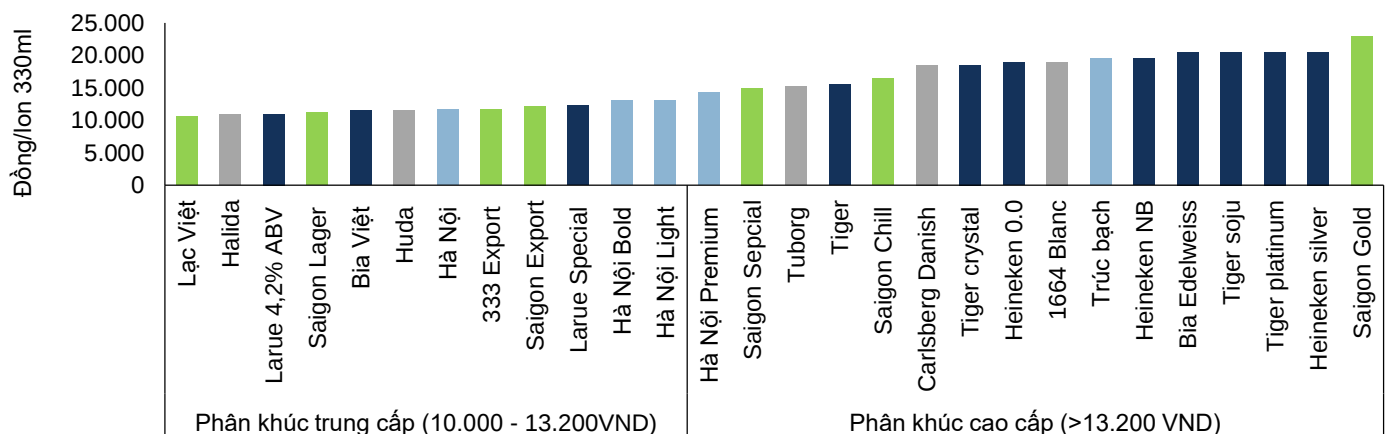
Giai đoạn 2008 – 2019, thị trường bia ghi nhận sự tăng trưởng nhanh chóng về sản lượng tiêu thụ với CAGR = 9,4%/năm (cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng 0,8%/năm của thế giới) nhờ (1) mức thu nhập không ngừng được cải thiện làm gia tăng nhu cầu chi tiêu và (2) Việt Nam đang trong thời kỳ dân số vàng kể từ năm 2007 với tỷ lệ người trong độ tuổi lao động (độ tuổi tiêu thụ nhiều đồ uống có cồn nhất) ở mức bình quân 68% tổng dân số.

Tuy nhiên giai đoạn 2020 – 2023, tiêu thụ bia của Việt Nam có xu hướng biến động mạnh. Sản lượng tiêu thụ sụt giảm 2 năm liên tiếp 2020 và 2021 bởi ảnh hưởng kép (1) bùng nổ dịch Covid 19 và (2) Nghị định 100 quy định mức xử phạt nồng độ cồn có hiệu lực từ 01/01/2020. Sau khi phục hồi tích cực và đạt mức 4,8 tỷ lít vào năm 2022 (cao hơn 5,3% so với năm 2019), tiêu thụ bia ghi nhận mức giảm 12,5% YoY năm 2023 do (1) người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu đối với các sản phẩm không thiết yếu và (2) siết chặt kiểm tra và xử lý vi phạm nồng độ cồn theo Nghị định 100.

3. Thị hiếu của người tiêu dùng trong ngành bia đang dần thay đổi với nhu cầu về chất lượng và hương vị ngày càng tăng cao

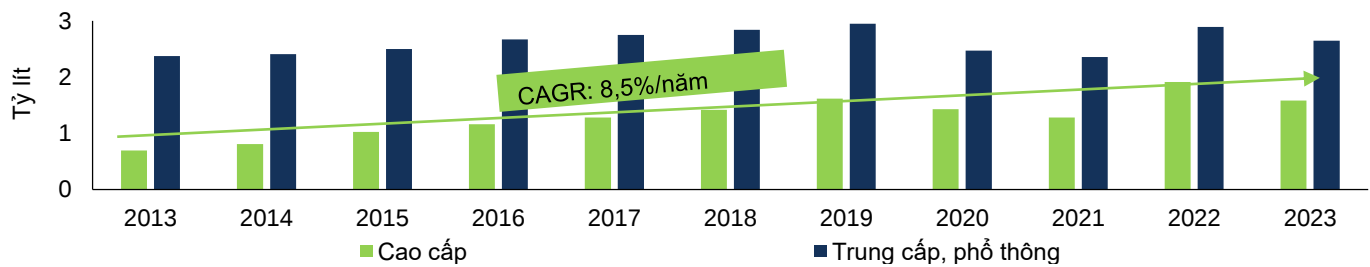
Thị trường bia Việt Nam được chia thành 3 phân khúc tiêu thụ chính theo giá bán của sản phẩm gồm: phân khúc phổ thông, phân khúc trung cấp và phân khúc cao cấp. Trong đó, bia thuộc phân khúc trung cấp và cao cấp là dòng bia chai và bia lon của các doanh nghiệp như Sabeco, Habeco, Heineken, Carlsberg... Bia thuộc phân khúc phổ thông chủ yếu là các dòng bia hơi. Các dòng bia thuộc phân khúc cao cấp thường có giá cao hơn bình quân 30 – 40% so với phân khúc trung cấp.

Biểu đồ 4. So sánh giá bia lon của các doanh nghiệp bia Việt Nam



★ Sabeco
 ★ Heineken Vietnam
 ★ Habeco
 ★ Carlsberg Vietnam

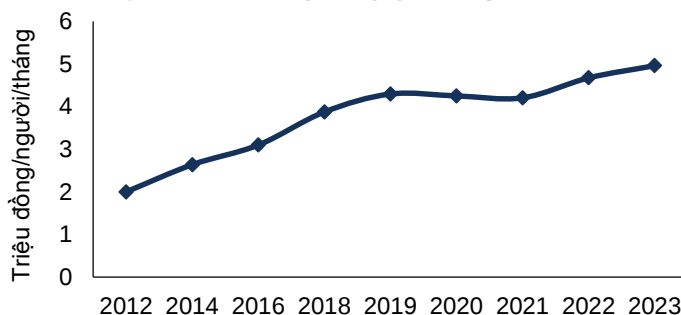
Nguồn: FPTs Research

Biểu đồ 5. Sản lượng bia tiêu thụ của Việt Nam theo phân khúc giai đoạn 2013 – 2023


Nguồn: Euromonitor, FPTs Research

*Lưu ý: Dữ liệu trên được FPTs ước tính dựa trên số liệu thị phần các nhãn hiệu bia Việt Nam của Euromonitor

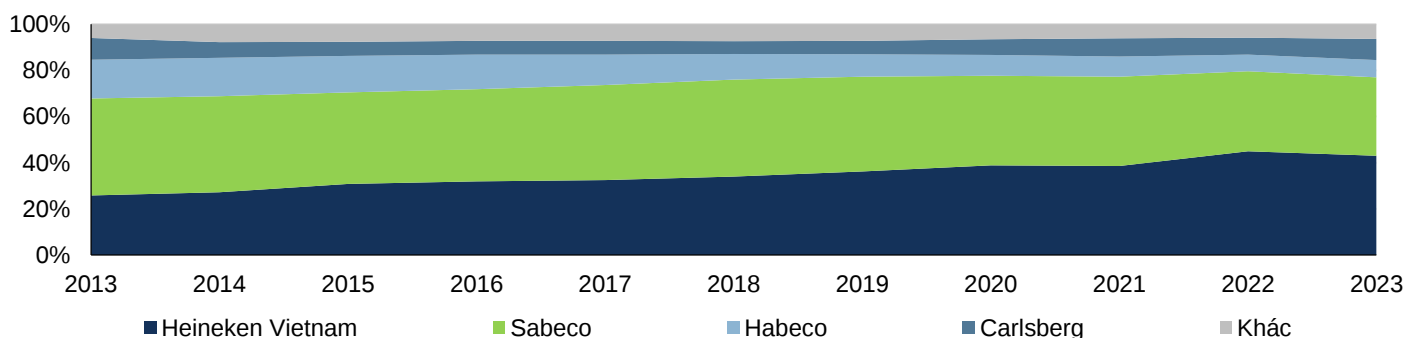
Chúng tôi nhận định rằng thị hiếu của người tiêu dùng trong ngành bia đang dần thay đổi với nhu cầu về hương vị và chất lượng ngày càng cao. Nếu như trước đây, tiêu thụ bia của Việt Nam chủ yếu tập trung ở phân khúc phổ thông và trung cấp (chiếm ~77% tổng sản lượng tiêu thụ năm 2013) với các thương hiệu lâu đời và phổ biến như Sài Gòn, 333, Hà Nội, Huda, Larue. Hiện nay, tiêu thụ bia đang không ngừng mở rộng sang phân khúc cao cấp với chất lượng và trải nghiệm hương vị tốt hơn ([chi tiết so sánh chất lượng bia theo phân khúc](#)). Ngoài các thương hiệu quen thuộc như Tiger, Heineken, Budweiser, Saigon Special,... còn có sự gia nhập của các thương hiệu mới như Heineken Silver, Edelweiss, Saigon Chill, Saigon Gold, Tuborg, 1664 Blanc... Sản lượng tiêu thụ bia phân khúc cao cấp đạt mức tăng trưởng CAGR (2013 – 2023) = 8,5%/năm (cao hơn so với mức tăng CAGR của ngành là 3,2%/năm) và chiếm khoảng 37,4% tổng sản lượng tiêu thụ năm 2023 (so với mức 22,7% năm 2013).

Biểu đồ 6. Mức thu nhập bình quân của người dân Việt Nam duy trì xu hướng tăng giai đoạn 2012 – 2023


Nguồn: GSO

Mức thu nhập bình quân ngày càng cải thiện khiến người tiêu dùng hiện nay quan tâm nhiều hơn đến chất lượng và hương vị của bia hơn là số lượng. Theo khảo sát của Deloitte vào cuối năm 2021, có đến 55% người trả lời khảo sát cân nhắc về “chất lượng” và 46% người trả lời khảo sát cân nhắc về “hương vị” khi đưa ra quyết định mua các sản phẩm đồ uống có cồn ([chi tiết](#)). Ngoài ra, theo khảo sát của AC Nielsen vào cuối năm 2022, có đến 88% người uống bia sẵn sàng chi trả nhiều hơn cho các sản phẩm có chất lượng cao.

4. Cơ cấu thị trường bia Việt Nam cô đặc và cạnh tranh gay gắt do rào cản gia nhập ngành cao

Biểu đồ 7. Thị phần của các doanh nghiệp bia Việt Nam


Nguồn: Euromonitor, FPTs Research

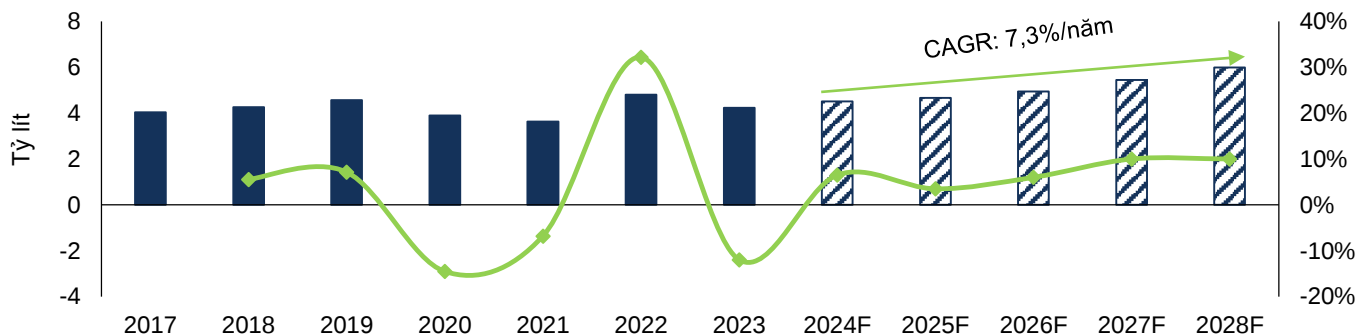
Hiện nay, thị trường bia Việt Nam chủ yếu do 4 doanh nghiệp lớn nắm giữ (Heineken, Sabeco, Carlsberg và Habeco), ước tính chiếm xấp xỉ 94% thị phần toàn ngành năm 2023 còn lại là các doanh nghiệp bia với quy mô nhỏ, chủ yếu phục vụ tiêu thụ tại địa phương. Trong đó, Sabeco và Heineken chiếm ~77% thị phần, lần lượt

là 33,9% và 43,0% tổng sản lượng bia tiêu thụ toàn ngành năm 2023. Rào cản gia nhập ngành bia khá cao do mức độ tập trung của ngành lớn. Các doanh nghiệp đầu ngành thường có hệ thống phân phối bao phủ khắp toàn quốc và mức độ nhận diện thương hiệu cao. Vì vậy, các doanh nghiệp mới gia nhập rất khó cạnh tranh với những doanh nghiệp lớn và đã tồn tại lâu năm trong ngành.

Với đặc điểm thị trường cô đặc, rào cản gia nhập ngành cao các doanh nghiệp lớn trong ngành cạnh tranh với nhau gay gắt để mở rộng thị phần. Chúng tôi nhận định các doanh nghiệp trong ngành bia Việt Nam cạnh tranh chủ yếu bởi 2 yếu tố (1) danh mục sản phẩm và (2) mức độ nhận diện thương hiệu. Các doanh nghiệp trong ngành thường tăng cường đầu tư cho hoạt động nghiên cứu và đa dạng danh mục sản phẩm để phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng nội địa. Giai đoạn 2018 – 2023, các doanh nghiệp bia lớn liên tục cho ra mắt các sản phẩm mới và tái ra mắt sản phẩm cũ với diện mạo mới để đáp ứng thị hiếu đang dần thay đổi của người tiêu dùng ([chi tiết](#)). Mặt khác, các doanh nghiệp cũng đầu tư mạnh cho các hoạt động bán hàng như quảng cáo, tiếp thị, khuyến mại để tăng độ nhận diện thương hiệu và kích cầu tiêu thụ. Chúng tôi ước tính các doanh nghiệp bia nội địa dành bình quân 13 – 15% doanh thu để chi cho các hoạt động bán hàng, cao hơn 2 – 3 đpt so với mức trung bình của ngành thực phẩm & đồ uống.

5. Dự phóng nhu cầu tiêu thụ bia dần phục hồi trong năm 2024F và khả quan trong dài hạn

Biểu đồ 8. Dự phóng sản lượng bia tiêu thụ của Việt Nam giai đoạn 2024 – 2028F



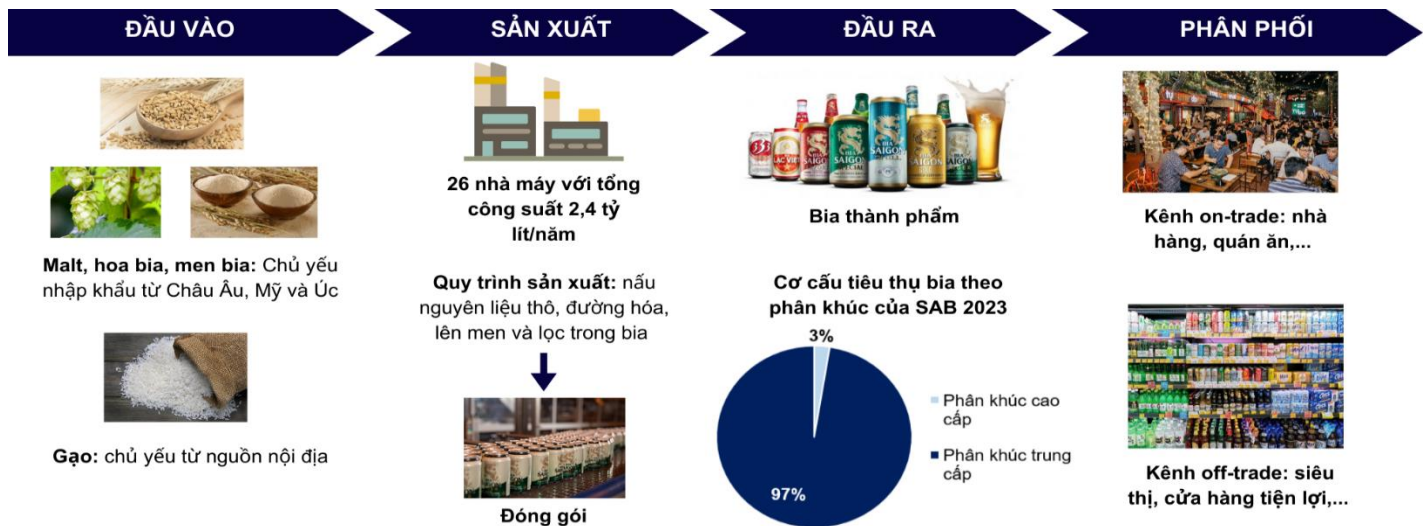
Nguồn: Euromonitor, FPT S Research

Chúng tôi dự phóng sản lượng bia tiêu thụ của Việt Nam năm 2024F đạt mức 4,5 tỷ lít, phục hồi 6,5% YoY từ mức nền thấp của năm 2023 với kỳ vọng sức mua của người tiêu dùng cải thiện tích cực kể từ 2H2024. Theo “[Báo cáo khảo sát niềm tin người tiêu dùng trong T06/2024](#)” của Infocus Mekong, chỉ số niềm tin người tiêu dùng đã ngất ngà giảm và duy trì đi ngang trong tháng 6/2024. Mặt khác, theo thống kê của GSO tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng Q2/2024 đạt mức +8,8% YoY (so với mức tăng 8,7% YoY của cùng kỳ 2023). Chúng tôi kỳ vọng sức mua của người tiêu dùng sẽ phục hồi rõ rệt hơn trong nửa cuối năm 2024 từ đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ bia ngoài thị trường hồi phục.

Giai đoạn 2025 – 2028, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ bia của Việt Nam sẽ tăng trưởng thấp trong năm 2025. Luật trật tự, an toàn giao thông đường bộ chính thức có hiệu lực từ 01/01/2025 trong đó quy định cấm “Điều khiển phương tiện tham gia giao thông đường bộ mà trong máu hoặc hơi thở có nồng độ cồn” kỳ vọng sẽ kìm hãm đà phục hồi của thị trường bia. Kể từ năm 2026, chúng tôi dự kiến tiêu thụ bia của Việt Nam sẽ tăng trưởng tích cực trở lại với tốc độ tăng CAGR = 8,6%/năm như Euromonitor dự báo trong báo cáo tháng 6/2024, động lực từ (1) nền kinh tế dần phục hồi và bước vào giai đoạn ổn định giúp thu nhập khả dụng của người dân tăng lên với CAGR đạt 10,0%/năm (cao hơn so với mức tăng 8,1%/năm giai đoạn 2018 – 2023) (theo dự báo của Fitch Solution) và (2) người tiêu dùng dần thích nghi với các quy định và nghị định về nồng độ cồn khi tham gia giao thông. Theo Euromonitor, nhiều cá nhân sẽ có xu hướng chọn sử dụng dịch vụ taxi khi họ đi uống ở ngoài, trong khi các nhà hàng và quán bar/câu lạc bộ cũng được cho là sẽ chủ động hơn trong việc đặt xe về nhà cho khách hàng của họ.

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị sản xuất bia của SAB

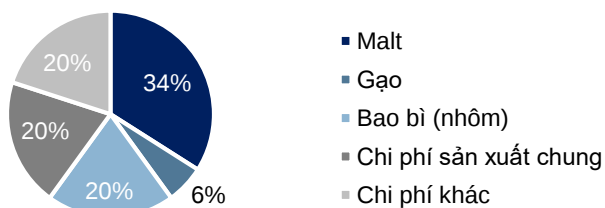


Nguồn: FPTs Research

1. Yếu tố đầu vào: Phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu ([quay lại](#))

- Malt đại mạch và bao bì vỏ nhôm chiếm ~54% cơ cấu chi phí sản xuất bia và chủ yếu nhập khẩu

Biểu đồ 9. Cơ cấu chi phí sản xuất bia bình quân năm 2023 của SAB



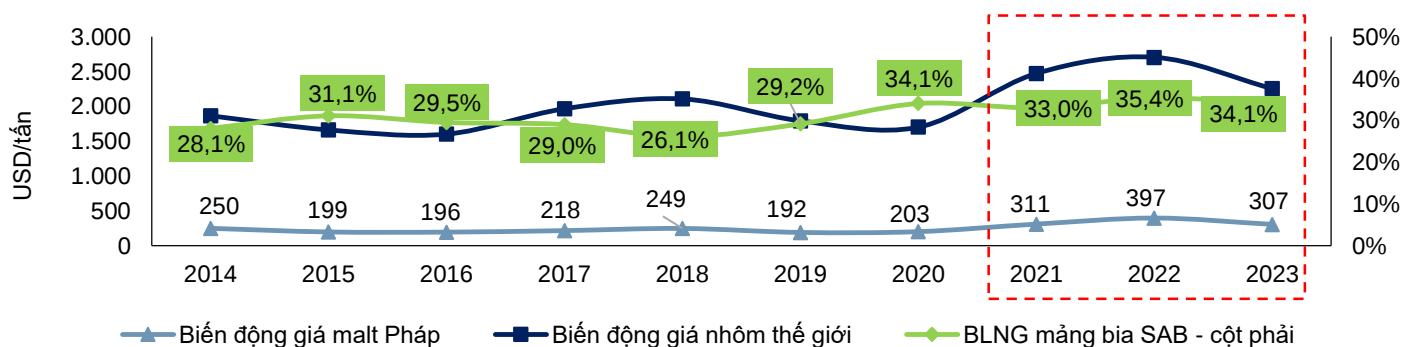
Nguồn: FPTs Research

Xét theo cơ cấu chi phí, malt và vỏ nhôm là nguyên liệu quan trọng nhất ước tính chiếm lần lượt 34% và 20% tổng chi phí sản xuất bia của SAB. **Biến động tăng 10% của giá malt đại mạch và giá vỏ nhôm ước tính làm tăng lần lượt 3,4% và 2,0% giá thành sản xuất bia của SAB.** Malt và vỏ nhôm chủ yếu được doanh nghiệp nhập khẩu từ Châu Âu, Mỹ và Úc do sản xuất trong nước còn hạn chế. Do đó giá malt và vỏ nhôm đầu vào của SAB chịu ảnh hưởng lớn của biến động giá thế giới.

- Chính sách mua trước nguyên liệu cho 9 – 12 tháng sản xuất của doanh nghiệp khiến BLNG mảng bia của SAB giảm trong năm 2023

Trước năm 2021, biên lợi nhuận gộp mảng bia của SAB có diễn biến ngược pha với giá malt và giá nhôm thế giới. Giai đoạn 2021 – 2023, biên lợi nhuận gộp của SAB duy trì ở mức 33,0% - 35,4% dù giá malt và nhôm biến động mạnh. Kết quả trên do (1) SAB đặt hàng và chốt trước giá nguyên liệu đầu vào và (2) doanh nghiệp chủ động tăng giá bán đầu ra.

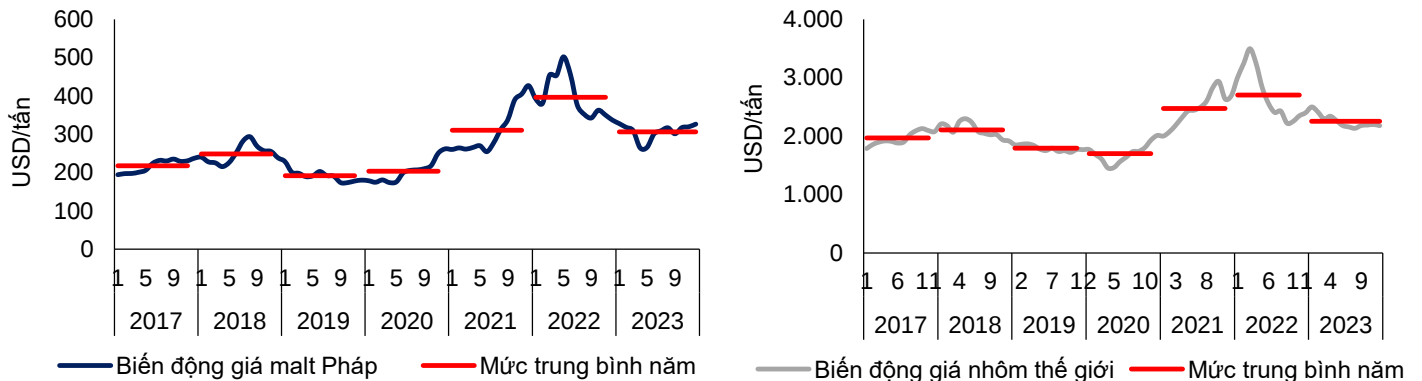
Biểu đồ 10. Biến động giá malt đại mạch, giá nhôm thế giới và biên lợi nhuận gộp mảng bia của SAB



Nguồn: Bloomberg, SAB, FPTs Research

Giai đoạn 2021 – 2023, giá malt đại mạch và nhôm thế giới biến động với biên độ lớn hơn so với các năm trước. SAB đã thực hiện đặt hàng và chốt trước giá nguyên liệu đầu vào với nhà cung cấp trước khi bước vào năm tài chính nhằm hạn chế ảnh hưởng của biến động giá nguyên liệu lên BLNG của doanh nghiệp. **Giá malt và vỏ nhôm thường được doanh nghiệp chốt từ cuối năm trước (ước tính trong khoảng cuối Q3 và đầu Q4) cho khoảng 9 – 12 tháng sản xuất.** Do đó, giá thành sản xuất bia của doanh nghiệp giai đoạn 2021 – 2023 chịu ảnh hưởng lớn bởi diễn biến giá malt và nhôm ở nửa cuối mỗi năm.

Biểu đồ 11. Biến động giá malt đại mạch (trái) và giá nhôm thế giới (phải) theo tháng giai đoạn 2017 – 2023

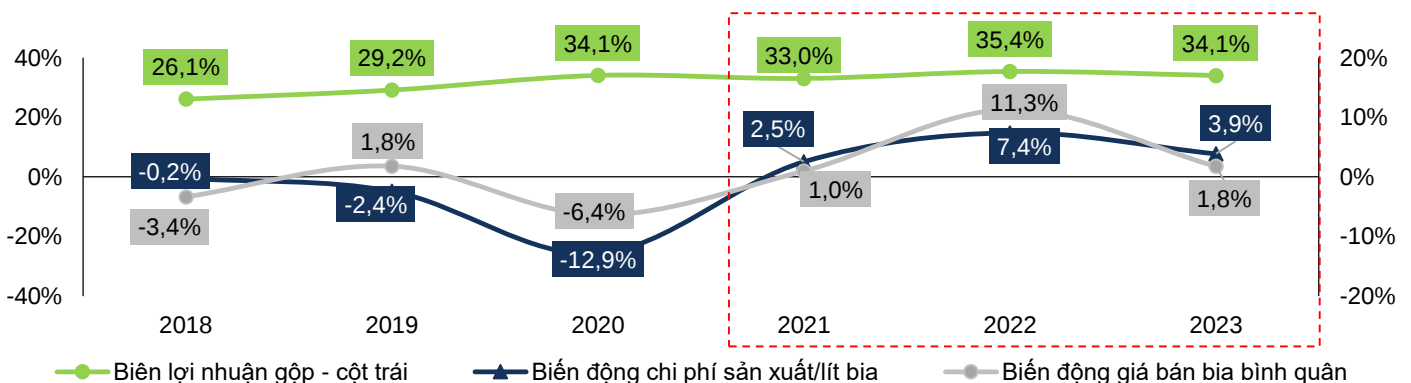


Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

Năm 2021, giá malt và nhôm thế giới bình quân tăng lần lượt 52,9% và 45,1% YoY. Nhờ việc chốt trước giá tại thời điểm cuối năm 2020 khi giá hai nguyên liệu trên dao động ở mức tương đương giai đoạn 2017 – 2019, chi phí sản xuất bia bình quân ước tính chỉ tăng 2,5% YoY. Trong năm này, SAB cũng thực hiện tăng giá với sản phẩm bia. Ước tính giá bán bia bình quân năm 2021 tăng 1,1% YoY giúp BLNG chỉ giảm nhẹ 0,8 đpt YoY về mức 33,0%.

Năm 2022, giá malt và nhôm liên tục tăng nhanh và đạt đỉnh trong Q2/2022, việc chốt giá nguyên liệu cho năm này vào cuối năm 2021 đã đẩy giá thành mảng bia của doanh nghiệp tăng mạnh 7,4% YoY. SAB đã chủ động tăng giá bán 11,3% YoY để bù đắp cho chi phí đầu vào tăng cao. BLNG mảng bia cải thiện 2,3 đpt YoY.

Biểu đồ 12. Biến động chi phí sản xuất/lít bia bình quân và biên lợi nhuận gộp mảng bia của SAB



Nguồn: SAB, FPTs Research

Năm 2023, giá malt đại mạch và giá nhôm đã có xu hướng giảm mạnh so với mức đỉnh Q2/2022. Bình quân năm 2023 giá malt và nhôm giảm lần lượt 22,7% và 16,6% YoY. Đối với đại mạch, sản lượng sản xuất ở các khu vực trồng chính phục hồi trở lại nhờ thời tiết thuận lợi cùng với nhu cầu tiêu thụ toàn cầu yếu do suy thoái kinh tế là nguyên nhân khiến giá malt giảm. Tương tự đối với nhôm, đà giảm của giá nhôm thế giới chủ yếu do nhu cầu giảm và nguồn cung được cải thiện. Theo WorldBank, nhu cầu nhôm thế giới suy yếu do hoạt động sản xuất toàn cầu chậm lại bởi suy thoái kinh tế, mặt khác lĩnh vực bất động sản của Trung Quốc tiếp tục khó khăn. Chi phí năng lượng có xu hướng hạ nhiệt giúp giảm áp lực lên các nhà sản xuất nhôm trên toàn cầu. Ngoài ra, nguồn cung nhôm từ Trung Quốc được cải thiện khi sản lượng điện của nước này tăng đáng kể giúp giảm áp lực cắt giảm công suất của các nhà máy nhôm.

Mặc dù giá nguyên liệu đã hạ nhiệt, BLNG mảng bia của SAB năm 2023 chỉ đạt mức 34,1% (-1,3 đpt YoY) do việc đặt hàng và chốt giá từ cuối năm trước khi giá malt và vỏ nhôm vẫn neo cao. Ước tính chi phí malt đầu vào năm 2023 của SAB tăng +10,2% YoY và chi phí vỏ nhôm chỉ giảm nhẹ 0,9% YoY (đã bao gồm tác động của tỷ giá). Cùng với sản lượng tiêu thụ sụt giảm mạnh 13,5% YoY, chúng tôi ước tính chi phí sản xuất bia bình quân tăng 3,9% YoY. Trong năm, doanh nghiệp đã thực hiện 1 đợt tăng giá vào Q2, ước tính giá bán bình quân 2023 tăng 1,8% YoY giúp giảm bớt áp lực từ chi phí đầu vào vẫn neo ở mức cao.

Chúng tôi nhận định việc SAB liên tục tăng giá bán trong giai đoạn 2021 – 2023 giúp BLNG mảng bia ít biến động mạnh trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào gia tăng với biên độ lớn. Tuy nhiên, điều này cũng gây tác động tiêu cực đến thị phần tiêu thụ của doanh nghiệp khi cạnh tranh trong ngành bia ngày càng gay gắt ([chi tiết](#)).

2. Hoạt động sản xuất

➤ Quy mô sản xuất lớn thứ 2 cả nước

SAB có quy mô sản xuất bia lớn thứ 2 tại Việt Nam với công suất thiết kế hiện đạt 2,4 tỷ lít/năm tương đương đáp ứng khoảng 57% nhu cầu tiêu thụ bia trong nước hiện nay. Tính đến thời điểm hiện tại, doanh nghiệp có 26 nhà máy sản xuất trải dài từ Bắc vào Nam giúp thuận tiện cho việc phân phối sản phẩm ở cả 3 miền. Chúng tôi ước tính, tổng hiệu suất các nhà máy bia của SAB hiện đạt xấp xỉ 60%.

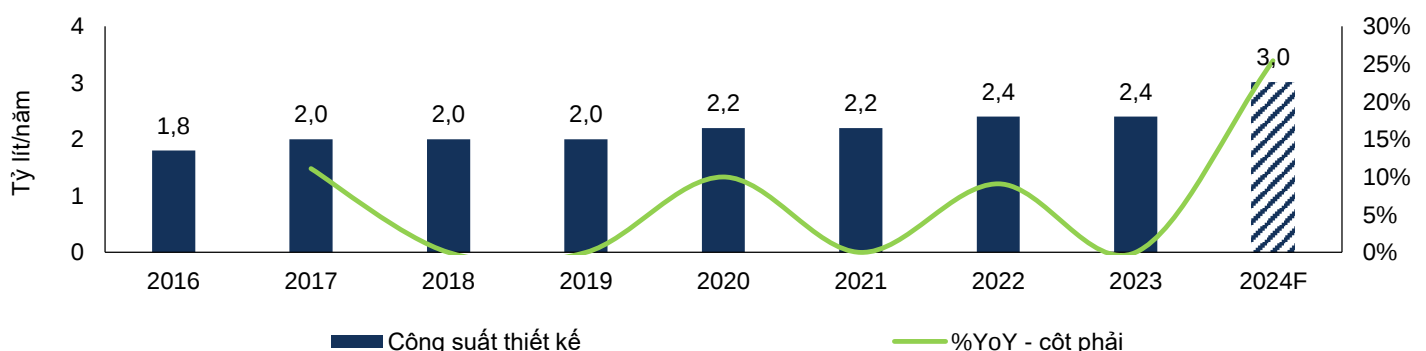
Bảng 1. Quy mô sản xuất của một số doanh nghiệp bia Việt Nam

Chỉ tiêu	Heineken	Sabeco	Habeco	Carlsberg	Sapporo
Số nhà máy (năm 2023)	6	26	N/A	1	1
Công suất thiết kế (tỷ lít/năm)	2,78	2,4	0,8	0,36	0,15
Vị trí phân bổ nhà máy					
Miền Bắc - Bắc Trung Bộ	1	4	N/A		
Miền Trung - Tây Nguyên	2	9	N/A	1	
Miền Nam	3	13	N/A		1

Nguồn: FPTs Research

Dự án M&A Công ty Cổ phần Tập đoàn Bia Sài Gòn Bình Tây giúp nâng tổng công suất của doanh nghiệp lên 3,01 tỷ lít/năm (+25,4% so với công suất hiện tại). Đầu năm 2023, SAB đã công bố kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn Bình Tây (SAB hiện sở hữu gián tiếp 21,8%) thành công ty con của tập đoàn. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, việc nâng tỷ lệ sở hữu sẽ được hoàn thành trong năm 2024. Hiện nay Sài Gòn Bình Tây có 6 nhà máy bia với tổng công suất 0,61 tỷ lít/năm. Sau khi hoàn thành M&A sẽ giúp nâng tổng công suất của SAB lên 3,01 tỷ lít bia/năm (+25,4% so với công suất hiện tại) và trở thành doanh nghiệp bia có quy mô sản xuất lớn nhất Việt Nam.

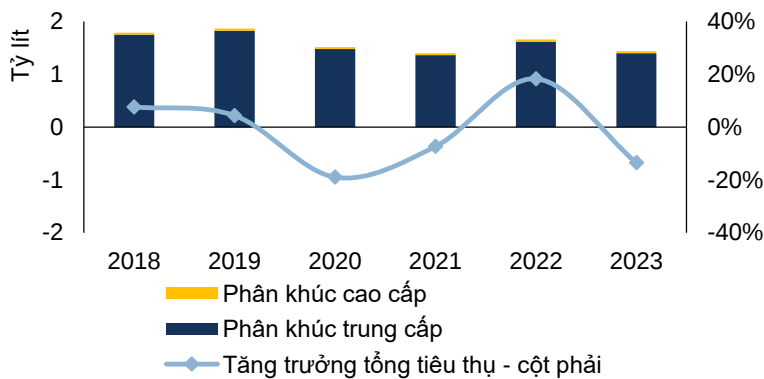
Biểu đồ 13. Tăng trưởng công suất sản xuất bia của SAB giai đoạn 2016 – 2024F



Nguồn: SAB, FPTs Research

➤ Các dòng bia trung cấp là sản phẩm chủ lực của SAB, chiếm ~98% sản lượng tiêu thụ

Biểu đồ 14. Tiêu thụ bia theo phân khúc của SAB



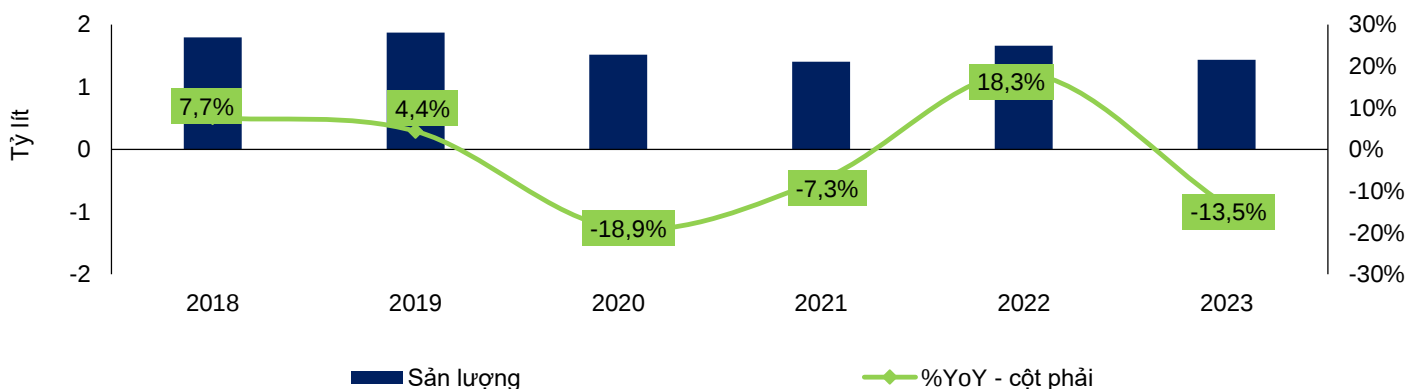
Đầu ra của SAB là các sản phẩm bia, trong đó ước tính chiếm đến 98% tổng sản lượng tiêu thụ là các dòng bia thuộc phân khúc trung cấp như Saigon Export, 333 Export, Saigon Lager, Lạc Việt. Chỉ có 2% thuộc phân khúc cao cấp là các dòng bia Saigon Chill, Saigon Special, Saigon Gold, Saigon Export Premium. Mặt khác, các sản phẩm bia của SAB chủ yếu tiêu thụ tại nội địa và khoảng dưới 1% là xuất khẩu.

Nguồn: Euromonitor, FPTs Research

3. Hoạt động đầu ra: cạnh tranh trong ngành cao, doanh nghiệp mất dần thị phần vào tay các hãng bia ngoại

3.1. Sản lượng tiêu thụ bia SAB giảm mạnh trước ảnh hưởng kép của việc người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu và siết chặt xử lý vi phạm nồng độ cồn

Biểu đồ 15. Sản lượng bia tiêu thụ của SAB giai đoạn 2018 – 2023

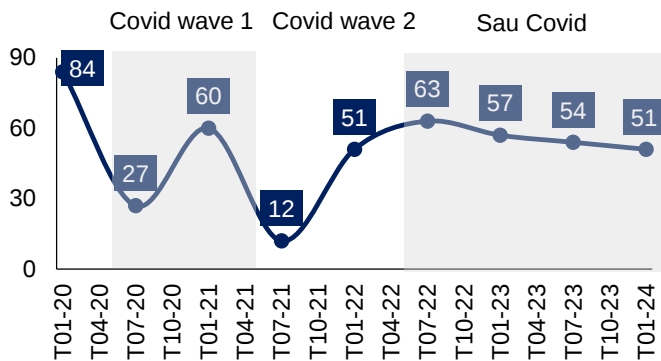


Nguồn: Euromonitor, FPTs Research

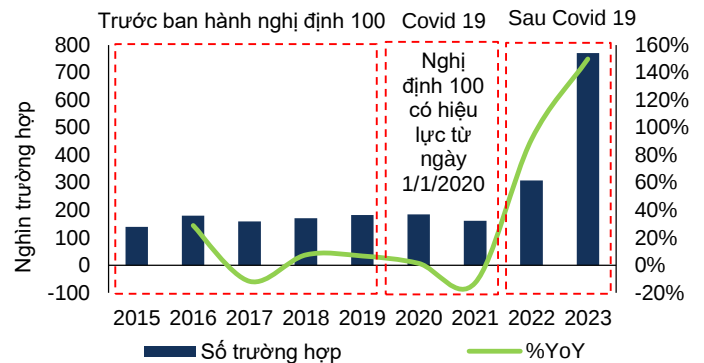
Sau sự phục hồi của năm 2022 khi dịch Covid 19 dần được kiểm soát, tiêu thụ bia của SAB năm 2023 đạt 1,44 tỷ lít và ghi nhận mức giảm 13,5% YoY theo đà giảm chung của thị trường.

Việc người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu thể hiện qua chỉ số Niềm tin người tiêu dùng¹ liên tục sụt giảm kể từ T06/2022 theo “Báo cáo khảo sát niềm tin người tiêu dùng trong T01/2024” của Infocus Mekong Research. Mặt khác, khảo sát giữa năm 2023 của bên này cho biết 27% người tiêu dùng bị giảm lương hoặc thời gian làm việc, và hơn 54% lo ngại thu nhập hoặc công việc sẽ bị ảnh hưởng trong thời gian tới. Thu nhập hiện tại và kỳ vọng tương lai tiêu cực khiến người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu không thiết yếu (tỷ trọng giảm 6,0 đpt YoY và chỉ chiếm 34% tổng chi tiêu).

¹ Tỷ lệ cân bằng là khác biệt giữa tỷ lệ người được khảo sát đồng ý và không đồng ý với câu hỏi khảo sát. Chỉ số Niềm tin người tiêu dùng được tính bằng bình quân tỷ lệ cân bằng Tăng chi tiêu của 11 nhóm hàng tiêu dùng chính tương ứng đánh giá mức độ chi tiêu của người tiêu dùng với từng loại mặt hàng.

Biểu đồ 16. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam


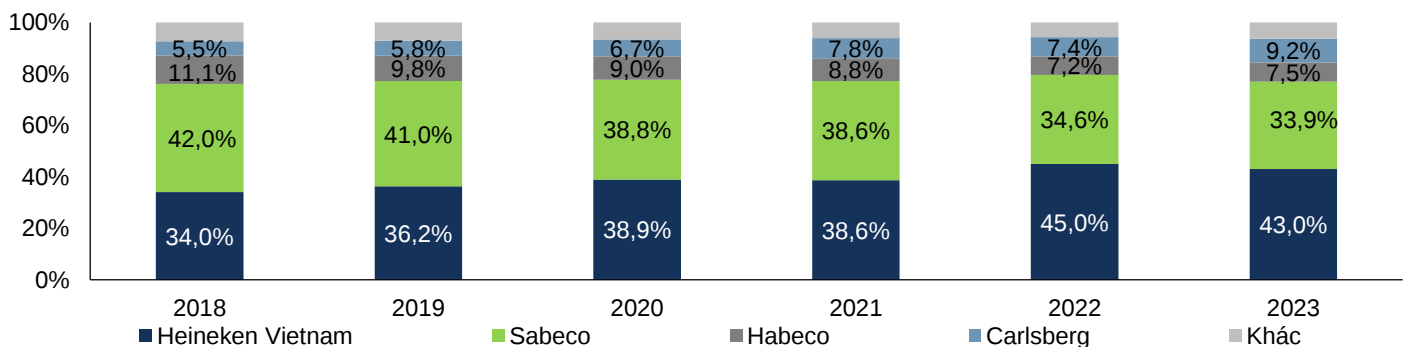
Nguồn: Infocus Mekong Research

Biểu đồ 17. Số trường hợp bị xử lý do vi phạm nồng độ cồn khi tham gia giao thông


Nguồn: FPTIS Research

Việc siết chặt trong kiểm tra và xử lý vi phạm nồng độ cồn khi tham gia giao thông theo Nghị định 100 thể hiện qua số trường hợp bị xử lý do vi phạm năm 2023 là 770 nghìn trường hợp, gấp 2,5 lần so với 2022 và cao hơn rất nhiều so với thời điểm trước khi ban hành Nghị định. Mặc dù có hiệu lực từ 01/01/2020, tuy nhiên chúng tôi nhận định tác động của Nghị định 100 đến tiêu thụ bia của Việt Nam thể hiện rõ rệt hơn trong năm 2023 khi (1) cuộc sống của người dân dần trở lại bình thường sau giai đoạn giãn cách xã hội do bùng phát dịch Covid 19 và (2) Bộ Công an xác định chuyên đề trọng tâm, xuyên suốt năm 2023 là xử lý vi phạm nồng độ cồn do vậy đã siết chặt kiểm tra và xử lý thường xuyên quyết liệt và kiên quyết hình thành thói quen đã uống rượu bia thì không lái xe của người dân.

3.2. Thị phần bia của SAB duy trì xu hướng giảm do cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp bia nước ngoài

Biểu đồ 18. Thị phần bia của SAB nằm trong xu hướng giảm giai đoạn 2018 – 2023


Nguồn: Euromonitor

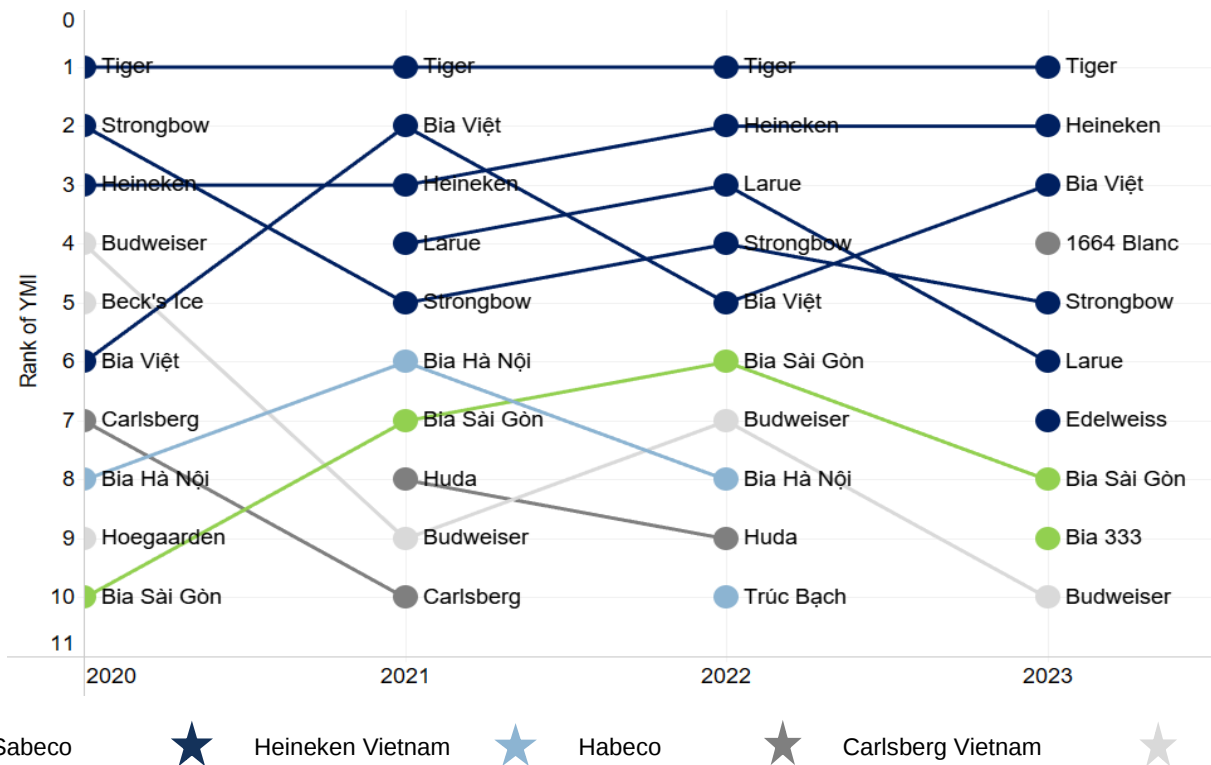
Trong giai đoạn 2018 – 2023, thị phần bia của SAB ghi nhận sự sụt giảm mạnh từ mức 42,0% năm 2018 xuống mức 33,9% năm 2023 do vấp phải cạnh tranh gay gắt của các doanh nghiệp bia nước ngoài. Các hãng bia ngoại (1) không ngừng nâng cao mức độ nhận diện thương hiệu của mình và (2) sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng giúp tiếp cận nhiều tệp khách hàng. Mặt khác, chúng tôi nhận định việc SAB duy trì tăng giá bán đầu ra để bù đắp cho chi phí sản xuất đầu vào tăng cao cũng tác động một phần khiến thị phần của doanh nghiệp sụt giảm mạnh hơn trong giai đoạn 2021 – 2023 ([chi tiết](#)).

➤ Các doanh nghiệp bia nước ngoài không ngừng nâng cao mức độ nhận diện thương hiệu để tăng khả năng cạnh tranh

Mức độ nhận diện thương hiệu đóng vai trò quan trọng trong thị trường FMCG nói chung và thị trường bia nói riêng. Nhận diện thương hiệu là hình ảnh, liên tưởng đặc trưng hiện lên trong tâm trí khách hàng khi nhắc đến một thương hiệu nhất định. Nhận diện thương hiệu có ảnh hưởng lớn đến quyết định mua hàng của người tiêu dùng (Tasha et al., 2023a). Một sản phẩm có mức độ nhận diện thương hiệu càng cao sẽ càng nhận được nhiều sự quan tâm của người tiêu dùng.

Các doanh nghiệp bia nước ngoài đã tăng cường đầu tư cho các hoạt động quảng cáo, tiếp thị sản phẩm để nâng cao mức độ nhận diện thương hiệu. Đơn cử như Heineken Việt Nam, doanh nghiệp này đã tiến hành rất nhiều chiến dịch truyền thông để quảng bá thương hiệu của mình, một số chiến dịch nổi bật đã dành được giải thưởng MMA SMARTIES như: “Tạo vị bia đỉnh cao” của Heineken tích hợp công nghệ tương tác trên thiết bị di động (2022), “Nhẹ êm mà đậm chất” của Heineken Silver (2022), chiến dịch “Sleek Music In A Can” của Heineken (2021), ... ([chi tiết](#)). Ngoài đầu tư cho các chiến dịch marketing, Heineken cũng tăng cường tổ chức các sự kiện mang tính thường niên với quy mô lớn như Đại tiệc âm nhạc Heineken Countdown, Tiger Remix, Đại nhạc hội EDM, Heineken Silver Music Party... tại các thành phố lớn như Hà Nội, TP.HCM, Nha Trang,... ([chi tiết](#)). Với nỗ lực trong việc nâng cao mức độ nhận diện thương hiệu, giai đoạn 2020 – 2023, các thương hiệu bia của Heineken luôn dẫn đầu trong xếp hạng các thương hiệu bia nổi bật nhất trên Social Media do YouNet Media thống kê ([chi tiết Về bảng xếp hạng YouNet Media Index](#)).

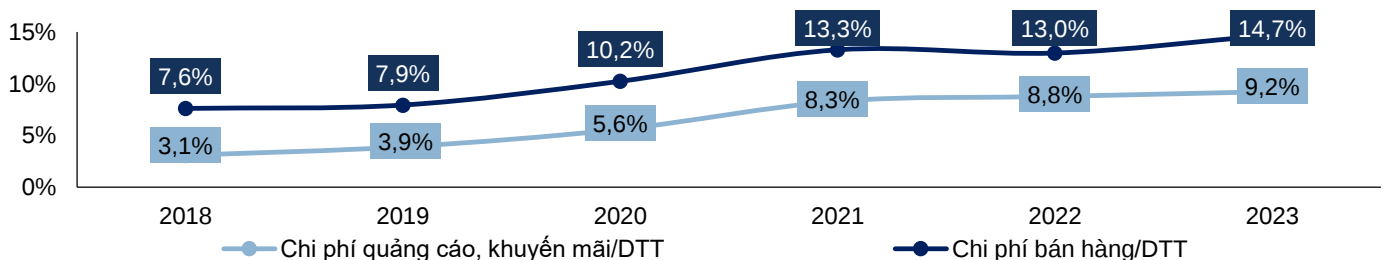
Biểu đồ 19. Xếp hạng các thương hiệu bia nổi bật trên Social Media theo chỉ số YMI giai đoạn 2020 – 2023



Nguồn: YouNet, FPTs Research

Không chỉ riêng Heineken, một doanh nghiệp bia ngoại khác là Carlsberg cũng đang không ngừng gia tăng nhận diện thương hiệu của mình qua việc tăng cường đầu tư cho các hoạt động marketing và bán hàng. Năm 2023, Carlsberg Group đã đẩy mạnh đầu tư cho thị trường Châu Á theo mục tiêu của chiến dịch SAIL'27. Chi phí marketing tăng 14,3% YoY và tỷ lệ trên doanh thu tăng 0,8 đpt YoY lên mức 9,0% năm 2023. Trong đó phần lớn sự gia tăng chủ yếu cho thị trường Việt Nam và Trung Quốc để tăng cường mức độ thâm nhập các thương hiệu bia của Carlsberg ở hai thị trường này. Việc tăng đầu tư cho hoạt động marketing và bán hàng đã giúp thị phần bia của Carlsberg ở thị trường Việt Nam năm 2023 tăng lên mức 9,2% (+1,8 đpt YoY).

Biểu đồ 20. Tỷ lệ chi phí bán hàng/DTT của SAB giai đoạn 2018 – 2023



Nguồn: SAB, FPTs Research

Đối với SAB, doanh nghiệp cũng tăng cường đầu tư cho các hoạt động như quảng cáo, tiếp thị, khuyến mãi để gia tăng độ nhận diện thương hiệu. Giai đoạn 2018 – 2023, ngoài các chương trình khuyến mãi tiêu dùng, SAB đã tổ chức các sự kiện nhằm quảng bá thương hiệu như Đại nhạc hội “Tự hào Việt Nam” 2018, Lễ hội âm nhạc The Chill Fest 2022, Lễ hội văn hóa ẩm thực Việt Nam 2023, Cuộc thi “Sao của mọi cuộc vui” 2022 và 2023, Lễ hội âm nhạc “The Chill Fest – Summer Adventure” 2023, Lễ hội bia Vũng Tàu 2023,... Mặt khác, SAB còn là nhà tài trợ cho các giải thi đấu thể thao gồm tài trợ cho Ủy ban Olympic Việt Nam tham dự Sea Games 30, nhà tài trợ kim cương của Sea Games 31 năm 2022, đối tác hàng đầu và độc quyền trong ngành bia cho Đội tuyển bóng đá quốc gia từ 07/2022 đến 07/2025,... Tỷ lệ chi phí bán hàng/DTT tăng từ mức 7,6% năm 2018 lên mức 14,7% năm 2023. Trong đó, chi phí quảng cáo & khuyến mãi trên doanh thu thuần tăng từ 3,1% năm 2018 lên 9,2% năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi thấy rằng, so với Heineken Việt Nam các chuỗi sự kiện quảng bá thương hiệu của SAB có quy mô nhỏ hơn và ít mang tính chất thường niên hơn ([chi tiết](#)). Do đó, chúng tôi nhận định **việc đẩy mạnh đầu tư cho các hoạt động bán hàng và quảng cáo chưa thực sự đem lại lợi thế rõ ràng cho SAB khi thị phần của doanh nghiệp này vẫn ghi nhận xu hướng giảm mạnh từ năm 2018 đến nay.**

➤ **Các doanh nghiệp bia ngoại với danh mục sản phẩm đa dạng giúp dễ dàng tiếp cận với nhiều tệp khách hàng**

Như đã phân tích ở trên, thị hiếu của người tiêu dùng trong thị trường bia đang dần thay đổi, ngoài các sản phẩm bia quen thuộc với phân khúc giá phải chăng, nhu cầu tiêu thụ đang dần gia tăng cho các dòng bia cao cấp với đa dạng hương vị. Vì vậy, để đáp ứng thị hiếu của người tiêu dùng, các doanh nghiệp bia ngoại không ngừng làm đa dạng danh mục sản phẩm của mình, đặc biệt ở phân khúc cao cấp.

Hình 1. Quá trình ra mắt và tái ra mắt sản phẩm của các doanh nghiệp bia Việt Nam

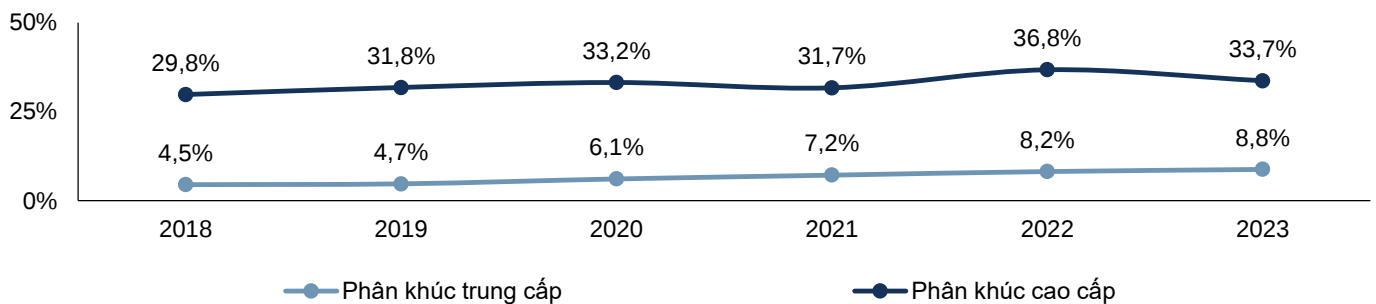
NĂM	2018	2019	2020	2021	2022	2023
		 Heineken Silver và Bivina Export	 Bia Việt và Heineken 0.0	 Tiger Platinum	 Larue Smooth và Bia Tuyet Edelweiss	 Tiger Soju Bia Việt bản cải tiến
		 Saigon Special, Saigon Lager và Saigon Export bản vỏ mới	 Bia Saigon Chill và Bia Lạc Việt	 Saigon Lager phiên bản vỏ giới hạn	 Saigon coffee Infused Saigon special bản cải tiến hương vị	 Saigon Export Premium
	 Trúc Bạch bản cải tiến	 Hà Nội Bold và Hà Nội Light	 Bia Hà Nội 1890	 Bia hơi dạng lon và trúc bạch lon cao	 Trúc Bạch lon, Hanoi Bold lon, Hanoi Light, Hanoi Premium và bia chai nhãn xanh bao bì mới	 Bia Hà Nội và Hà Nội Premium nhãn mới
	 Carsberg Smooth, Huda Ice Blast, Halida Export	 Carsberg Red Barley		 Halida bản cải tiến	 1664 Blanc và Carlsberg Danish Pilsner	 Tuborg Ice

Nguồn: FPTs Research

Có thể kể đến Heineken - doanh nghiệp đang giữ vị trí số 1 về thị phần của thị trường bia Việt Nam, với danh mục sản phẩm đa dạng mức giá từ trung cấp đến cao cấp giúp doanh nghiệp tiếp cận với nhiều tệp khách hàng hơn. Không chỉ đẩy mạnh phát triển các dòng bia chủ lực và lâu đời gồm Tiger nguyên bản, Heineken nguyên bản và Larue (ước tính chiếm bình quân ~90% tổng sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2018 – 2023), Heineken Việt Nam còn tăng cường nghiên cứu và cho ra mắt các sản phẩm cao cấp mới với đa dạng hương vị như Heineken Silver nồng độ cồn thấp, Heineken 0.0 không cồn, Tiger Platinum từ lúa mì kết hợp với hương vỏ cam,... Tính đến năm 2023, sản lượng tiêu thụ các sản phẩm bia cao cấp của Heineken đã tăng từ mức 29,8% năm 2018 lên mức 33,7% trên tổng sản lượng bia tiêu thụ của Việt Nam. Không chỉ riêng Heineken, một doanh nghiệp bia ngoại khác là Carlsberg

cũng tăng cường ra mắt các sản phẩm bia cao cấp trong năm 2022 và 2023 như 1664 Blanc, Carlsberg Danish Pilsner và Tuborg Ice.

Biểu đồ 21. Thị phần bia của Heineken theo phân khúc sản phẩm giai đoạn 2018 – 2023



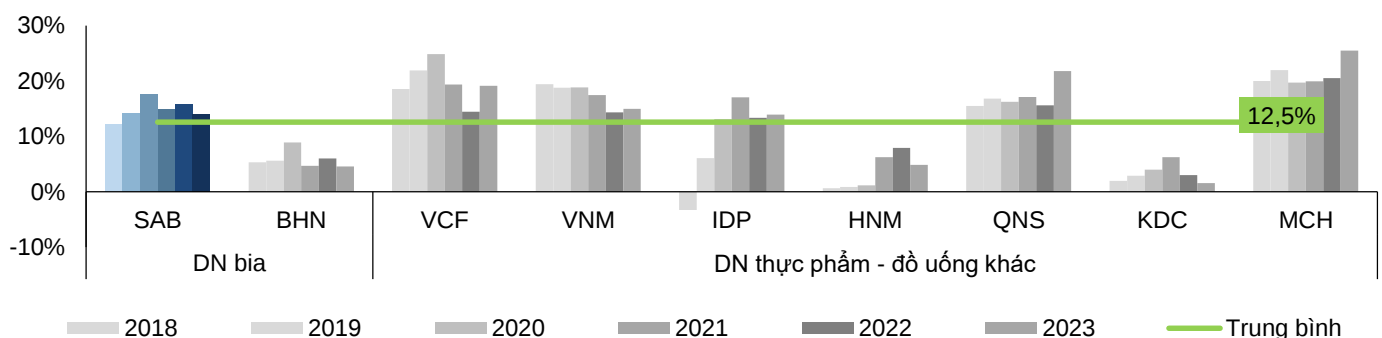
Nguồn: Euromonitor, FPTs Research

Đối với Sabeco, danh mục sản phẩm của doanh nghiệp ít đa dạng hơn so với các hãng bia ngoại khi phân khúc bia trung cấp với các dòng sản phẩm lâu đời là 333, Saigon Lager và Saigon Export chiếm bình quân 98% giai đoạn 2018 – 2023. Điều này làm hạn chế việc tiếp cận đa dạng tiếp khách hàng của doanh nghiệp khi thị hiếu của người tiêu dùng đang dần thay đổi. Mặt khác, doanh nghiệp cũng tích cực nghiên cứu và đưa ra các sản phẩm mới tuy nhiên chủ yếu là các sản phẩm cũ với hương vị không đổi mà chỉ thay đổi về bao bì. Những nguyên nhân trên gây tác động tiêu cực khiến thị phần bia của SAB duy trì đã giảm trong giai đoạn 2018 – 2023.

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA SAB

1. Tỷ suất lợi nhuận ở mức cao tuy nhiên có xu hướng giảm mạnh trong năm 2023 do các chi phí tăng mạnh

Biểu đồ 22. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống Việt Nam

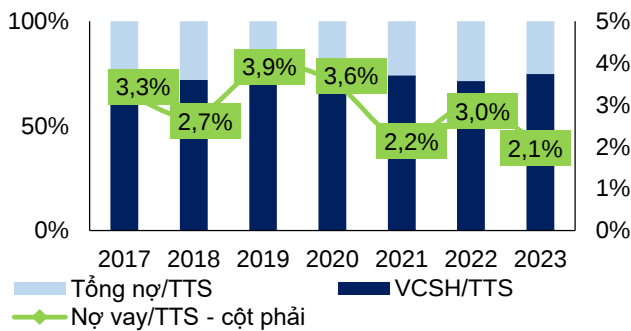
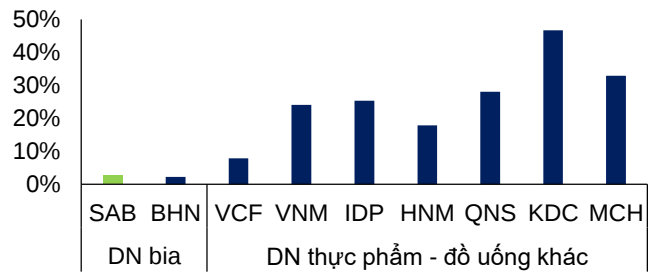


Nguồn: BCTC các DN, FPTs Research

So với các doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống trong nước, tỷ suất lợi nhuận sau thuế của SAB cao hơn mức trung bình. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp có xu hướng giảm mạnh 1,8 đpt YoY trong năm 2023 do áp lực từ chi phí đầu vào neo cao. Mặt khác, các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cũng duy trì mức cao trong năm 2023, tỷ trọng các chi phí này trên doanh thu thuần tăng 2,3 đpt YoY lên mức 17,3%. Đầu tư mạnh cho hoạt động bán hàng và quảng cáo chưa thực sự đem lại nhiều lợi thế cho SAB trong khi các chi phí này làm sụt giảm đến 58,1% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2023.

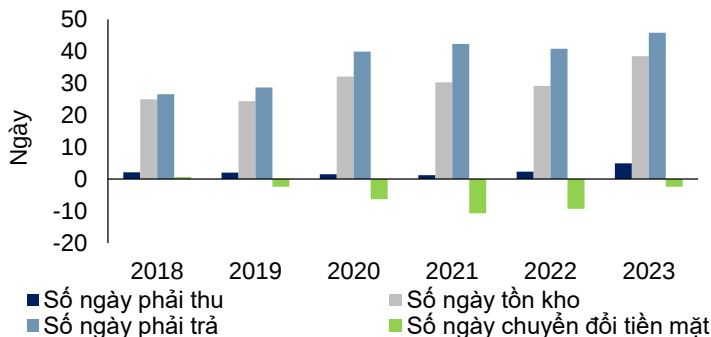
2. Cơ cấu nguồn vốn ổn định, sử dụng đòn bẩy tài chính thấp

Cơ cấu nguồn vốn của SAB ít biến động với tỷ trọng nợ và nợ vay trên tổng tài sản trung bình ở mức 27,0% và 3,0%. So với các doanh nghiệp trong ngành, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của SAB ở mức rất thấp. Năm 2023, tỷ lệ nợ vay trên VCSH của SAB ở mức 2,8% tương đương với BHN và thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp Thực phẩm – Đồ uống khác. Nợ vay của SAB chủ yếu là nợ vay ngắn hạn, vay nợ dài hạn chiếm khoảng 24,4% tổng nợ vay năm 2023.

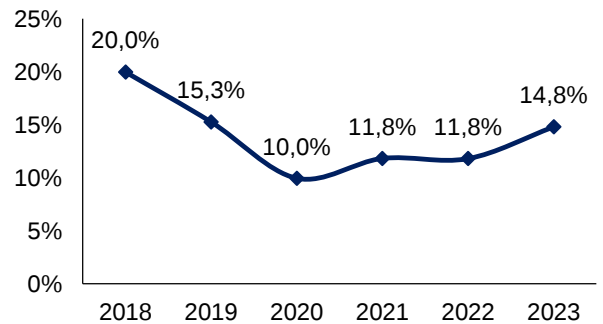
Biểu đồ 23. Cơ cấu nguồn vốn của SAB

Biểu đồ 24. Chỉ số Nợ vay/VCSH một số doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống năm 2023


Nguồn: SAB, BCTC các DN, FPT Research

Nhìn chung, SAB ít phụ thuộc vào nợ vay ngắn và dài hạn chủ yếu do nhu cầu đầu tư tài sản mới thấp cùng số ngày chuyển đổi tiền mặt của doanh nghiệp duy trì ở mức âm dẫn tới nhu cầu vay vốn lưu động thấp trong giai đoạn 2019 – 2023. Điều này đến từ (1) số ngày phải thu của SAB chỉ trong khoảng 2-5 ngày và (2) khả năng chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp của SAB tốt giúp số ngày phải trả có xu hướng tăng, bình quân đạt mức 42 ngày. Mặt khác, lượng tiền mặt dồi dào cũng giúp SAB ít phụ thuộc vào nợ vay. Giai đoạn 2018 – 2023, lượng tiền và tương đương tiền của doanh nghiệp luôn chiếm trên 10% tổng tài sản.

Biểu đồ 25. Các chỉ số hiệu quả vận hành của SAB giai đoạn 2018 – 2023


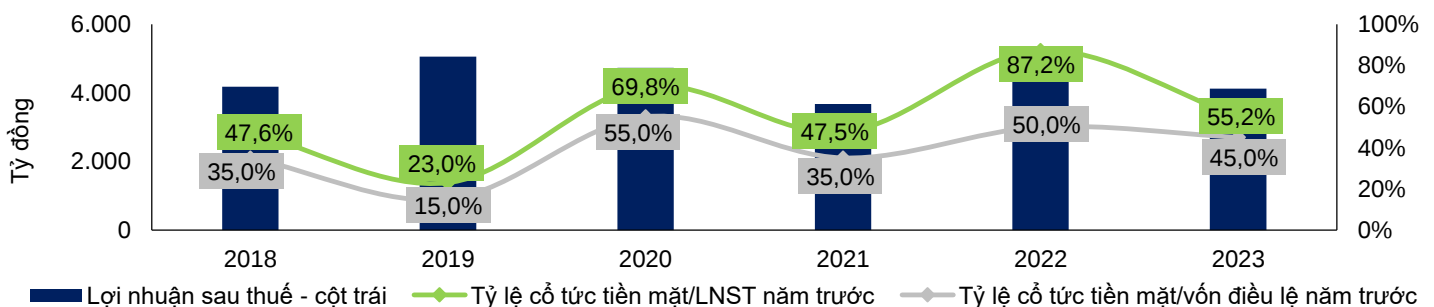
Nguồn: SAB

Biểu đồ 26. Tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên Tổng tài sản


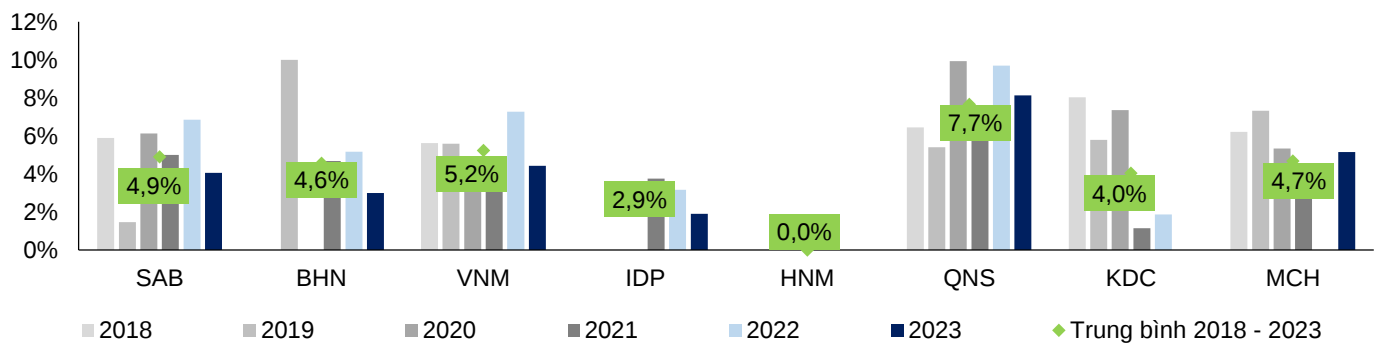
Nguồn: SAB

3. Chính sách chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn

SAB thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm cho cổ đông với mức trung bình 3.500 – 5.500 đồng/cp trong giai đoạn 2018 – 2023. So với các doanh nghiệp trong nhóm Thực phẩm – Đồ uống, tỷ suất cổ tức tiền mặt của SAB ở mức tương đối cao và cao hơn mức trung bình nhóm các doanh nghiệp (~3,3%).

Biểu đồ 27. Chi trả cổ tức SAB giai đoạn 2018 – 2023


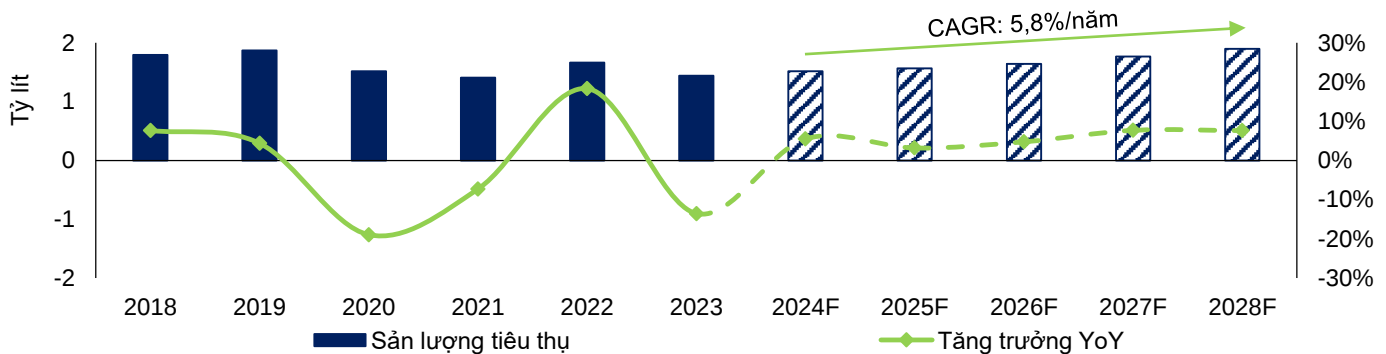
Nguồn: SAB

Biểu đồ 28. Tỷ suất cổ tức tiền mặt các doanh nghiệp nhóm Thực phẩm – Đồ uống


Nguồn: SAB, FPTs Research

V. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

1. Tiêu thụ bia kỳ vọng phục hồi nhẹ trong năm 2024F nhờ sức mua của người tiêu dùng dần cải thiện, triển vọng dài hạn kém khả quan ([quay lại](#))

Biểu đồ 29. Dự phóng sản lượng bia tiêu thụ của SAB giai đoạn 2024 – 2028F


Nguồn: SAB, FPTs Research

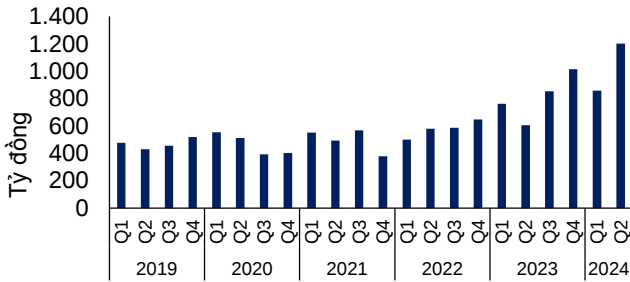
Chúng tôi dự kiến sản lượng bia tiêu thụ của SAB năm 2024 ở mức 1,52 tỷ lít, tăng +5,5% YoY từ mức nền thấp của năm 2023 theo đà hồi phục của thị trường nhờ sức mua người tiêu dùng cải thiện rõ rệt hơn từ H2/2024.

Cho giai đoạn 2024 – 2028F, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bia tiêu thụ của SAB sẽ đạt mức tăng trưởng CAGR là 5,8%/năm, thấp hơn so với mức tăng trưởng của ngành là 7,3%/năm bởi sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của các doanh nghiệp trong ngành. Theo chia sẻ của Carlsberg Group tại cuộc họp thường niên 2023, doanh nghiệp sẽ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư thương mại trong năm 2024 để phù hợp với mục tiêu của chiến dịch Accelerate SAIL. Chi phí bán hàng và marketing dự kiến sẽ tăng thêm khoảng 10% trong năm 2024. Trong đó, phần lớn sự gia tăng chủ yếu cho thị trường Việt Nam và Trung Quốc để tăng cường mức độ thâm nhập của các thương hiệu bia Carlsberg ở hai thị trường này. Với Heineken Việt Nam, doanh nghiệp cho biết sẽ duy trì tăng cường đầu tư để (1) củng cố vị trí dẫn đầu trong phân khúc cao cấp và (2) mở rộng danh mục sản phẩm trung cấp. Không chỉ riêng Heineken và Carlsberg, Habeco cũng đang tăng cường đầu tư cho các hoạt động bán hàng và quảng cáo để nâng cao mức độ nhận diện thương hiệu. Lũy kế 6T2024, chi phí bán hàng của Habeco đạt ~570 tỷ đồng (+29,2% YoY) trong đó chi phí quảng cáo, khuyến mãi và hỗ trợ tăng mạnh 62,0% YoY và đạt ~270 tỷ đồng.

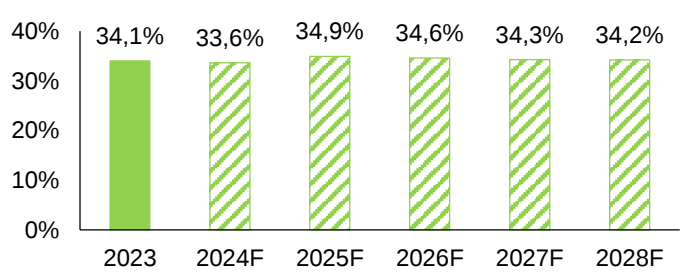
Đối với giá bán bia, chúng tôi dự kiến bình quân năm 2024 sẽ tăng 0,5% YoY do doanh nghiệp đã tiến hành tăng giá từ Q2/2023. Giai đoạn 2025 – 2028F, trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào dần hạ nhiệt và cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt, với quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ không tăng giá bán trong giai đoạn này. Giá bán bia bình quân dự kiến duy trì bằng với mức giá của năm 2024.

2. Biên lợi nhuận gộp dự kiến giảm 0,4đpt YoY trong năm 2024F khi chi phí nguyên liệu đầu vào tiếp tục neo cao, kỳ vọng phục hồi trở lại từ 2025F ([quay lại](#))

Biểu đồ 30. Tồn kho nguyên vật liệu của SAB



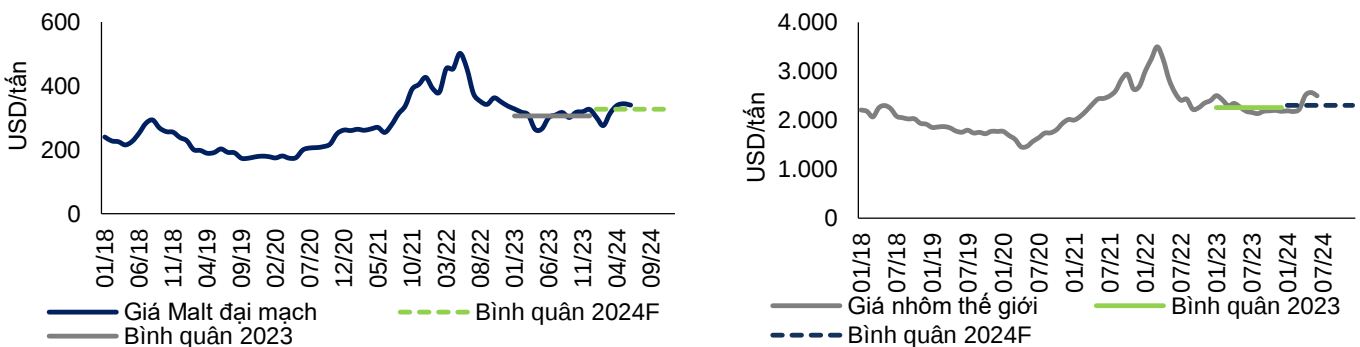
Biểu đồ 31. Dự phóng BLNG mảng bia của SAB



Nguồn: SAB, FPTs Research

Như đã phân tích ở [Yếu tố đầu vào](#), SAB đã tiến hành đặt mua và chốt trước giá nguyên liệu đầu vào cho năm 2023 tại thời điểm cuối năm 2022 khi giá malt đại mạch và giá vỏ nhôm vẫn neo ở mức cao. Tồn kho nguyên vật liệu có xu hướng tăng mạnh kể từ nửa cuối năm 2023 đến nay. Tính đến cuối Q2/2024, tồn kho nguyên liệu đạt giá trị 1.202 tỷ đồng (gấp gần 2 lần so với cùng kỳ 2023). Theo chia sẻ của doanh nghiệp, lượng tồn kho nguyên liệu trên chủ yếu là tồn kho malt và nhôm giá cao do (1) các hợp đồng mua trước nguyên vật liệu đến hạn thực hiện và (2) sản lượng tiêu thụ bia của doanh nghiệp sụt giảm mạnh trong năm 2023. Ban lãnh đạo cũng chia sẻ, lượng tồn kho nguyên liệu này sẽ được doanh nghiệp sử dụng hết trong năm 2024. Chúng tôi ước tính chi phí sản xuất bia bình quân năm 2024 tăng 1,2% YoY. **Kết hợp với giá bán đầu ra dự phóng tăng 0,5% YoY, chúng tôi dự kiến biên lợi nhuận gộp mảng bia của SAB năm 2024 sẽ ở mức 33,6% (-0,4 đpt YoY).**

Biểu đồ 32. Dự phóng giá malt đại mạch (trái) và giá nhôm thế giới (phải) năm 2024F

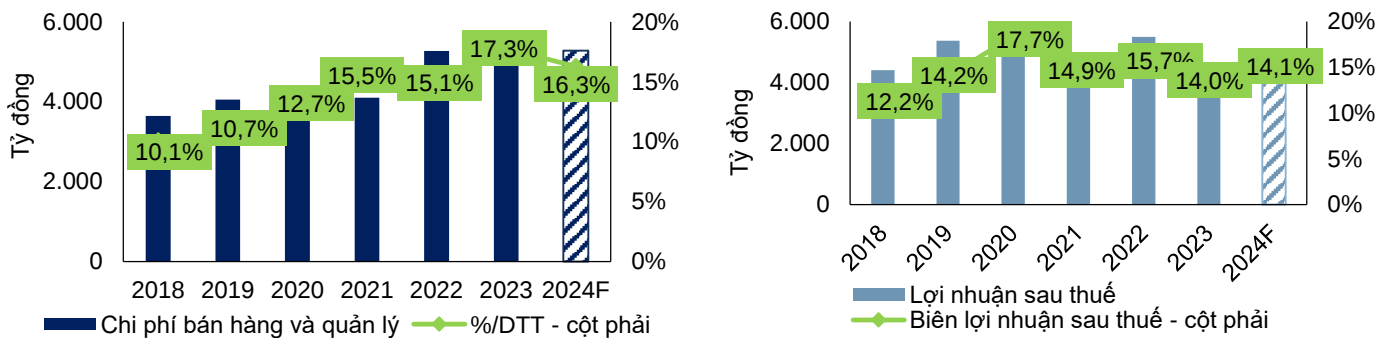


Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

Năm 2025F, với giả định doanh nghiệp sẽ duy trì việc đặt hàng và chốt giá nguyên liệu trước khi bước vào năm tài chính, chúng tôi kỳ vọng BLNG mảng bia của SAB sẽ phục hồi mạnh lên mức 34,9% (+1,3 đpt YoY) nhờ chi phí nguyên liệu ở mức thấp năm 2024 sẽ phản ánh vào giá vốn của SAB kể từ năm 2025. Chúng tôi dự phóng giá Malt và nhôm thế giới năm 2024 tăng lần lượt 6,6% YoY và 2,0% YoY. Đối với Malt đại mạch, giá có xu hướng tăng mạnh trong Q2/2024 do tình hình sản xuất đại mạch ở các khu vực trồng chính của thế giới kém khả quan. Theo dự báo của USDA, sản lượng đại mạch sản xuất thế giới niên vụ 2023/2024 giảm 5,7% YoY xuống mức 142,2 triệu tấn và thâm hụt khoảng 1,9 triệu tấn so với nhu cầu. Đối với nhôm, giá ghi nhận xu hướng tăng mạnh kể từ đầu năm đến nay. Theo WorldBank, điều này phản ánh sự lo ngại về lệnh cấm kim loại có nguồn gốc từ Nga tại các sân giao dịch hàng hóa lớn ở Mỹ và Anh. WorldBank cũng dự phóng giá nhôm thế giới năm 2024 sẽ đạt mức 2300 USD/tấn (+2,0% YoY) bởi nguồn cung dự kiến ổn định và nhu cầu chỉ tăng nhẹ do hạn chế mở rộng hoạt động công nghiệp ở các nước lớn đặc biệt là Trung Quốc (chiếm 60% tiêu thụ nhôm toàn cầu). Với mức giá dự phóng như trên, chúng tôi dự kiến chi phí malt đại mạch và chi phí vỏ nhôm đầu vào của SAB năm 2025 giảm lần lượt 6,0% và 1,8% so với mức cao của năm 2024. **Biên lợi nhuận gộp mảng bia kỳ vọng phục hồi +1,3 đpt YoY.** Giai đoạn 2026 – 2028, chúng tôi giả định BLNG mảng bia của SAB duy trì ở mức 34,2% - 34,6%.

3. Cắt giảm các hoạt động quảng cáo và bán hàng không hiệu quả giúp biên lợi nhuận sau thuế 2024F phục hồi nhẹ 0,1đpt YoY (quay lại)

Biểu đồ 33. Dự phóng chi phí bán hàng & quản lý (trái) và lợi nhuận sau thuế (phải) của SAB năm 2024F



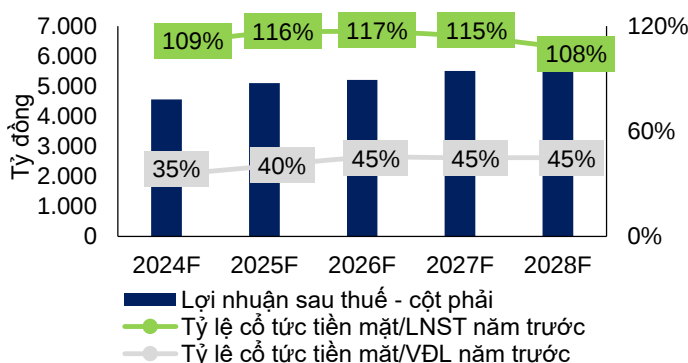
Nguồn: SAB, FPTs Research

Theo chia sẻ của BLĐ tại ĐHCĐ 2024, với mục tiêu tập trung cải cách để tăng hiệu quả đầu tư, giảm chi phí hoạt động nhằm tăng năng suất, SAB sẽ cắt giảm các hoạt động bán hàng và quảng cáo không hiệu quả trong năm 2024. Lũy kế 6T2024, chi phí bán hàng giảm 14,0% YoY trong đó chi phí quảng cáo và khuyến mãi ghi nhận mức giảm 15,6% YoY với tỷ lệ trên doanh thu thuần ở mức 6,8% (-1,7 đpt YoY). Như chúng tôi đã phân tích ở trên, tăng cường đầu tư cho hoạt động quảng cáo và bán hàng giai đoạn 2018 – 2023 chưa thực sự đem lại lợi thế cho SAB khi thị phần của doanh nghiệp duy trì đã giảm trong giai đoạn này. Mặt khác còn gây áp lực lên lợi nhuận của doanh nghiệp, năm 2023 chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp làm sụt giảm đến 51,8% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của SAB. Chúng tôi nhận định, việc cắt giảm trên sẽ giúp giảm bớt áp lực chi phí lên lợi nhuận của doanh nghiệp trong ngắn hạn. **Cho năm 2024, chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng & quảng cáo sẽ ở mức tương đương với năm 2023 với tỷ trọng trên doanh thu thuần đạt 16,3% (-1đpt YoY). Lợi nhuận sau thuế 2024 dự phóng ở mức 4.566 tỷ đồng (+7,3% YoY), biên lợi nhuận sau thuế đạt 14,1% (+0,1% YoY).**

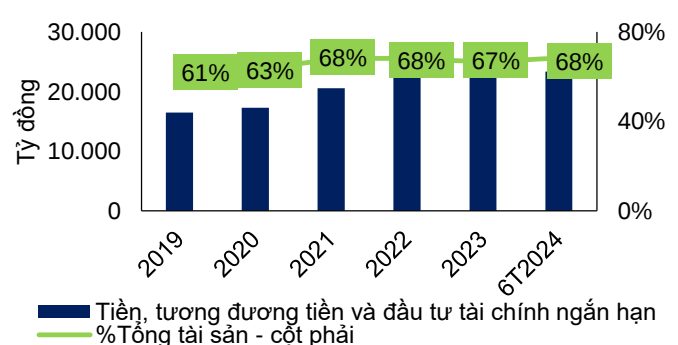
Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn, cắt giảm các hoạt động quảng cáo và bán hàng kém hiệu quả sẽ giúp SAB cải thiện biên lợi nhuận sau thuế. Tuy nhiên trong bối cảnh cạnh tranh ngành bia ngày càng gay gắt, việc trên sẽ đem lại rủi ro giảm dần khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trong dài hạn. Vì vậy, chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN trên doanh thu thuần giai đoạn 2025 – 2028 sẽ duy trì bằng với mức 16,3% của năm 2024.

4. Tỷ lệ chi trả cổ tức kỳ vọng duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2024 – 2028F (quay lại)

Biểu đồ 34. Dự phóng lợi nhuận sau thuế và tỷ lệ cổ tức tiền mặt/vốn điều lệ



Biểu đồ 35. Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn của SAB



Nguồn: SAB, FPTs Research

SAB đã tiến hành chi trả cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2023 vào 2 đợt tháng 1 và tháng 7 của năm 2024. Tỷ lệ chi trả cổ tức là 35% mệnh giá. Cho giai đoạn 2025 – 2028, với giả định SAB không có các dự án đầu tư lớn mới, chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ duy trì hoạt động chi trả cổ tức ở mức cao khi (1) kết quả kinh doanh dần cải thiện tích cực và (2) doanh nghiệp sở hữu lượng tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn dồi dào. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ cổ tức tiền mặt/vốn điều lệ của doanh nghiệp sẽ duy trì ở mức 40% - 45% giai đoạn 2025 – 2028F.

VI. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2024

Đơn vị: Tỷ đồng	1H2024	1H2023	%YoY	KH2024	%TH/KH
Doanh thu thuần	15.270	14.526	+5,1%	34.397	44%
<i>Măng bia</i>	13.443	12.909	+4,1%		
<i>Măng khác</i>	1.827	1.617	+12,9%		
Lợi nhuận gộp	4.541	4.403	+3,1%		
<i>Măng bia</i>	4.540	4.402	+3,2%		
<i>Măng khác</i>	0,3	1,2	-72,4%		
Biên lợi nhuận gộp	29,7%	30,3%	-0,6đpt		
<i>Măng bia</i>	33,8%	34,1%	-0,3đpt		
<i>Măng khác</i>	0,0%	0,1%	-0,1đpt		
Doanh thu tài chính	545	713	-23,5%		
Chi phí tài chính	17	39	-56,3%		
Trong đó: Chi phí lãi vay	16	32	-48,5%		
Chi phí bán hàng	1.744	2.028	-14,0%		
Chi phí quản lý	385	382	+0,7%		
LNST	2.343	2.214	+5,8%	4.580	51%
LNST cổ đông công ty mẹ	2.246	2.127	+5,6%		
CP bán hàng/Doanh thu	11,4%	14,0%	-2,5đpt		
Chi phí QLDN/Doanh thu	2,5%	2,6%	-0,1đpt		
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	15,3%	15,2%	+0,1đpt		

Nguồn: SAB, FPTs Research

Lũy kế 6T2024, SAB ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận gộp hợp nhất lần lượt là 15.270 tỷ đồng (+5,1% YoY & 44% KH2024) và 4.541 tỷ đồng (+3,1% YoY). Trong đó, doanh thu măng bia ghi nhận sự tăng trưởng 4,1% YoY chủ yếu do yếu tố mùa vụ khi thời điểm diễn ra Tết nguyên đán 2024 muộn hơn so với 2023 trong khi sức mua của người tiêu dùng phục hồi chậm và cạnh tranh trong ngành bia ngày càng gay gắt. Theo thống kê của GSO, tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 6T2024 đạt mức 5,7% (nếu loại bỏ yếu tố về giá) trong khi cùng kỳ năm 2023 tăng 8,8%. Ngoài yếu tố mùa vụ, tăng trưởng doanh thu măng bia còn được hỗ trợ tích cực từ việc tăng giá bán bia của SAB từ Q2/2023.

Biên lợi nhuận măng bia 6T2024 đạt mức 33,8% (-0,3đpt YoY) chủ yếu do chi phí nguyên liệu đầu vào của doanh nghiệp vẫn neo ở mức cao khi SAB vẫn còn lượng malt và vỏ nhôm tồn kho giá cao từ năm 2023.

Lợi nhuận sau thuế lũy kế 6T2024 ghi nhận sự tăng trưởng 5,8% YoY và đạt mức 2.343 tỷ đồng (hoàn thành 51% KH2024) nhờ việc cắt giảm các hoạt động bán hàng và quảng cáo không hiệu quả trong năm 2024. Chi phí bán hàng 6T2024 đạt 1.744 tỷ đồng (-14,0% YoY) trong đó chi phí quảng cáo và khuyến mãi ghi nhận mức giảm 15,6% YoY và đạt 1.031 tỷ đồng.

VII. YẾU TỐ THEO DÕI

Lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt giai đoạn 2026 – 2030 ([quay lại](#))

Thuế tiêu thụ đặc biệt là loại thuế gián thu, đánh vào một số loại hàng hóa, dịch vụ mang tính chất xa xỉ nhằm điều tiết việc sản xuất, nhập khẩu và tiêu dùng xã hội. Bia là một trong những mặt hàng chịu thuế tiêu thụ đặc biệt. Giai đoạn 2016 – 2018, lộ trình tăng thuế TTĐB của mặt hàng bia từ mức 50% lên 65% theo Luật số: 70/2014/QH13 tác động tiêu cực đến tiêu thụ bia của Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ bia bình quân giai đoạn 2016 – 2018 thấp hơn 1,3 đpt so với giai đoạn 5 năm trước khi tăng thuế TTĐB.

Trong Dự thảo Luật sửa đổi 10 Điều của Luật thuế TTĐB sẽ được trình Quốc hội thông qua tại Kỳ họp thứ 9 diễn ra vào tháng 5/2025, Bộ Tài chính có đưa ra 2 Phương án về lộ trình tăng thuế TTĐB đối với mặt hàng bia (hiện đang chịu mức thuế TTĐB là 65%) như sau:

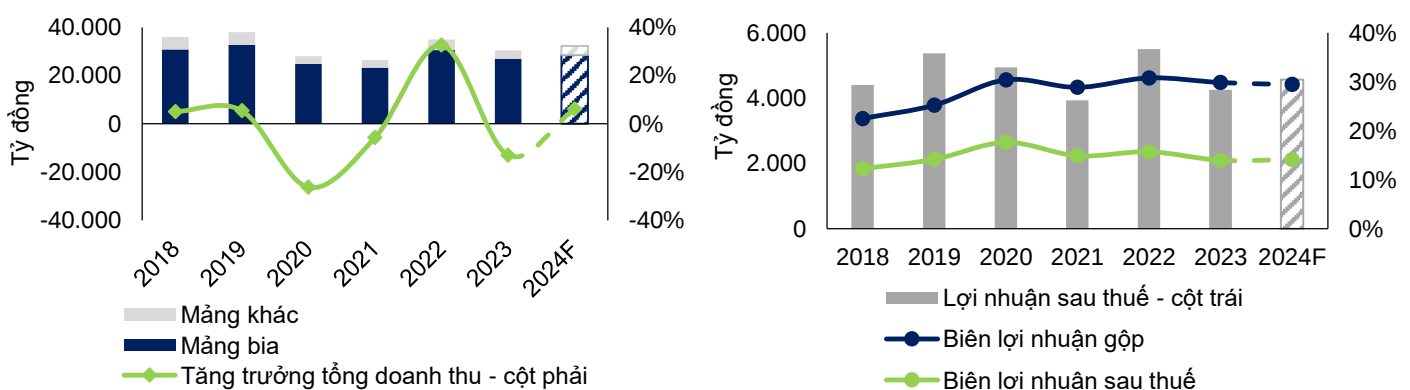
Năm	Phương án 1	Phương án 2
Từ năm 2026	70%	80%
Từ năm 2027	75%	85%
Từ năm 2028	80%	90%
Từ năm 2029	85%	95%
Từ năm 2030	90%	100%

Nguồn: Bộ Tài chính

Chúng tôi nhận định, nếu lộ trình tăng TTĐB giai đoạn 2026 – 2030 được thông qua sẽ gây tác động tiêu cực và có thể khiến tiêu thụ bia của Việt Nam tăng trưởng thấp hơn so với mức tăng +8,6%/năm mà chúng tôi dự phóng giai đoạn 2026 – 2028.

VIII. TỔNG HỢP KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG NĂM 2024F

Biểu đồ 36. Dự phóng doanh thu thuần (trái) và lợi nhuận sau thuế (phải) của SAB năm 2024F



Nguồn: FPT Research

Cho năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận gộp hợp nhất đạt lần lượt 32.297 tỷ đồng (+6,0% YoY & 93,9% KH2024) và 9.513 tỷ đồng (+4,6% YoY). Trong đó doanh thu thuần mảng bia dự kiến đạt mức 28.546 tỷ đồng (+6,0% YoY) nhờ (1) sức mua của người tiêu dùng kỳ vọng phục hồi rõ rệt kể từ 2H2024 và (2) giá bán bia bình quân ước tính tăng 0,5% YoY. Biên lợi nhuận gộp mảng bia dự phóng đạt mức 33,6% (-0,4đpt YoY) chủ yếu do doanh nghiệp còn lượng tồn kho nguyên liệu malt đại mạch và vỏ nhôm giá cao từ năm 2023.

Lợi nhuận sau thuế 2024F dự phóng đạt mức 4.566 tỷ đồng (+7,3% YoY & ~100% KH2024). Biên lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt mức 14,1% (+0,1đpt YoY) nhờ việc cắt giảm các hoạt động quảng cáo và bán hàng không hiệu quả.

IX. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ([quay lại](#))

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 **61.200 đồng/cp**, cao hơn **15,6%** so với mức giá đóng cửa ngày 07/08/2024. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	60.925	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	61.379	50%
Kết quả định giá	61.200	

1. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

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

2. 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)	61.131
(+) Tiền mặt	22.781
(-) Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn	701
(-) Cổ tức đã trả trong năm	4.489
Giá trị vốn chủ sở hữu	78.722
Số lượng cổ phiếu SAB (triệu cp)	1.283
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	61.379
Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Tỷ VNĐ)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	59.848
(+) Tiền và đầu tư tài chính	22.781
(-) Cổ tức đã trả trong năm dự phóng	4.489
Giá trị vốn chủ sở hữu	78.140
Số lượng cổ phiếu SAB (triệu cp)	1.283
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	60.925

X. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả Hoạt động kinh doanh	2022	2023	2024F	Cân đối kế toán	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	34.979	30.461	32.297	Tài sản			
Giá vốn hàng bán	24.208	21.370	22.785	Tiền, tương đương tiền, đầu tư TC ngắn hạn	23.481	22.781	23.564
Lợi nhuận gộp	10.771	9.091	9.513	Các khoản phải thu	898	1.229	1.235
Chi phí bán hàng	4.532	4.479	4.426	Hàng tồn kho	2.194	2.318	2.530
Chi phí quản lí DN	741	801	849	Tài sản ngắn hạn khác	288	226	240
Lợi nhuận thuần HĐKD	5.498	3.811	4.238	Tổng tài sản ngắn hạn	26.860	26.553	27.569
(Lỗ)/lãi HĐTC	1.054	1.409	1.231	Tài sản CĐHH	4.608	4.249	3.770
Lợi nhuận khác	307	200	245	<i>Nguyên giá</i>	12.901	13.088	13.178
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	6.859	5.421	5.714	<i>Khấu hao lũy kế</i>	(8.293)	(8.839)	(9.409)
Chi phí lãi vay	46	50	35	Đầu tư tài chính dài hạn	2.214	2.287	2.287
Lợi nhuận trước thuế	6.813	5.370	5.679	Tài sản dài hạn khác	649	823	873
Thuế TNDN	1.314	1.115	1.114	Xây dựng cơ bản dở dang	134	144	144
Lợi nhuận sau thuế	5.500	4.255	4.566	Tổng tài sản dài hạn	7.605	7.503	7.074
Lợi ích cổ đông thiểu số	276	137	147	Tổng Tài sản	34.465	34.057	34.643
LNST của cổ đông CT Mẹ	5.224	4.118	4.418	Nợ & Vốn chủ sở hữu			
EPS (đ)	7.983	3.132	3.445	Vay và nợ ngắn hạn	659	530	525
EBITDA	7.420	5.994	6.284	Các khoản phải trả	8.333	7.500	8.151
Khấu hao, dự phòng	561	573	570	Quỹ khen thưởng	222	194	206
Tăng trưởng doanh thu	32,6%	-12,9%	6,0%	Nợ ngắn hạn	9.214	8.225	8.882
Tăng trưởng LN HĐKD	56,6%	-30,7%	11,2%	Vay và nợ dài hạn	374	171	170
Tăng trưởng EBIT	39,8%	-21,0%	5,4%	Phải trả dài hạn khác	286	176	188
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023	2024F	Nợ dài hạn	660	347	357
Tỷ suất lợi nhuận gộp	30,8%	29,8%	29,5%	Tổng nợ	9.874	8.571	9.240
Tỷ suất LNST	14,9%	13,5%	13,7%	Vốn góp chủ sở hữu	6.413	12.826	12.826
ROE DuPont	23,6%	17,4%	18,3%	Thặng dư	-	-	-
ROA DuPont	16,1%	12,0%	12,9%	LN chưa phân phối	15.565	10.217	9.988
Tỷ suất EBIT/doanh thu	19,6%	17,8%	17,7%	Các khoản khác	1.163	1.169	1.169
LNTT / EBIT	99,3%	99,1%	99,4%	Lợi ích cổ đông thiểu số	1.451	1.273	1.420
LNST/LNTT	76,7%	76,7%	77,8%	Vốn chủ sở hữu	24.591	25.485	25.403
Vòng quay tổng tài sản	1,1x	0,9x	0,9x	Tổng cộng nguồn vốn	34.465	34.057	34.643
Đòn bẩy tài chính	1,5x	1,4x	1,4x	Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023	2024F
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023	2024F	Tiền đầu năm	20.598	23.481	22.781
Thời gian luân chuyển tiền	-77,1	-83,9	-72,6	Lợi nhuận sau thuế	5.484	4.271	4.566
Số ngày phải thu	7,1	12,7	13,9	Khấu hao	561	570	570
Số ngày tồn kho	29,1	38,5	38,8	Dự phòng	(0)	3	-
Số ngày phải trả	113,3	135,2	125,4	Thay đổi vốn lưu động và điều chỉnh khác	(1.666)	(2.904)	(1.022)
COGS / Hàng tồn kho	14,5x	9,7x	9,8x	Tiền từ hoạt động KD	4.379	1.940	4.113
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023	2024F	Thanh lý tài sản cố định	4	2	-
CS thanh toán hiện hành	2,9x	3,2x	3,1x	Chi mua sắm TSCĐ	(533)	(284)	(91)
CS thanh toán nhanh	2,7x	2,9x	2,8x	Các HĐ đầu tư khác	(1.339)	2.997	1.256
CS thanh toán tiền mặt	2,5x	2,8x	2,7x	Tiền từ hđ đầu tư	(1.868)	2.716	1.165
Nợ / Tài sản	0,3x	0,3x	0,3x	Thay đổi nợ	371	(331)	(6)
Nợ / Vốn CSH	0,4x	0,3x	0,4x	Tăng (giảm) vốn	-	-	-

Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,4x	0,3x	0,3x	Cổ tức đã trả	(2.419)	(3.354)	(4.489)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x	Các hoạt động TC khác	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	150,7x	107,9x	165,1x	Tiền từ hoạt động TC	(2.048)	(3.685)	(4.495)
				Tổng lưu chuyển tiền tệ	463	971	783
				Chênh lệch tỷ giá	(0)	(0)	-
				Tiền cuối năm	4.069	5.040	5.820

XI. PHỤ LỤC

1. Công ty con và công ty liên kết của SAB ([quay lại](#))

STT	Tên Công ty	Hoạt động chính	%quyền sở hữu
1	CTCP Bia Sài Gòn - Miền Tây	Sản xuất và kinh doanh bia	70,6%
2	CTCP Nước giải khát Chương Dương	Sản xuất, kinh doanh nước giải khát, đồ hộp và phụ liệu	62,1%
3	CTCP Bia Sài Gòn - Quảng Ngãi	Sản xuất và kinh doanh bia	66,6%
4	CTCP Rượu Bình Tây	Sản xuất và kinh doanh rượu	93,3%
5	CTCP Bia, Rượu Sài Gòn - Đồng Xuân	Sản xuất và kinh doanh bia và nước giải khát có ga	55,9%
6	CTCP Bia Sài Gòn - Nghệ Tĩnh	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu và nước giải khát	54,7%
7	CTCP Bia Sài Gòn - Sông Lam	Sản xuất và kinh doanh bia và nước giải khát; xuất nhập khẩu các nguyên vật liệu liên quan	68,8%
8	CTCP Bia Sài Gòn - Hà Nội	Sản xuất và kinh doanh bia và nước giải khát; xuất nhập khẩu các nguyên vật liệu liên quan	52,1%
9	CT TNHH Một thành viên Thương mại bia Sài Gòn	Kinh doanh bia, rượu và nước giải khát	100,0%
10	CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Miền Bắc	Kinh doanh bia, rượu và nước giải khát; cung cấp dịch vụ vận chuyển hàng hóa và cho thuê kho bãi	90,0%
11	CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Bắc Trung Bộ	Kinh doanh bia, rượu và nước giải khát; cung cấp dịch vụ vận chuyển hàng hóa và cho thuê kho bãi	95,1%
12	CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Trung tâm	Bán buôn bia, đồ uống có cồn, đồ uống không cồn; bán buôn hóa chất khác, cồn; mua bán bao bì; kinh doanh vận tải hàng hóa bằng ô tô	94,5%
13	CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Miền Trung	Kinh doanh bia, rượu và nước giải khát; kinh doanh kho bãi và dịch vụ vận tải hàng hóa bằng ô tô	91,2%
14	CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Tây Nguyên	Kinh doanh bia, rượu và nước giải khát; cung cấp dịch vụ vận chuyển hàng hóa và cho thuê kho bãi	90,0%
15	CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Nam Trung Bộ	Kinh doanh bia, rượu và nước giải khát; cung cấp dịch vụ vận chuyển hàng hóa và cho thuê kho bãi	90,1%
16	CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Miền Đông	Kinh doanh bia, rượu và nước giải khát; cung cấp dịch vụ vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ và đường thủy	90,7%
17	CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Sông Tiền	Kinh doanh bia, rượu và nước giải khát; cung cấp dịch vụ vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ	90,0%
18	CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Sông Hậu	Kinh doanh bia, rượu và nước giải khát; cung cấp dịch vụ vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ và đường thủy	90,0%
19	CT TNHH Một thành viên Cơ khí Sa Be Co	Chế tạo máy móc dùng cho sản xuất thực phẩm; lắp đặt và bảo trì hệ thống máy móc thiết bị	100,0%
20	CT TNHH Một thành viên Bia Sài Gòn Sóc Trăng	Sản xuất và kinh doanh bia, mạch nha ủ lên men, nước khoáng, nước tinh khiết đóng chai	70,6%
21	CTCP Thương mại Bia Sài Gòn Đông Bắc	Kinh doanh bia, rượu, nước giải khát; cung cấp dịch vụ kho bãi và dịch vụ vận chuyển hàng hóa	90,5%
22	CT TNHH Một thành viên Bia Sài Gòn - Hà Tĩnh	Sản xuất và kinh doanh bia, mạch nha ủ lên men, nước khoáng, nước tinh khiết đóng chai	100,0%

23	CTCP Bao bì Bia Sài Gòn	Sản xuất và kinh doanh nắp khoén thiếc và bao bì kim loại, bao bì phục vụ ngành đồ uống thực phẩm	76,8%
24	CT TNHH Một Thành viên Bia Sài Gòn	Bán buôn bia, rượu và nước giải khát	100,0%
25	CT TNHH Một Thành viên Tập đoàn Bia Sài Gòn	Bán buôn bia, rượu và nước giải khát	100,0%
26	CTCP Bia Sài Gòn - Lâm Đồng	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu và nước giải khát	52,9%
27	CTCP Tư vấn Đầu tư - Thiết kế và Chuyển giao Công nghệ Thành Nam	Cung cấp dịch vụ tư vấn xây dựng và thiết kế	28,6%
28	CTCP Kinh doanh Lương thực - Thực phẩm Trường Sa	Sản xuất sản phẩm nông nghiệp và thực phẩm	38,6%
29	CTCP Bia Sài Gòn - Phú Thọ	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu và nước giải khát	30,8%
30	CTCP Bia Sài Gòn - Miền Trung	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu, cồn, nước giải khát và phụ tùng thay thế	32,4%
31	CT TNHH Đầu tư Thương mại Tân Thành	Xây dựng và kinh doanh bất động sản	29,0%
32	CTCP Cơ khí và Xây lắp Công nghiệp	Sản xuất, lắp đặt các sản phẩm máy móc cầu đường và xây dựng công nghiệp	26,0%
33	CTCP Bia Sài Gòn - Vĩnh Long	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu và nước giải khát	20,0%
34	CTCP Bia Sài Gòn - Kiên Giang	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu, cồn, nước giải khát và phụ tùng thay thế	20,0%
35	CTCP Bia Sài Gòn - Khánh Hòa	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu, cồn, nước giải khát và phụ tùng thay thế	26,0%
36	CTCP Bia Sài Gòn - Bến Tre	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu và nước giải khát	20,0%
37	CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn Bình Tây	Sản xuất, gia công và kinh doanh thực phẩm, nước giải khát, bia và nước uống có cồn	21,8%
38	CTCP Bia - Nước giải khát Sài Gòn - Tây Đô	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu, nước giải khát, sữa đậu nành và nước ép trái cây	29,5%
39	CTCP Bia Sài Gòn - Bạc Liêu	Sản xuất và kinh doanh bia, rượu và nước giải khát	14,1%
40	CT TNHH Trung tâm Mê Linh	Cho thuê và quản lý cao ốc văn phòng	25,0%
41	CT Liên doanh TNHH Crown Sài Gòn	Sản xuất lon nhôm	30,0%
42	CT TNHH Thủy Tinh Malaya Việt Nam	Sản xuất các sản phẩm thủy tinh	30,0%
43	Công ty TNHH Bao bì San Miguel Yamamura Phú Thọ	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm bia bì đóng gói bằng kim loại	35,0%
44	Công ty TNHH Sản xuất Rượu và Cồn Việt Nam	Sản xuất và kinh doanh rượu và các sản phẩm nước uống có cồn	45,0%

Nguồn: SAB, FPTs Research

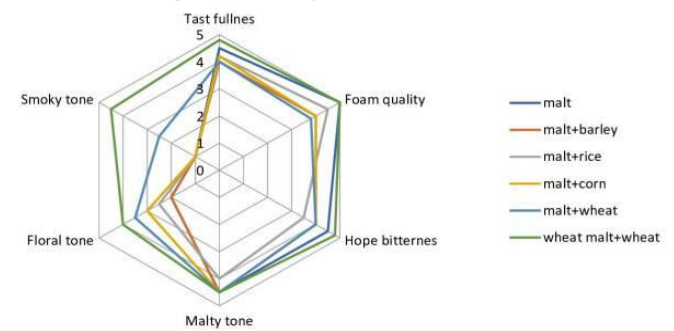
2. So sánh chất lượng các phân khúc bia (quay lại)

Chất lượng bia cao cấp, trung cấp hay phổ thông phụ thuộc vào các yếu tố sau:

- Chất lượng nguyên liệu đầu vào (malt, hoa bia, ngũ cốc ...)
- Tỷ lệ malt so với các loại ngũ cốc thay thế (bia cao cấp thường có tỷ trọng malt cao hơn các loại bia thấp cấp).
- Thời lượng ủ bia (bia cao cấp thường có thời lượng ủ lâu hơn)
- Men bia

Do hạn chế về thông tin, trong phạm vi báo cáo này chúng tôi chỉ đưa ra “Tỉ lệ malt so với các loại ngũ cốc thay thế” để cho thấy sự khác biệt giữa các loại bia ở các phân khúc. Trong sản xuất bia để hạ giá thành sản phẩm các nhà sản xuất đã thay thế bớt một phần malt đại mạch bằng một số ngũ cốc như gạo, ngô, lúa mì,... Tuy nhiên, theo một nghiên cứu của Gribkova và cộng sự công bố trên Thư viện Y khoa Hoa Kỳ tháng 03 năm 2023 ([chi tiết](#)), bia được ủ hoàn toàn bằng malt đại mạch sẽ cho hương vị đậm đà hơn và chất lượng bột tốt hơn so với các loại bia sử dụng thêm các loại ngũ cốc thay thế.

Hình 2. So sánh chất lượng các loại bia sử dụng ngũ cốc thay thế khác nhau



Nguồn: NIH

So sánh về tỷ lệ sử dụng nguyên liệu trong sản xuất bia, các thương hiệu cao cấp của Việt Nam thường có tỷ lệ sử dụng malt cao hơn so với các thương hiệu bia thấp cấp hơn. Một số nhãn hiệu cao cấp như Heineken, Saigon Special, Trúc Bạch,... còn sử dụng hoàn toàn 100% malt đại mạch và không dùng ngũ cốc thay thế trong quá trình sản xuất bia. Ngoài việc ít sử dụng ngũ cốc thay thế, một số nhãn hiệu cao cấp như Tiger Platinum, Tiger Soju hoặc 1664 Blanc còn kết hợp sử dụng thêm các loại phụ gia như hương trái cây để tạo hương vị độc đáo cho bia.

Bảng 2. Tỷ lệ sử dụng malt đại mạch : gạo một số Nhà máy bia của Việt Nam

Các nhà máy bia	Công suất (triệu lít bia/năm)	Tỷ lệ sử dụng malt đại mạch : gạo
Nhà máy Bia Heineken Quận 12	680	~ 20:3
Nhà máy Bia Heineken Hà Nội	150	~ 5:1
Nhà máy Bia Heineken Tiền Giang	300	~ 7:3
Nhà máy Bia Sài Gòn Bến Tre	100	~ 3:1
Nhà máy Bia Sài Gòn Hà Tĩnh	70	~ 3:1
Nhà máy Bia Sài Gòn Vĩnh Long	100	~ 3:1
Nhà máy Bia Sài Gòn Lâm Đồng	125	~ 3:1
Nhà máy bia Carlsberg Việt Nam	600	~11:6
Nhà máy bia Hà Nội Kim Bài	30	~13:8

Nguồn: FPTs Research

3. Các chiến dịch quảng cáo của Heineken đạt giải MMA SMARTIES VIETNAM ([quay lại](#))

Giải thưởng MMA SMARTIES là một giải thưởng thường niên được tổ chức bởi MMA Global nhằm tôn vinh các chiến dịch Mobile Marketing xuất sắc, đạt được các tiêu chí về mức độ đa dụng, tính sáng tạo và tính khả thi. Các bài dự thi sẽ được đánh giá dựa trên các tiêu chí: Sáng tạo (20%), chiến lược (20%), thực thi (20%) và kết quả kinh doanh (40%). Được tổ chức ở Việt Nam từ năm 2013, đến nay MMA SMARTIES đã thu hút rất nhiều các thương hiệu lớn tham gia dự thi như Coca Cola, Samsung, L’Oreal,... Dưới đây là danh sách các chiến dịch Marketing của Heineken đã đạt giải tại SMARTIES AWARD Vietnam giai đoạn 2021 – 2023.

	Giải SMARTIES	Chiến dịch quảng cáo
2021	Consumer Promotions (Gold) Product/Service Launch (Gold) Cross Channel Integration (Silver) Social Media Marketing (Bronze) Innovation (Bronze) Best Brand Experience In Mobile Rich Media (Gold)	Heineken Sleek Music In a Can
	Lead Generation (Gold) Product/Service Launch (Silver) Cross Mobile Integration (Gold)	Tiger Collaboration Laboratory: By Gen Z, For Gen Z

	Location targeting (Bronze)	Bia Việt - A Refreshing Campaign That Fulfills Tết in 23 Provinces At A time
2022	Cross Platform - All Media (Silver) Instant Impact (Gold) Spatial Technology (Gold) Customer life - Cycle Technology (Bronze)	Heineken Silver - The hunt for smooth gears & eKoins
	Cross Platform - Digital Only (Gold) Metaverse (Silver) Experimental/ Innovation Technology (Bronze)	Heineken Starverse: Brewing & Experiencing Heineken in the metaverse
	Product/ Service Launch (Bronze)	Strongbow Chilly Peach - Đào tuyết Chill, Phiêu lễ hội
	Brand purpose/ Activism (Silver)	Bia Việt - Hết mình về nhà, Tết Việt khởi sắc
2023	Advertiser of the Year	Heineken Vietnam
	Instant Impact/ Promotion (Silver)	Heineken Silver Cancel Proof
	Customer Journey Marketing (Silver) Integrated Ecommerce Innovation (Silver)	Heineken Silver From Gems to Silver
	Product and/ or Service Launch	Tiger Soju Infused Lager Launch: Asian Explosion In A Bottle
	Data Insights/ Contextual Marketing (Bronze)	Strongbow Festive 2023
	Spatial / AR / VR / NFT / Metaverse Tech (Gold)	Tiger Crystal Rave

Nguồn: FPTs Research

4. Các chuỗi sự kiện của Heineken Việt Nam và Sabeco giai đoạn 2018 – 2023 ([quay lại](#))

Năm	Doanh nghiệp	Sự kiện	Địa điểm	Quy mô (người tham dự)
Năm 2018	Sabeco	Chuỗi sự kiện đại nhạc hội "Saigon Special Beach Festival"	Đà Nẵng và Thanh Hóa	>100.000
		Đại nhạc hội "Tự hào Việt Nam"	Hà Nội	N/A
	Heineken Việt Nam	Chương trình khám phá và trải nghiệm "The World of Heineken"	TP.HCM	50.000
		Chiến dịch "Trải nghiệm hoàn hảo cùng F1"	TP.HCM	40.000
		Heineken Countdown Party	Hà Nội	>300.000
Năm 2019	Sabeco	Chuỗi sự kiện Đêm Sài Gòn từ tháng 8 đến tháng 9	TP.HCM, Hà Nội, Hạ Long, Đà Nẵng, Nha Trang, Đà Lạt, Phú Quốc và Cà Mau	600 - 700 lượt khách/đêm
		Tài trợ cho "Lễ hội Âm nhạc Gió mùa"	Hà Nội	>30.000
		Tài trợ cho "Liên hoan Ẩm thực Món ngon các nước"	TP.HCM	>150.000
	Heineken Việt Nam	"Khởi động F1 Việt Nam Grand Prix"	Hà Nội	>30.000
		Đại nhạc hội Tiger Remix	TP.HCM, Tiền Giang, Cần Thơ, Nha Trang, Quy Nhơn, Đà Nẵng	> 1 triệu
		Tiger Street Football 2019	14 thành phố lớn	>700 đội bóng
Năm 2020	Sabeco	Chương trình Chạy tiếp sức "Lên cùng Việt Nam"	TP.HCM	>150
	Heineken Việt Nam	Đại nhạc hội Tiger Remix	TP.HCM, Hà Nội và Đà Nẵng	>300.000
		Chiến dịch "Đánh Thức Đường Phố"	47 tỉnh thành trên cả nước	N/A

		Chiến dịch đặc biệt “88 Năm, Vẫn Một Vị Bia Bản Lĩnh”	4000 điểm bán ở 16 tỉnh thành phố	N/A
		Heineken Countdown Party	Hà Nội và Nha Trang	N/A
Năm 2021	Sabeco	Chương trình "Tiếp sức Việt Nam"	TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Cần Thơ và Khánh Hòa	N/A
		Chương trình "Góp triệu ngôi sao"		N/A
Năm 2022	Sabeco	Đêm Sài Gòn	34 tỉnh thành trên cả nước	N/A
		Tài trợ cho "Hay Fest Glamping Music Festival" và "EDM Dragon Music"	Hà Nội và Hạ Long	>10.000
		Lễ hội âm nhạc The Chill Fest	TP.HCM, Hà Nội, Cần Thơ và Đà Lạt	>20.000
		Cuộc thi "Sao của mọi cuộc vui"	29 tỉnh thành	N/A
		The Chill Fest: Runway to New Year	Hà Nội, Quy Nhơn và Vũng Tàu	> 100.000
	Heineken Việt Nam	Heineken Countdown Party	Hà Nội và Nha Trang	N/A
		Tiger Remix	TP.HCM, Đà Nẵng, Quy Nhơn và Cần Thơ	>400.000
		Đại tiệc chào năm mới	Đà Nẵng và Quảng Nam	N/A
Năm 2023	Sabeco	9 chuỗi sự kiện "Đêm Sài Gòn"	Khánh Hòa, Phú Yên và Bình Định	N/A
		Lễ hội văn hóa ẩm thực Việt Nam	Quảng Trị	N/A
		Cuộc thi "Sao của mọi cuộc vui"	16 tỉnh thành	N/A
		Lễ hội âm nhạc "The Chill Fest - Summer Adventure"	TP.HCM, Cần Thơ, Nha Trang	>10.000
		Lễ hội bia Vũng Tàu	Vũng Tàu	>100.000
		The Chill Fest White X'Mas	TP.HCM và Nha Trang	>15.000
	Heineken Việt Nam	Heineken Countdown Party	Hà Nội	N/A
		ENTERA COUNTDOWN 2024	Tp.HCM	>100.000
		Luxury Countdown Party	TP.HCM	>50.000

Nguồn: FPTs Research

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