

Mua vào (giữ nguyên)

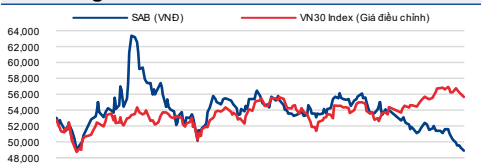
Giá mục tiêu: VNĐ68,300 (từ VNĐ68,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 39.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/3/2025)	48,900
Mã Bloomberg	SAB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	48,900-63,387
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	49,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	62,717
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,455
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,283
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,283
Slg CP NN được mua (tr.đv)	779
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	39.2%
Tỷ lệ freefloat	10.4%
Cổ đông lớn	Vietnam Beverage (53.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.05)	(11.9)	(7.62)
So với chỉ số	(5.57)	(13.1)	(12.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,716	3,597	3.3
2026F	3,838	3,612	6.3
2027F	3,950	3,685	7.2

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Sabeco là một trong hai doanh nghiệp bia lớn nhất Việt Nam. Ngoài bia, công ty còn sản xuất nước giải khát, rượu, cồn và các sản phẩm khác.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Cổ phiếu được định giá thấp trong khi thị phần cải thiện

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với SAB và gần như giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 68.300đ.
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 được điều chỉnh tăng nhẹ lần lượt 0,9% và 2,9%. Dự báo mới cho thấy mức tăng trưởng 12,3% trong năm nay – nhờ sản lượng tiêu thụ tăng ở mức trung bình và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể – và tăng trưởng 3,3% trong năm sau.
- SAB đang được định giá thấp và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 3/2022 ở mức 19,5 lần, trong khi P/E dự phóng năm 2025 ở mức 13,2 lần thấp hơn 19% so với bình quân các công ty cùng ngành. Tại giá mục tiêu, P/E dự phóng năm 2025 là 18,4 lần.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

HSC vẫn giữ quan điểm rằng mặc dù sức mua trong năm 2025 dự kiến chỉ ở mức vừa phải, SAB vẫn sẽ tiếp tục giành thêm thị phần nhờ có lợi thế ở kênh mua mang về, phân khúc sản phẩm trung cấp và thị trường miền Bắc. Đáng lưu ý, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng mạnh trong năm 2025 nhờ thương vụ hợp nhất công ty Bia Sài Gòn Bình Tây (Sabibeco, tư nhân/chưa niêm yết). SAB hiện sở hữu 59,6% cổ phần tại Sabibeco sau khi mua thêm cổ phiếu trong thời gian gần đây.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

HSC tăng nhẹ lần lượt 0,9% và 2,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lên 4.864 tỷ đồng và 5.023 tỷ đồng. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng khá 12,3% trong năm 2025 nhờ doanh thu thuần hồi phục ở mức trung bình và tỷ suất lợi nhuận cải thiện, sau đó chỉ tăng trưởng 3,3% trong năm 2026 do ảnh hưởng của việc điều chỉnh tăng thuế tiêu thụ đặc biệt. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, cho thấy lợi nhuận thuần đạt 5.170 tỷ đồng, tăng trưởng 2,9%. Dự báo lợi nhuận của chúng tôi cao hơn 3,3-8% so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11,9% trong 3 tháng qua, SAB có mức định giá thấp và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 3/2022 ở mức 19,5 lần. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 13,2 lần, thấp hơn 19% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 16,3 lần.

HSC giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp DCF ở mức 68.300đ (từ 68.200đ) do tác động tích cực của việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận bị bù trừ bởi tác động tiêu cực của việc tăng giả định WACC và giảm giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 39,7%, dẫn đến quyết định duy trì khuyến nghị Mua vào của chúng tôi. HSC nhận thấy SAB là cổ phiếu phòng thủ với dòng tiền tự do ổn định và lợi suất cổ tức cao ở mức 7,1%/năm, mặc dù mức tăng trưởng lợi nhuận chỉ giới hạn ở một chữ số.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,381	4,986	5,824	6,017	6,199
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,118	4,330	4,864	5,023	5,170
EPS ĐC (đồng)	3,132	3,291	3,716	3,838	3,950
DPS (đồng)	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
BVPS (đồng)	18,878	18,153	18,344	18,647	19,061
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.6	12.0	10.2	9.91	9.62
P/E ĐC (lần)	15.6	14.9	13.2	12.7	12.4
Lợi suất cổ tức (%)	7.16	7.16	7.16	7.16	7.16
P/B (lần)	2.59	2.69	2.67	2.62	2.57
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.5)	5.08	12.9	3.28	2.92
ROAE (%)	17.4	18.2	20.8	21.2	21.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ tiềm năng tăng giá cổ phiếu, định giá rẻ

Mặc dù vẫn giữ quan điểm rằng sức mua trong năm 2025 dự kiến chỉ ở mức trung bình, HSC tin rằng SAB sẽ tiếp tục giành thêm thị phần nhờ có lợi thế ở kênh siêu thị, cửa hàng, phân khúc sản phẩm trung cấp và thị trường miền Bắc. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, với kỳ vọng doanh thu thuần và lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng lần lượt 4,3% và 12,3% đạt 33.258 tỷ đồng và 4.864 tỷ đồng. Trong khi đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng 3,3% đạt 5.023 tỷ đồng. HSC đưa ra dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 ở mức 5.170 tỷ đồng, tăng trưởng 2,9% và duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 68.300đ.

Tóm tắt KQKD năm 2024

Ngành bia của Việt Nam phục hồi nhẹ trong năm 2024, với sản lượng tiêu thụ tăng chỉ 2,5%, theo ước tính của HSC. Thị phần của SAB trong năm 2023 và 2024 cải thiện, do khách hàng chuyển sang phân khúc sản phẩm trung cấp và kênh siêu thị, cửa hàng cũng như nỗ lực của công ty trong việc thúc đẩy doanh thu tại kênh siêu thị (thuộc kênh mua mang về) và tại thị trường miền Bắc. Trong khi đó, đối thủ của Sabeco là Heineken Vietnam đánh mất thị phần trong năm 2023 và giành lại phần nào thị phần trong năm 2024.

Cho năm 2025, HSC dự báo nhu cầu bia sẽ tăng 4% so với cùng kỳ, nhờ người tiêu dùng thích nghi được với các quy định cấm lái xe sau khi uống rượu bia và sự cải thiện niềm tin của người tiêu dùng, đặc biệt là trong nửa cuối năm 2025.

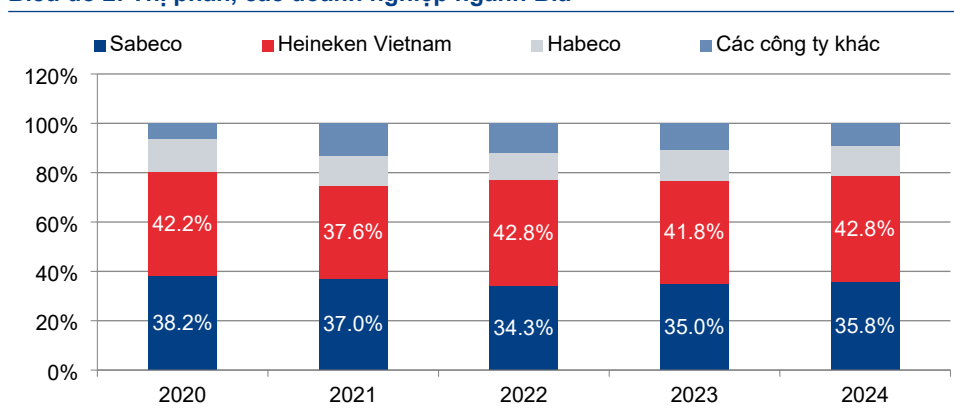
Trong năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của SAB đạt lần lượt 31.872 tỷ đồng (tăng trưởng 4,6%) và 4.330 tỷ đồng (tăng trưởng 5,2%). Doanh thu bia đạt 28.083 tỷ đồng, tăng 4,3% so với cùng kỳ, cao hơn một chút so với mức tăng trưởng doanh thu của toàn ngành. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần thực tế đạt 4.330 tỷ đồng, thấp hơn so với dự báo của chúng tôi ở mức 4.501 tỷ đồng do tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn kỳ vọng và tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu cao hơn kỳ vọng.

Bảng 1: KQKD Q4/2024 & cả năm 2024, SAB

Tỷ đồng	Q4/23	Q4/24	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	Q4/24F	% dự báo của HSC	2023	2024	Tăng trưởng	2024F	% dự báo của HSC
Doanh thu thuần	8,520	8,933	4.8%	16.5%	8,490	105.2%	30,461	31,872	4.6%	31,430	101.4%
Lợi nhuận gộp	2,456	2,499	1.8%	9.7%			9,091	9,318	2.5%	9,340	99.8%
Chi phí BH&QL	(1,553)	(1,641)	5.7%	50.3%			(5,280)	(4,863)	-7.9%	(4,619)	105.3%
LNTT	1,249	1,239	-0.8%	-15.8%			5,370	5,647	5.2%	6,229	90.7%
Lợi nhuận thuần	947	965	2.0%	-13.7%	1,137	84.9%	4,118	4,330	5.2%	4,501	96.2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.8%	28.0%					29.8%	29.2%			
Chi phí BH&QL / Doanh thu	-18.2%	-18.4%					-17.3%	-15.3%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.1%	10.8%			15.4%		0.0%	14.3%			

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 2: Thị phần, các doanh nghiệp ngành Bia



Nguồn: HSC ước tính

Dự báo mới: Tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

Năm 2025: Lợi nhuận thuần dự kiến tăng 12,3%

Mặc dù vẫn giữ quan điểm rằng sức mua trong năm 2025 chỉ ở mức vừa phải, HSC tin rằng SAB sẽ tiếp tục giành thêm thị phần nhờ có lợi thế ở kênh siêu thị, cửa hàng, phân khúc sản phẩm trung cấp và thị trường miền Bắc. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng lần lượt 4,3% và 12,3% đạt 33.258 tỷ đồng và 4.864 tỷ đồng, cao hơn 0,9% so với dự báo trước đó.

Đáng lưu ý, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh trong năm 2025 (lên 31,3% so với 29,2% trong năm 2024) nhờ hợp nhất công ty bia Sabibeco vào SAB. Lưu ý, trong tháng 12/2024, SAB hoàn tất thương vụ mua thêm 43,2% cổ phần tại Sabibeco, một công ty bia liên kết mà trước đó SAB sở hữu 16,4% cổ phần. Sau khi hoàn tất mua thêm cổ phần, tỷ lệ sở hữu của SAB tại Sabibeco tăng lên 59,6%. Việc hợp nhất Sabibeco dự kiến sẽ giúp SAB giảm khoảng 1.800 tỷ đồng thuế tiêu thụ đặc biệt trên giá vốn hàng bán hợp nhất nhưng đồng thời cũng làm tăng chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt hợp nhất. HSC đã phản ánh tác động của việc tăng giá nguyên liệu thô (dự kiến tăng bình quân 6% so với cùng kỳ) vào dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp mới.

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận, SAB

HSC tăng nhẹ dự báo cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024				
Doanh thu thuần	31,430	31,872	1.4%	4.6%
Lợi nhuận thuần	4,501	4,330	-3.8%	5.2%
2025F				
Doanh thu thuần	32,287	33,258	3.0%	4.3%
Lợi nhuận thuần	4,822	4,864	0.9%	12.3%
2026F				
Doanh thu thuần	33,166	35,208	6.2%	5.9%
Lợi nhuận thuần	4,882	5,023	2.9%	3.3%
2027F				
Doanh thu thuần		36,244		2.9%
Lợi nhuận thuần		5,170		2.9%

Nguồn: SAB, HSC ước tính

Bảng 4: Giả định tỷ suất lợi nhuận, SAB

	Cũ	Mới	Điều chỉnh (điểm cơ bản)	Tăng trưởng (điểm cơ bản)
2024				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29.7%	29.2%	-48	(61)
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	14.7%	15.3%	62	(202)
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.3%	13.6%	-74	7
2025F				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	31.1%	31.3%	22	206
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	15.1%	15.6%	48	24
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.9%	14.6%	-31	104
2026F				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	31.1%	30.9%	-16	(38)
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	15.1%	15.5%	38	(10)
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.9%	14.3%	-62	(31)
2027F				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	-	31.0%	-	13
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	-	15.5%	-	6
Tỷ suất lợi nhuận thuần	-	14.3%	-	4

Nguồn: SAB, HSC ước tính

Năm 2026-2027: Tăng trưởng 1 con số do tăng thuế tiêu thụ đặc biệt

HSC dự báo lợi nhuận thuần mới cho năm 2026 ở mức 5.023 tỷ đồng, cao hơn 2,9% so với dự báo trước đó. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 3% và 2,9% đạt 36.307 tỷ đồng và 5.170 tỷ đồng.

Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định Chính phủ sẽ tăng thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia rượu từ năm 2026 và mức thuế mới cho năm 2026, 2027 và 2028 lần lượt là 80%, 85% và 90% (so với mức hiện tại là 65%).

Do thuế tiêu thụ đặc biệt được tính dựa trên giá bán, thuế suất tăng sẽ nói rộng khoảng cách chênh lệch về giá bán của các sản phẩm trung cấp và sản phẩm cao cấp. Do đó, chúng tôi tin rằng SAB sẽ có lợi thế cạnh tranh và tiếp tục giành thêm thị phần từ các công ty sản xuất bia cao cấp. Thị phần của Công ty được dự báo sẽ cải thiện lên lần lượt 36,3%, 36,4% và 36,6% trong năm 2026, 2027 và 2028.

HSC giả định SAB sẽ tăng 9,2% giá bán bình quân trong năm 2026, 3,2% trong năm 2027 và 2,8% trong năm 2028 để bù cho phần chi phí tăng thêm của thuế tiêu thụ đặc biệt. Do tăng giá bán bình quân, chúng tôi cho rằng đà tăng sản lượng tiêu thụ của SAB sẽ chững lại từ năm 2026, nhưng vẫn ở mức cao hơn so với toàn ngành. Từ đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng chậm lại, lần lượt ở mức 3,3%, 2,9% và 1,1% trong năm 2026, 2027 và 2028.

Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với giả định thuế tiêu thụ đặc biệt trong Bảng 5. Thêm thông tin về thuế tiêu thụ đặc biệt: theo tờ trình của Chính phủ được thảo luận tại kỳ họp tháng 10/2024 của Quốc hội, thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ được điều chỉnh tăng từ năm 2026 với Phương án 1 và Phương án 2. Mặc dù quyết định cuối cùng có thể sẽ được đưa ra vào tháng 5/2025, Chính phủ có khuynh hướng ưu tiên Phương án 2, tức là áp dụng mức thuế cao (80% trong năm 2026, 85% trong năm 2027, 90% trong năm 2028, 95% trong năm 2029 và 100% từ năm 2030 trở đi).

Bảng 5: Phân tích các kịch bản thuế tiêu thụ đặc biệt

Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi (kịch bản 2), thuế suất tiêu thụ đặc biệt đối với sản phẩm bia sẽ tăng lên 80-90% trong giai đoạn 2026-28, và do đó sẽ ảnh hưởng tới tăng trưởng lợi nhuận

Tỷ đồng	Kịch bản 2 (80% vào năm 2026) – kịch bản cơ sở			Kịch bản 1 (70% vào năm 2026) – kịch bản tích cực hơn			Kịch bản 0 (65% vào năm 2026) – kịch bản tích cực nhất		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Thuế suất tiêu thụ đặc biệt (% giá trước thuế)	80.0%	85.0%	90.0%	70.0%	75.0%	80.0%	65.0%	65.0%	65.0%
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ toàn ngành	3.0%	2.0%	2.0%	4.0%	3.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Giá bán bình quân tăng	9.2%	3.2%	2.8%	3.4%	3.0%	2.7%	0.8%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ	4.1%	2.3%	2.6%	5.2%	3.3%	3.6%	6.2%	5.3%	5.6%
Doanh thu sau thuế	35,208	36,244	37,369	35,110	36,484	38,003	35,251	37,154	39,357
Doanh thu mảng bia sau thuế	31,051	31,887	32,801	30,952	32,129	33,441	31,094	32,805	34,807
Lợi nhuận thuần	5,023	5,170	5,228	5,217	5,301	5,262	5,370	5,441	5,447
Thay đổi lợi nhuận thuần (so với kịch bản 0)	(347)	(271)	(219)	(153)	(140)	(186)			
Chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt	15,136	16,872	18,585	13,224	14,880	16,548	12,357	12,939	13,492
Thay đổi chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt (so với kịch bản 0)	2,780	3,933	5,094	868	1,941	3,056			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Ước tính KQKD Q1/2025

Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2025F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2025F	% dự báo của HSC	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	7,183	7,503	4%	-16%	33,258	23%	23%
Lợi nhuận gộp	2,100	2,308	10%	-8%	10,398	22%	22%
Chi phí BH&QL	(1,051)	(1,196)	14%	-27%	(5,173)	23%	23%
LNTT	1,303	1,382	6%	12%	6,478	21%	21%
Lợi nhuận thuần	997	1,059	6%	10%	4,856	22%	22%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29.2%	30.8%			31.3%		
Tỷ lệ chi phí BH&QL / Doanh thu	-14.6%	-15.9%			-15.6%		
Tỷ suất lợi nhuận thuần	13.9%	14.1%			14.6%		

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo KQKD Q1/2025

HSC dự báo doanh thu thuần đạt 7.503 tỷ đồng, tăng trưởng 4% và 1.059 tỷ đồng lợi nhuận thuần, tăng trưởng 6%. Đà tăng của sản lượng tiêu thụ thúc đẩy doanh thu thuần, trong khi đó chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên 30,8% nhờ hợp nhất Sabibeco vào SAB và tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu cũng sẽ cao hơn do chi phí quảng cáo và khuyến mãi có xu hướng tăng trong thời gian gần đây. Do đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng 6%.

Duy trì khuyến nghị Mua vào, với giá mục tiêu 68.300đ**Kết luận và phương pháp định giá**

HSC giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp DCF ở mức 68.300đ (từ 68.200đ) do tác động tích cực của việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận bị bù trừ bởi tác động tiêu cực của việc tăng giả định WACC và giảm giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 39,7%, dẫn đến quyết định duy trì khuyến nghị Mua vào của chúng tôi. HSC nhận thấy SAB là cổ phiếu phòng thủ với dòng tiền tự do ổn định và lợi suất cổ tức cao 7,1%/năm, mặc dù mức tăng trưởng lợi nhuận chỉ giới hạn ở một chữ số.

Chúng tôi lưu ý rằng giả định WACC được điều chỉnh lên 10,9% (từ 10,5% trước đó) do điều chỉnh hệ số beta, trong khi đó giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn được điều chỉnh giảm nhẹ xuống 1,5% (từ 2% trước đó) do kế hoạch tăng thuế tiêu thụ đặc biệt tạo ra sự không chắc chắn đối với mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong dài hạn.

Bảng 7: Giả định WACC, SAB

	Cũ	Mới
Tỷ trọng vốn CSH	99.1%	99.4%
Beta	0.88	0.92
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro	7.5%	7.5%
Chi phí vốn CSH	10.6%	10.9%
Tỷ trọng nợ	0.9%	0.6%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ	6.2%	6.2%
Chi phí nợ sau thuế	5.0%	5.0%
WACC	10.5%	10.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, SAB

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	31,872	33,258	35,208	36,244	37,369
Tỷ suất EBIT	17.2%	18.8%	18.3%	18.3%	18.0%
EBIT	5,482	6,245	6,453	6,645	6,719
- Thuế, đã điều chỉnh	(1,096)	(1,249)	(1,291)	(1,329)	(1,344)
NOPLAT	4,385	4,996	5,162	5,316	5,376
+ Khấu hao	549	589	595	610	625
- Thay đổi vốn lưu động	574	(335)	(136)	(273)	(245)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(296)	(300)	(300)	(350)	(350)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	5,212	4,950	5,321	5,303	5,406

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Giá trị dài hạn, SAB

	Đơn vị	Giá trị (cuối 2025)
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	5,406
WACC		10.9%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1.5%
WACC – tốc độ tăng trưởng dài hạn		9.4%
Dòng tiền dài hạn * (1 + tốc độ tăng trưởng dài hạn) / (WACC - tốc độ tăng trưởng dài hạn)	Tỷ đồng	58,591
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	42,999
EBITDA dài hạn		8.1 lần

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Giá trị của vốn CSH, SAB

	Đơn vị	Giá trị (cuối 2025)
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	23,244
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	42,999
Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	66,243
Tiền/(nợ) thuần, điều chỉnh	Tỷ đồng	21,327
Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	87,569
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	1,282.6
Giá trị vốn CSH mỗi cổ phiếu	Đồng	68,277

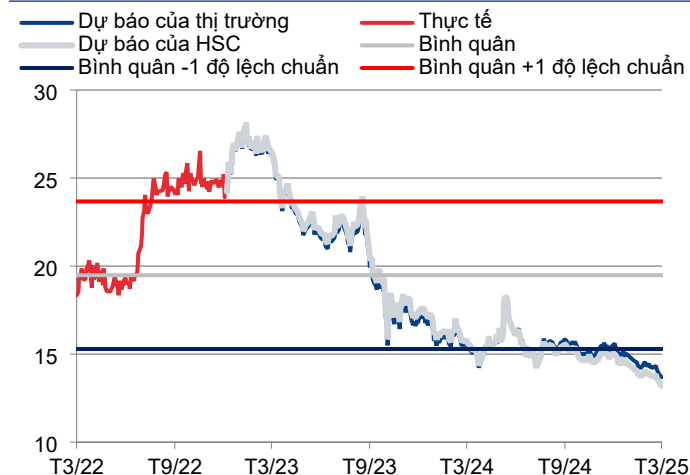
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11,9% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 13,1% so với chỉ số VN Index, SAB có mức định giá thấp và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 3/2022 ở mức 19,5 lần. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 13,2 lần, thấp hơn 19% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 16,3 lần.

Biểu đồ 11: P/E trượt dự phóng 1 năm, SAB

SAB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 12: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, SAB

... thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 19,5 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Định giá các công ty cùng ngành, SAB

SAB đang giao dịch với P/E năm 2025 chiết khấu 19% so với các công ty ngành bia khác tại châu Á

	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		Tăng trưởng EPS	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025
Tsingtao Brewery	Hồng Kông	12,104	23.5	21.7	10.24	9.49	-1.3%	8.5%
China Resources Beer	Hồng Kông	11,844	15.9	14.7	9.15	8.49	2.7%	10.0%
Chongqing Brewery Co. Ltd.	Trung Quốc	3,919	21.8	20.6	7.27	6.91	-7.9%	5.7%
Budweiser APAC	Hồng Kông	16,157	19.7	17.7	7.11	6.67	6.9%	11.3%
ThaiBev	Singapore	9,550	10.7	9.9	10.49	10.1	-18.6%	8.6%
Carlsberg Malaysia	Malaysia	1,317	16.0	15.2	11.24	10.74	4.7%	5.2%
Heineken Malaysia	Malaysia	1,823	17.0	16.3	11.45	10.95	10.3%	4.6%
Trung vị		9,550	17.0	16.3	10.2	9.5	2.7%	8.5%
Tổng CTCP Bía – Rượu – NGK SG	Việt nam	2,473	14.9	13.2	12.0	10.2	5.1%	12.9%

Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	30,461	31,872	33,258	35,208	36,244
Lợi nhuận gộp	9,091	9,318	10,408	10,864	11,214
Chi phí BH&QL	(5,280)	(4,881)	(5,173)	(5,442)	(5,625)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,811	4,437	5,235	5,422	5,589
Lãi vay thuần	1,340	1,017	990	1,011	1,038
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	232	197	75.4	73.9	71.6
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(12.8)	(4.50)	10.8	10.8	10.8
LN TT	5,370	5,647	6,311	6,518	6,709
Chi phí thuế TNDN	(1,115)	(1,153)	(1,262)	(1,304)	(1,342)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(137)	(165)	(185)	(191)	(197)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,118	4,330	4,864	5,023	5,170
Lợi nhuận thuần ĐC	4,118	4,330	4,864	5,023	5,170
EBITDA ĐC	4,381	4,986	5,824	6,017	6,199
EPS (đồng)	3,132	3,291	3,716	3,838	3,950
EPS ĐC (đồng)	3,132	3,291	3,716	3,838	3,950
DPS (đồng)	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,040	4,478	4,858	5,027	5,182
Đầu tư ngắn hạn	17,741	16,566	16,866	17,366	17,866
Phải thu khách hàng	467	433	452	478	493
Hàng tồn kho	2,318	1,979	2,130	2,390	2,585
Các tài sản ngắn hạn khác	988	1,611	1,695	1,812	1,875
Tổng tài sản ngắn hạn	26,553	25,067	26,001	27,074	28,001
TSCĐ hữu hình	2,890	2,484	2,028	1,743	1,444
TSCĐ vô hình	923	957	947	937	927
Bất động sản đầu tư	279	268	251	234	217
Đầu tư dài hạn	57.2	1,368	1,368	1,368	1,368
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,230	2,305	1,995	2,048	2,101
Tài sản dài hạn khác	1,124	990	1,197	1,238	1,309
Tổng tài sản dài hạn	7,503	8,373	7,787	7,568	7,366
Tổng cộng tài sản	34,057	33,439	33,787	34,642	35,367
Nợ ngắn hạn	530	245	245	245	245
Phải trả người bán	2,476	2,642	2,409	2,310	2,138
Nợ ngắn hạn khác	3,815	4,354	4,501	4,786	4,921
Tổng nợ ngắn hạn	8,225	8,657	8,590	8,869	8,875
Nợ dài hạn	171	169	152	137	124
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	50.8	49.2	49.9	53.1	54.6
Nợ dài hạn khác	125	127	128	136	139
Tổng nợ dài hạn	347	345	331	326	318
Tổng nợ phải trả	8,571	9,002	8,920	9,196	9,193
Vốn chủ sở hữu	24,212	23,282	23,527	23,916	24,446
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,273	1,155	1,340	1,531	1,728
Tổng vốn chủ sở hữu	25,485	24,437	24,867	25,447	26,174
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,057	33,439	33,787	34,642	35,367
BVPS (đ)	18,878	18,153	18,344	18,647	19,061
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(4,339)	(4,063)	(4,460)	(4,645)	(4,813)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	3,811	4,437	5,235	5,422	5,589
Khấu hao	(570)	(549)	(589)	(595)	(610)
Lãi vay thuần	1,340	1,017	990	1,011	1,038
Thuế TNDN đã nộp	(1,100)	(1,157)	(1,262)	(1,304)	(1,342)
Thay đổi vốn lưu động	(1,109)	574	(335)	(136)	(273)
Khác	(1,572)	(1,175)	(1,073)	(1,116)	(1,140)
LCT thuần từ HĐKD	1,940	4,245	4,145	4,473	4,482
Đầu tư TS dài hạn	(284)	(296)	(300)	(300)	(350)
Góp vốn & đầu tư	(17,562)	(21,223)	9.37	(553)	(553)
Thanh lý	19,198	20,268	0	0	0
Khác	1,364	1,387	1,033	1,053	1,078
LCT thuần từ HĐĐT	2,716	136	742	200	175
Cổ tức trả cho CSH	(3,354)	(4,659)	(4,489)	(4,489)	(4,489)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(331)	(285)	(16.9)	(15.2)	(13.7)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(3,685)	(4,943)	(4,506)	(4,504)	(4,503)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,069	5,040	4,478	4,858	5,027
LCT thuần trong kỳ	971	(562)	381	169	155
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.18)	(0.35)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,040	4,478	4,858	5,027	5,182
Dòng tiền tự do	1,656	3,949	3,845	4,173	4,132

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	29.8	29.2	31.3	30.9	30.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.4	15.6	17.5	17.1	17.1
Tỷ suất LNT (%)	13.5	13.6	14.6	14.3	14.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.4	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(12.9)	4.63	4.35	5.86	2.94
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(27.7)	13.8	16.8	3.32	3.02
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(20.9)	5.16	12.3	3.28	2.92
Tăng trưởng EPS (%)	(60.8)	5.08	12.9	3.28	2.92
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.5)	5.08	12.9	3.28	2.92
Tăng trưởng DPS (%)	(30.0)	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	112	106	94.2	91.2	88.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.4	18.2	20.8	21.2	21.4
ROACE (%)	14.9	17.5	20.9	21.3	21.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.89	0.94	0.99	1.03	1.04
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.51	0.96	0.79	0.82	0.80
Số ngày tồn kho	39.6	32.0	34.0	35.8	37.7
Số ngày phải thu	7.98	7.01	7.22	7.17	7.18
Số ngày phải trả	42.3	42.8	38.5	34.6	31.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(17.7)	(17.0)	(18.6)	(19.0)	(19.3)
Nợ/tài sản (%)	2.19	1.52	1.46	1.40	1.34
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.17	0.10	0.08	0.08	0.08
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.23	2.90	3.03	3.05	3.16
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.96	1.88	1.79	1.69	1.65
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.6	12.0	10.2	9.91	9.62
P/E (lần)	15.6	14.9	13.2	12.7	12.4
P/E ĐC (lần)	15.6	14.9	13.2	12.7	12.4
P/B (lần)	2.59	2.69	2.67	2.62	2.57
Lợi suất cổ tức (%)	7.16	7.16	7.16	7.16	7.16

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn