

## Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

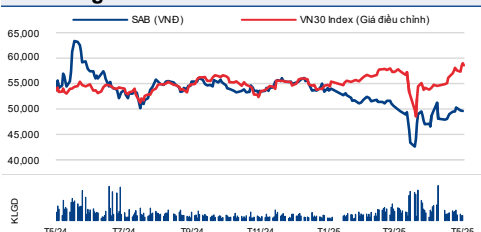
Giá mục tiêu: VNĐ58,200 (từ VNĐ68,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.2%

|                                        |                          |
|----------------------------------------|--------------------------|
| <b>Giá cổ phiếu (đồng) (22/5/2025)</b> | <b>49,650</b>            |
| Mã Bloomberg                           | SAB VN                   |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)               | 42,600-63,387            |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)               | 49,688                   |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)              | 63,679                   |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)            | 2,452                    |
| 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)             | 760                      |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN               | 100%                     |
| Tỷ lệ sở hữu của NN                    | 40.8%                    |
| Tỷ lệ freefloat                        | 10.4%                    |
| Cổ đông lớn                            | Vietnam Beverage (53.6%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



|                         |               |               |                |
|-------------------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>Giá cổ phiếu (%)</b> | <b>-1 thg</b> | <b>-3 thg</b> | <b>-12 thg</b> |
| Cổ phiếu thường         | 6.55          | (4.15)        | (7.51)         |
| So với chỉ số           | (2.46)        | (7.95)        | (15.3)         |
| So với ngành            | -             | -             | -              |

Nguồn: Công ty, FactSet

## HSC và trung bình thị trường

|                      |            |                   |                  |
|----------------------|------------|-------------------|------------------|
| <b>EPS ĐC (đồng)</b> | <b>HSC</b> | <b>Thị trường</b> | <b>% ch.lệch</b> |
| 2025F                | 3,488      | 3,597             | (3.0)            |
| 2026F                | 3,694      | 3,612             | 2.3              |
| 2027F                | 3,756      | 3,685             | 1.9              |

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

## Giảm dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với SAB xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 15% giá mục tiêu xuống 58.200đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá.
- Sau khi SAB công bố KQKD Q1/2025 kém tích cực, chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR là 5%.
- Giá mục tiêu theo phương pháp DCF cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 16,7 lần. SAB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2022 ở mức 19,4 lần. Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 14,2 lần, thấp hơn 14% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 16,5 lần.

## Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2025

KQKD Q1/2025 của SAB thấp hơn kỳ vọng của HSC, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giảm lần lượt 19% và 20% so với cùng kỳ, đa phần do sản lượng tiêu thụ giảm và chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt tăng sau khi hợp nhất Sabibeco. Nếu ngoại trừ tác động từ thuế tiêu thụ đặc biệt, doanh thu thuần vẫn giảm 11% so với cùng kỳ, phản ánh sự sụt giảm của sản lượng tiêu thụ, trong khi các đối thủ lớn lại tăng sản lượng bán ra. Sau khi điều chỉnh các khoản chi phí không thường xuyên, lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ, phù hợp mức giảm của doanh thu.

## Tác động: Giảm bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân lần lượt 6% và 4% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 của SAB. Cho năm 2025, chúng tôi giảm 5% dự báo lợi nhuận thuần xuống 4.612 tỷ đồng (tăng trưởng 6%). Cho năm 2026 và 2027, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm lần lượt 3% và 4% xuống 4.885 tỷ đồng (tăng trưởng 6%) và 4.966 tỷ đồng (tăng trưởng 2%).

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 5%.

## Định giá và khuyến nghị

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá SAB. Trong mô hình định giá, chúng tôi áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH mới (8,75% so với 7,5% trước đó) để phản ánh rủi ro từ chính sách thuế quan đối với nền kinh tế. Do đó, giá định giá WACC được điều chỉnh tăng lên 12% từ 10,9% trước đó. Chúng tôi cũng chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2026. Dựa trên việc giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá, chúng tôi giảm 15% giá mục tiêu xuống 58.200đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 17%. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, SAB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2022 ở mức 19,4 lần. Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 14,2 lần, thấp hơn 14% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 16,5 lần.

HSC nhận thấy SAB là cổ phiếu phòng thủ với dòng tiền tự do ổn định và lợi suất cổ tức cao ở mức 10,1%/năm, mặc dù mức tăng trưởng lợi nhuận chỉ giới hạn ở mức chữ số.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/5.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-23A | 12-24A | 12-25F   | 12-26F   | 12-27F   |
|---------------------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 4,381  | 4,986  | 5,550    | 5,828    | 6,014    |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 4,118  | 4,330  | 4,612 ▼  | 4,885    | 4,966    |
| EPS ĐC (đồng)             | 3,132  | 3,291  | 3,488 ▼  | 3,694    | 3,756    |
| DPS (đồng)                | 3,500  | 5,000  | 5,000 ▲  | 5,000 ▲  | 5,000 ▲  |
| BVPS (đồng)               | 18,878 | 18,153 | 16,647 ▼ | 15,348 ▼ | 14,105 ▼ |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 13.8   | 12.2   | 11.0     | 10.6     | 10.2     |
| P/E ĐC (lần)              | 15.9   | 15.1   | 14.2     | 13.4     | 13.2     |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 7.05   | 10.1   | 10.1     | 10.1     | 10.1     |
| P/B (lần)                 | 2.63   | 2.74   | 2.98     | 3.24     | 3.52     |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (21.2) | 5.08   | 5.98     | 5.92     | 1.66     |
| ROAE (%)                  | 17.4   | 18.2   | 20.7     | 23.8     | 26.3     |

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

## Giảm 13% giá mục tiêu do giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định WACC

KQKD Q1/2025 của SAB đáng thất vọng, với doanh thu thuần giảm và lợi nhuận thuần giảm lần lượt 19% và 20% so với cùng kỳ, đa phần do sản lượng tiêu thụ giảm và chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt tăng sau khi hợp nhất Sabibeco. Nếu không tính đến tác động của thuế tiêu thụ đặc biệt và các khoản chi phí không thường xuyên, doanh thu thuần và lợi nhuận sau điều chỉnh sẽ giảm 11% so với cùng kỳ. Về mặt tích cực, việc Bộ Tài chính đề xuất lùi lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt với bia, rượu sang năm 2027 được xem là yếu tố hỗ trợ cho ngành. Sau khi SAB công bố KQKD Q1/2025 kém tích cực, chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027, với kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 5%. Trên cơ sở điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định WACC (lên 12% so với 10,9%), chúng tôi giảm 15% giá mục tiêu theo phương pháp DCF 58.200đ, dẫn đến việc hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) mặc dù SAB vẫn là cổ phiếu phòng thủ với dòng tiền tự do ổn định và lợi suất cổ tức 10,1%.

### Phân tích sâu KQKD Q1/2025: Đáng thất vọng do sản lượng tiêu thụ thấp

SAB công bố KQKD Q1/2025 kém hơn kỳ vọng, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giảm lần lượt 19% và 20% so với cùng kỳ đạt 5.811 tỷ đồng và 793 tỷ đồng.

Doanh thu thuần giảm chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm và chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt tăng mạnh 18% so với cùng kỳ lên 2.509%. Chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt tăng đa phần do việc hợp nhất Sabibeco vào cuối tháng 12/2024, sau khi SAB mua thêm 43,2% cổ phần (tăng từ 22,7%).

Kể từ năm 2025, Sabibeco hoàn toàn trở thành con của SAB. Theo cơ cấu mới, Sabibeco tiếp tục sản xuất bia, sau đó bán cho SAB để phân phối đến người tiêu dùng cuối cùng. Do đó, thuế tiêu thụ đặc biệt của Sabibeco được khấu trừ trực tiếp vào doanh thu thuần hợp nhất của SAB thay vì cộng vào giá vốn hàng bán hợp nhất của SAB như trước đây. Kết quả là, tỷ suất lợi nhuận gộp của SAB sẽ cải thiện trong khi lợi nhuận thuần không đổi. Trong Q1/2025, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 32,2% (từ 29,2%) vì nguyên nhân này.

Nếu không tính đến tác động của thuế tiêu thụ đặc biệt, doanh thu thuần vẫn giảm 11% so với cùng kỳ, cho thấy sản lượng tiêu thụ giảm. KQKD của SAB thấp hơn so với các công ty cùng ngành như Heineken Vietnam với doanh thu tăng trưởng ở mức 13-15% và Habeco (BHN; chưa khuyến nghị) với mức tăng trưởng doanh thu thuần là 11%.

Nếu không tính khoản chi phí không thường xuyên dành cho hoạt động mua lại cổ phần 93 tỷ đồng, lợi nhuận thuần sẽ là 886 tỷ đồng, giảm 11% so với cùng kỳ, nhìn chung phù hợp với doanh thu sau điều chỉnh.

**Bảng 1: KQKD hợp nhất Q1/2025, SAB**

Nếu không tính tới thuế tiêu thụ đặc biệt của Sabibeco, doanh thu thuần & lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ

| Tỷ đồng                                                                  | Q1/24   | Q1/25   | % so với cùng kỳ |
|--------------------------------------------------------------------------|---------|---------|------------------|
| Doanh thu thuần                                                          | 7,183   | 5,811   | -19%             |
| Doanh thu thuần, đã điều chỉnh thuế tiêu thụ đặc biệt của Sabibeco       | 7,183   | 6,402   | -11%             |
| Lợi nhuận gộp                                                            | 2,100   | 1,872   | -11%             |
| Lợi nhuận gộp, đã điều chỉnh thuế tiêu thụ đặc biệt của Sabibeco         | 2,100   | 1,872   | -11%             |
| Chi phí BH&QL                                                            | (1,051) | (1,046) | 0%               |
| LNTT                                                                     | 1,303   | 1,022   | -22%             |
| Lợi nhuận thuần                                                          | 997     | 793     | -20%             |
| Lợi nhuận thuần, đã điều chỉnh chi phí mua Sabibeco                      | 997     | 886     | -11%             |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                                                    | 29.2%   | 32.2%   |                  |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp, đã điều chỉnh thuế tiêu thụ đặc biệt của Sabibeco | 29.2%   | 29.2%   |                  |
| Chi phí BH&QL / Doanh thu                                                | -14.6%  | -18.0%  |                  |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần                                                  | 13.9%   | 13.6%   |                  |

*Nguồn: SAB, HSC ước tính*

## Hoãn tăng thuế tiêu thụ đặc biệt; đề xuất được điều chỉnh được đánh giá là tích cực hơn cho ngành

Trong một diễn biến tích cực cho ngành bia, Bộ Tài chính đã đề xuất lùi thời điểm áp dụng Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt sửa đổi thêm một năm đến năm 2027, do tình hình kinh tế vĩ mô toàn cầu bất ổn và căng thẳng thương mại. Bộ Tài chính cũng đã đưa ra lộ trình tính thuế tiêu thụ đặc biệt ôn hòa hơn, đề xuất tăng thuế bia từ 70% lên 90% trong vòng 5 năm - thấp hơn mức đề xuất trước đó là từ 80% đến 100%. Chúng tôi nhận thấy cả hai thay đổi trên đều có lợi cho SAB và toàn ngành.

## Ảnh hưởng trực tiếp từ thuế 'đối ứng' rất ít

Do doanh thu xuất khẩu của SAB đóng góp chưa đến 1% tổng doanh thu và doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ rất thấp, nên tác động của thuế 'đối ứng' lên doanh thu của Công ty không đáng kể. Tuy nhiên, SAB có thể chịu tác động gián tiếp khi sức chi tiêu của người tiêu dùng giảm do kim ngạch xuất khẩu và dòng vốn FDI tại Việt Nam giảm.

## Giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Sau khi SAB công bố KQKD Q1/2025 kém tích cực, HSC giảm bình quân lần lượt 6% và 4% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027.

Cho năm 2025, chúng tôi giảm 5% dự báo lợi nhuận thuần xuống 4.612 tỷ đồng (tăng trưởng 6%). Cho năm 2026 và 2027, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm lần lượt 3% và 4% xuống 4.885 tỷ đồng (tăng trưởng 6%) và 4.966 tỷ đồng (tăng trưởng 2%).

Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 5%.

**Bảng 2: Dự báo lợi nhuận, SAB**

Dự báo lợi nhuận thuần gần như không đổi

| (Tỷ đồng)                                        | Cũ     | Mới    | Điều chỉnh | Tăng trưởng |
|--------------------------------------------------|--------|--------|------------|-------------|
| 2025F                                            |        |        |            |             |
| Doanh thu thuần + chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt | 44,287 | 42,498 | -4%        | 3%          |
| Doanh thu thuần                                  | 33,258 | 31,604 | -5%        | -1%         |
| Lợi nhuận thuần                                  | 4,864  | 4,612  | -5%        | 6%          |
| 2026F                                            |        |        |            |             |
| Doanh thu thuần + chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt | 50,032 | 45,140 | -10%       | 6%          |
| Doanh thu thuần                                  | 35,208 | 32,710 | -7%        | 3%          |
| Lợi nhuận thuần                                  | 5,023  | 4,885  | -3%        | 6%          |
| 2027F                                            |        |        |            |             |
| Doanh thu thuần + chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt | 52,789 | 48,400 | -8%        | 7%          |
| Doanh thu thuần                                  | 36,244 | 33,767 | -7%        | 3%          |
| Lợi nhuận thuần                                  | 5,170  | 4,966  | -4%        | 2%          |

Nguồn: HSC ước tính

## Định giá và khuyến nghị

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá cổ phiếu SAB. Trong mô hình định giá, chúng tôi áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH mới (8,75% so với 7,5% trước đó) để phản ánh rủi ro từ chính sách thuế quan đối với nền kinh tế. Do đó, giả định WACC được điều chỉnh tăng lên 12% từ 10,9% trước đó. Chúng tôi cũng chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2026.

Dựa trên việc giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá, chúng tôi giảm 15% giá mục tiêu xuống 58.200đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 17%. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với SAB xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

HSC nhận thấy SAB là cổ phiếu phòng thủ với dòng tiền tự do ổn định và lợi suất cổ tức cao 10,1%/năm, mặc dù mức tăng trưởng lợi nhuận chỉ giới hạn ở một chữ số.

**Bảng 3: Giả định WACC**

|                     | Cũ           | Mới          |
|---------------------|--------------|--------------|
| Tỷ trọng vốn CSH    | 99.4%        | 99.4%        |
| Beta                | 0.92         | 0.92         |
| Lãi suất phi rủi ro | 4.0%         | 4.0%         |
| Phần bù rủi ro      | 7.50%        | 8.75%        |
| Chi phí vốn CSH     | 10.9%        | 12.1%        |
| Tỷ trọng nợ         | 0.6%         | 0.6%         |
| Thuế suất           | 20.0%        | 20.0%        |
| Chi phí nợ          | 6.2%         | 5.0%         |
| Chi phí nợ sau thuế | 5.0%         | 4.0%         |
| <b>WACC</b>         | <b>10.9%</b> | <b>12.0%</b> |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 4: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, SAB**

| (Tỷ đồng)                        | 2025F   | 2026F   | 2027F   | 2028F   | 2029F   | 2030F   |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu                        | 31,604  | 32,710  | 33,767  | 34,861  | 35,992  | 37,161  |
| Tỷ suất EBIT                     | 18.7%   | 18.8%   | 18.5%   | 18.2%   | 17.9%   | 17.5%   |
| EBIT                             | 5,921   | 6,143   | 6,256   | 6,356   | 6,427   | 6,505   |
| - Thuế điều chỉnh                | (1,184) | (1,229) | (1,251) | (1,271) | (1,285) | (1,301) |
| NOPLAT                           | 4,737   | 4,914   | 5,005   | 5,084   | 5,141   | 5,204   |
| + Khấu hao                       | 589     | 595     | 605     | 620     | 630     | 640     |
| - Thay đổi vốn lưu động          | (200)   | 16      | (4)     | (11)    | (11)    | (19)    |
| - Chi phí đầu tư tài sản cố định | (200)   | (300)   | (200)   | (200)   | (200)   | (200)   |
| Dòng tiền tự do của doanh nghiệp | 4,926   | 5,225   | 5,406   | 5,494   | 5,561   | 5,625   |

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Giá trị dài hạn

| Tiêu chí                                                                                                               | Đơn vị  | Cuối 2025 | Cuối 2026 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|-----------|-----------|
| Dòng tiền dài hạn                                                                                                      | Tỷ đồng | 5,625     | 5,625     |
| WACC                                                                                                                   |         | 12.0%     | 12.0%     |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn                                                                                             |         | 1.5%      | 1.5%      |
| WACC - tốc độ tăng trưởng dài hạn                                                                                      |         | 10.5%     | 10.5%     |
| Dòng tiền dài hạn $\times (1 + \text{tốc độ tăng trưởng dài hạn}) / (\text{WACC} - \text{tốc độ tăng trưởng dài hạn})$ | Tỷ đồng | 54,372    | 54,372    |
| Giá trị hiện tại                                                                                                       | Tỷ đồng | 30,851    | 34,553    |
| EBITDA dài hạn                                                                                                         |         | 7,9 lần   | 7,8 lần   |

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Giá trị DCF

| Tiêu chí                             | Đơn vị  | Cuối 2025 | Cuối 2026 |
|--------------------------------------|---------|-----------|-----------|
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do | Tỷ đồng | 24,537    | 21,965    |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn | Tỷ đồng | 30,851    | 34,553    |
| Giá trị của doanh nghiệp             | Tỷ đồng | 55,388    | 56,518    |
| Tiền/(nợ) thuần                      | Tỷ đồng | 19,369    | 18,131    |
| Giá trị của vốn CSH                  | Tỷ đồng | 74,757    | 74,649    |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành      | Triệu   | 1,282.6   | 1,282.6   |
| Giá trị vốn CSH mỗi cổ phiếu         | Đồng    | 58,287    | 58,203    |

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Giá trị bình quân của cổ phiếu theo phương pháp DCF, SAB

| Tiêu chí                                      | Giá trị |
|-----------------------------------------------|---------|
| Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – định giá cuối 2025 | 58,287  |
| Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – định giá cuối 2026 | 58,203  |
| Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – bình quân          | 58,245  |

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định phân bù rủi ro vốn CSH &amp; tốc độ tăng trưởng dài hạn, SAB

| Đồng | Tốc độ tăng trưởng dài hạn | Phân bù rủi ro vốn CSH |        |        |        |        |
|------|----------------------------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
|      |                            | 8.00%                  | 8.25%  | 8.50%  | 8.75%  | 9.00%  |
|      | 0.5%                       | 59,671                 | 58,773 | 57,914 | 57,091 | 56,302 |
|      | 1.0%                       | 60,311                 | 59,381 | 58,493 | 57,642 | 56,827 |
|      | 1.5%                       | 61,016                 | 60,050 | 59,128 | 58,245 | 57,400 |
|      | 2.0%                       | 61,797                 | 60,789 | 59,827 | 58,909 | 58,030 |
|      | 2.5%                       | 62,667                 | 61,610 | 60,603 | 59,642 | 58,724 |

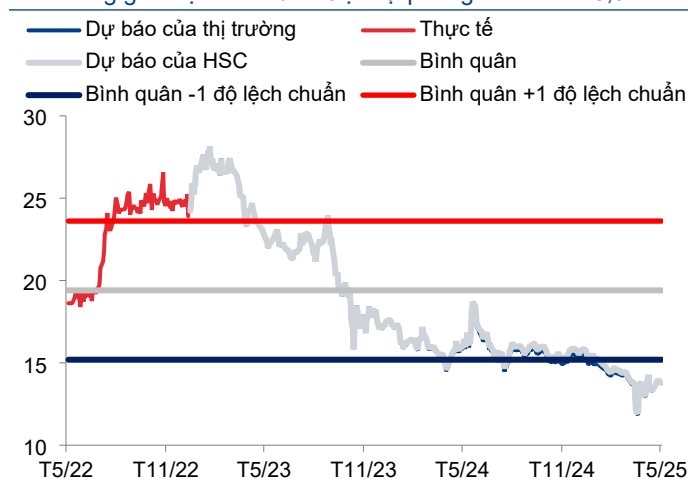
Nguồn: HSC

## Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, SAB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2022 ở mức 19,4 lần. Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 14,2 lần, thấp hơn 14% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 16,5 lần.

Biểu đồ 9: P/E trượt dự phóng 1 năm, SAB

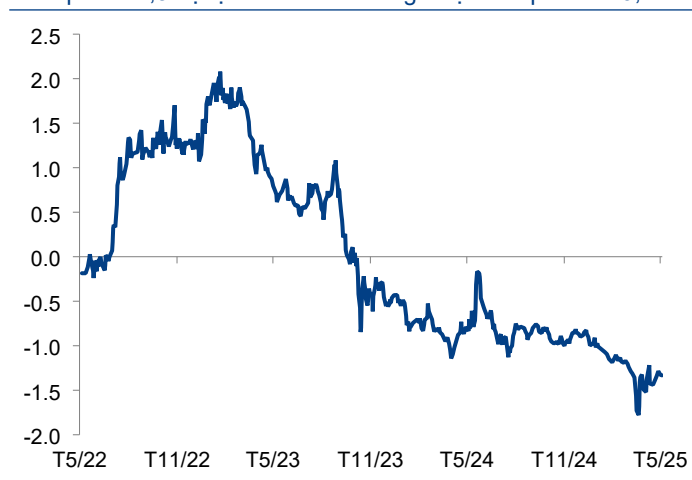
SAB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 10: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

...thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 19,4 lần



Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 11: Định giá của các công ty cùng ngành**

SAB đang giao dịch với P/E 2025 là 14,2 lần, tương đương chiết khấu 14% so với các công ty cùng ngành tại châu Á và Việt Nam

| Công ty                                      | Thị trường<br>niêm yết | Vốn hóa<br>(triệu USD) | P/E         |             | EV/EBITDA   |             | Tăng trưởng EPS |             |
|----------------------------------------------|------------------------|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------------|
|                                              |                        |                        | 2024        | 2025        | 2024        | 2025        | 2024            | 2025        |
| Tsingtao Brewery                             | Hồng Kông              | 11,674                 | 20.8        | 19.4        | 9.44        | 8.82        | -2.0%           | 9.4%        |
| China Resources Beer                         | Hồng Kông              | 10,439                 | 13.9        | 12.7        | 8.02        | 7.44        | -1.3%           | 3.1%        |
| Chongqing Brewery Co. Ltd.                   | Trung Quốc             | 3,860                  | 21.49       | 20.2        | 7.37        | 6.97        | -8.4%           | 0.3%        |
| Budweiser APAC                               | Hồng Kông              | 13,088                 | 16.5        | 15.2        | 5.68        | 5.31        | -18.3%          | 3.5%        |
| ThaiBev                                      | Singapore              | 9,063                  | 10.3        | 9.7         | 10.24       | 10.03       | 34.4%           | -20.9%      |
| Carlsberg Malaysia                           | Bursa Malaysia         | 1,385                  | 16.2        | 15.3        | 11.03       | 10.83       | 7.1%            | 8.6%        |
| Heineken Malaysia                            | Bursa Malaysia         | 1,990                  | 17.7        | 17.0        | 11.87       | 11.36       | 13.9%           | 15.4%       |
| Vinamilk                                     | Việt Nam               | 4,425                  | 13.3        | 12.8        | 9.4         | 8.8         | 6.0%            | 2.5%        |
| CTCP Hàng tiêu dùng Masan                    | Việt Nam               | 5,214                  | 17.7        | 15.1        | 15.6        | 13.4        | 10.1%           | -2.0%       |
| <b>Trung vị</b>                              |                        | 5,214                  | 16.5        | 15.2        | 9.4         | 8.8         | 6.0%            | 3.1%        |
| <b>Tổng Công ty Bia – Rượu – NCK Sài Gòn</b> | <b>Việt Nam</b>        | <b>2,453</b>           | <b>14.2</b> | <b>13.4</b> | <b>11.0</b> | <b>10.6</b> | <b>5.1%</b>     | <b>6.0%</b> |

Nguồn: Bloomberg, 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       | 31,604       | 32,710       | 33,767       |
| Lợi nhuận gộp                       | 9,091        | 9,318        | 10,118       | 10,532       | 10,901       |
| Chi phí BH&QL                       | (5,280)      | (4,881)      | (5,158)      | (5,299)      | (5,493)      |
| Thu nhập khác                       | -            | -            | -            | -            | -            |
| Chi phí khác                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>3,811</b> | <b>4,437</b> | <b>4,961</b> | <b>5,232</b> | <b>5,408</b> |
| Lãi vay thuần                       | 1,340        | 1,017        | 940          | 891          | 829          |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 232          | 197          | 208          | 211          | 202          |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -            | -            | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | (12.8)       | (4.50)       | (26.0)       | 3.55         | 3.55         |
| <b>LN TT</b>                        | <b>5,370</b> | <b>5,647</b> | <b>6,083</b> | <b>6,338</b> | <b>6,443</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (1,115)      | (1,153)      | (1,296)      | (1,268)      | (1,289)      |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (137)        | (165)        | (175)        | (186)        | (189)        |
| LNST không thường xuyên             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>4,118</b> | <b>4,330</b> | <b>4,612</b> | <b>4,885</b> | <b>4,966</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>4,118</b> | <b>4,330</b> | <b>4,612</b> | <b>4,885</b> | <b>4,966</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>4,381</b> | <b>4,986</b> | <b>5,550</b> | <b>5,828</b> | <b>6,014</b> |
| EPS (đồng)                          | 3,132        | 3,291        | 3,488        | 3,694        | 3,756        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 3,132        | 3,291        | 3,488        | 3,694        | 3,756        |
| DPS (đồng)                          | 3,500        | 5,000        | 5,000        | 5,000        | 5,000        |
| Sig CP bình quân (triệu đv)         | 1,283        | 1,283        | 1,283        | 1,283        | 1,283        |
| Sig CP cuối kỳ (triệu đv)           | 1,283        | 1,283        | 1,283        | 1,283        | 1,283        |
| Sig 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         | 4,201         | 3,947         | 4,365         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 17,741        | 16,566        | 15,566        | 14,566        | 13,066        |
| Phải thu khách hàng             | 467           | 433           | 429           | 445           | 459           |
| Hàng tồn kho                    | 2,318         | 1,979         | 1,882         | 2,045         | 2,219         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 988           | 1,611         | 1,595         | 1,662         | 1,726         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>26,553</b> | <b>25,067</b> | <b>23,673</b> | <b>22,665</b> | <b>21,835</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 2,890         | 2,484         | 2,028         | 1,643         | 1,349         |
| 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         | 2,018         | 2,093         | 2,165         |
| Tài sản dài hạn khác            | 1,124         | 990           | 1,062         | 1,184         | 1,106         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>7,503</b>  | <b>8,373</b>  | <b>7,673</b>  | <b>7,460</b>  | <b>7,132</b>  |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>34,057</b> | <b>33,439</b> | <b>31,347</b> | <b>30,124</b> | <b>28,967</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 530           | 245           | 245           | 245           | 245           |
| Phả trả người bán               | 2,476         | 2,642         | 2,517         | 2,598         | 2,679         |
| Nợ ngắn hạn khác                | 3,815         | 4,354         | 4,235         | 4,378         | 4,510         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>8,225</b>  | <b>8,657</b>  | <b>8,345</b>  | <b>8,614</b>  | <b>8,869</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 171           | 169           | 152           | 137           | 124           |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 50.8          | 49.2          | 46.9          | 48.4          | 49.9          |
| Nợ dài hạn khác                 | 125           | 127           | 121           | 123           | 127           |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>347</b>    | <b>345</b>    | <b>320</b>    | <b>309</b>    | <b>301</b>    |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>8,571</b>  | <b>9,002</b>  | <b>8,665</b>  | <b>8,924</b>  | <b>9,171</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 24,212        | 23,282        | 21,351        | 19,684        | 18,091        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 1,273         | 1,155         | 1,330         | 1,516         | 1,705         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>25,485</b> | <b>24,437</b> | <b>22,681</b> | <b>21,201</b> | <b>19,796</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>34,057</b> | <b>33,439</b> | <b>31,347</b> | <b>30,124</b> | <b>28,967</b> |
| BVPS (đ)                        | 18,878        | 18,153        | 16,647        | 15,348        | 14,105        |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | (4,339)       | (4,063)       | (3,803)       | (3,565)       | (3,996)       |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A         | 12-24A         | 12-25F         | 12-26F         | 12-27F         |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT                                       | 3,811          | 4,437          | 4,961          | 5,232          | 5,408          |
| Khấu hao                                   | (570)          | (549)          | (589)          | (595)          | (605)          |
| Lãi vay thuần                              | 1,340          | 1,017          | 940            | 891            | 829            |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (1,100)        | (1,157)        | (1,217)        | (1,268)        | (1,289)        |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (1,109)        | 574            | (200)          | 16.0           | (3.95)         |
| Khác                                       | (1,572)        | (1,175)        | (972)          | (831)          | (785)          |
| <b>LCT thuần từ HĐKD</b>                   | <b>1,940</b>   | <b>4,245</b>   | <b>4,102</b>   | <b>4,636</b>   | <b>4,765</b>   |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (284)          | (296)          | (200)          | (300)          | (200)          |
| Góp vốn & đầu tư                           | (17,562)       | (21,223)       | 1,287          | 925            | 1,428          |
| Thanh lý                                   | 19,198         | 20,268         | 0              | 0              | 0              |
| Khác                                       | 1,364          | 1,387          | 964            | 914            | 851            |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>2,716</b>   | <b>136</b>     | <b>2,051</b>   | <b>1,539</b>   | <b>2,079</b>   |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (3,354)        | (4,659)        | (6,413)        | (6,413)        | (6,413)        |
| Thu từ phát hành CP                        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Tăng/giảm nợ                               | (331)          | (285)          | (16.9)         | (15.2)         | (13.7)         |
| Khác                                       | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(3,685)</b> | <b>(4,943)</b> | <b>(6,430)</b> | <b>(6,428)</b> | <b>(6,427)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 4,069          | 5,040          | 4,478          | 4,201          | 3,947          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>971</b>     | <b>(562)</b>   | <b>(277)</b>   | <b>(253)</b>   | <b>418</b>     |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | (0.18)         | (0.35)         | 0              | 0              | 0              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>5,040</b>   | <b>4,478</b>   | <b>4,201</b>   | <b>3,947</b>   | <b>4,365</b>   |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>1,656</b>   | <b>3,949</b>   | <b>3,902</b>   | <b>4,336</b>   | <b>4,565</b>   |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 29.8   | 29.2   | 32.0   | 32.2   | 32.3   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 14.4   | 15.6   | 17.6   | 17.8   | 17.8   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 13.5   | 13.6   | 14.6   | 14.9   | 14.7   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 20.8   | 20.4   | 21.3   | 20.0   | 20.0   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (12.9) | 4.63   | (0.84) | 3.50   | 3.23   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (27.7) | 13.8   | 11.3   | 5.00   | 3.19   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | (20.9) | 5.16   | 6.50   | 5.92   | 1.66   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | (60.8) | 5.08   | 5.98   | 5.92   | 1.66   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (21.2) | 5.08   | 5.98   | 5.92   | 1.66   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | (30.0) | 42.9   | 0      | 0      | 0      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 112    | 152    | 143    | 135    | 133    |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 17.4   | 18.2   | 20.7   | 23.8   | 26.3   |
| ROACE (%)                 | 14.9   | 17.5   | 20.8   | 23.5   | 26.0   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.89   | 0.94   | 0.98   | 1.06   | 1.14   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)    | 0.51   | 0.96   | 0.83   | 0.89   | 0.88   |
| Số ngày tồn kho           | 39.6   | 32.0   | 32.0   | 33.7   | 35.4   |
| Số ngày phải thu          | 7.98   | 7.01   | 7.30   | 7.32   | 7.33   |
| Số ngày phải trả          | 42.3   | 42.8   | 42.8   | 42.8   | 42.8   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | (17.7) | (17.0) | (17.4) | (17.6) | (21.6) |
| Nợ/tài sản (%)            | 2.19   | 1.52   | 1.56   | 1.58   | 1.60   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | N/a    | N/a    | N/a    | N/a    | N/a    |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 0.17   | 0.10   | 0.09   | 0.08   | 0.08   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 3.23   | 2.90   | 2.84   | 2.63   | 2.46   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 1.99   | 1.91   | 1.94   | 1.88   | 1.82   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 13.8   | 12.2   | 11.0   | 10.6   | 10.2   |
| P/E (lần)                 | 15.9   | 15.1   | 14.2   | 13.4   | 13.2   |
| P/E ĐC (lần)              | 15.9   | 15.1   | 14.2   | 13.4   | 13.2   |
| P/B (lần)                 | 2.63   | 2.74   | 2.98   | 3.24   | 3.52   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 7.05   | 10.1   | 10.1   | 10.1   | 10.1   |

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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)