

Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (SAB)

MUA +37,0%

Ngành	Bia
Ngày báo cáo	01/10/2026
Giá hiện tại	43.300 VND
Giá mục tiêu	54.300 VND
Giá mục tiêu gần nhất	59.000 VND
TL tăng	25,4%
Lợi suất cổ tức	11,5%
Tổng mức sinh lời	37,0%

GT vốn hóa	55,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	23,0 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	26,3 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	36,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1.282,6tr
Pha loãng	1.282,6tr

	SAB	Peers	VNI
P/E (trượt)	11,6x	13,0x	13,5x
P/B (ht)	2,8x	6,8x	2,0x
ROE	20,0%	62,4%	16,1%
ROA	14,7%	20,7%	2,4%

Tổng quan Công ty

Sabeco là một trong những công ty bia lớn nhất Việt Nam. Công ty có 26 nhà máy bia trên cả nước, tổng công suất trên 2,45 tỷ lít/năm.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thảo Nguyên
Chuyên viên

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	25.888	28.057	29.171	30.000
% YoY	-19% ¹	8%	4%	3%
LNST sau lợi ích CĐTS	4.424	5.148	5.227	5.439
% YoY	2%	16%	2%	4%
EPS	2%	16%	2%	4%
Biên LN gộp	35,9%	36,6%	35,5%	36,0%
Biên LN từ HĐKD	16,6%	18,5%	18,0%	18,5%
Biên EBITDA	19,4%	21,1%	20,3%	20,6%
Biên LN ròng	17,1%	18,3%	17,9%	18,1%
EV/EBITDA	7,4x	6,3x	6,2x	6,0x
P/E	12,9x	11,1x	10,9x	10,5x
P/B	2,6x	2,8x	3,0x	3,2x
ROE	19,9%	25,2%	27,4%	30,5%
ROA	13,4%	16,1%	16,8%	18,0%

¹Nếu loại trừ ảnh hưởng từ việc loại bỏ khoản chênh lệch thuế tiêu thụ đặc biệt đối với các khoản mua hàng từ Sabibeco sau khi hợp nhất công ty này, doanh thu thuần năm 2025 của SAB giảm 5% YoY.

Tăng trưởng được duy trì dù thuế tiêu thụ đặc biệt tăng hằng năm

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 8% giá mục tiêu xuống 54.300 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA đối với Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (SAB). Mức giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu phản ánh (1) việc bổ sung phương pháp định giá CKDT bên cạnh phương pháp P/E mục tiêu, và (2) mức định giá P/E thấp hơn 2% do chúng tôi hạ P/E mục tiêu 12% từ mức 16,7 lần xuống 14,7 lần, qua đó phản ánh mức P/E trượt 12 tháng trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành thấp hơn so với Báo cáo Cập nhật trước đó của chúng tôi, mặc dù yếu tố này được bù đắp một phần bởi mức tăng 11,5% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 và tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá sang giữa năm 2027.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS đạt 3,6% trong giai đoạn 2026-31, được hỗ trợ bởi CAGR doanh thu mảng bia đạt 4,0% bất chấp lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) bắt đầu từ năm 2027 (tăng 5 điểm % mỗi năm lên mức 90% vào năm 2031).
- SAB là cổ phiếu phòng thủ hấp dẫn nhờ vị thế tài chính vững chắc và dòng tiền ổn định với cổ tức tiền mặt dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao là 5.000 đồng/cổ phiếu (tương đương lợi suất cổ tức 11,5%) mỗi năm trong giai đoạn 2026-31.
- Rủi ro:** Cạnh tranh gia tăng; sức tiêu thụ bia suy yếu; chi phí đầu vào tăng; chi phí quảng cáo và khuyến mãi (A&P) vượt dự kiến.

Doanh thu bia duy trì CAGR 4% trong giai đoạn 2026-31 dù thuế TTĐB tăng hằng năm: Chúng tôi dự báo doanh thu bia tăng trưởng lần lượt 4%/3%/5%/5%/5% YoY trong các năm 2027/28/29/30/31. Dự báo này đã phản ánh lộ trình thuế TTĐB bắt đầu từ năm 2027, theo đó thuế suất tăng 5 điểm % mỗi năm từ mức 65% của năm 2026 lên 90% vào năm 2031. Mặc dù các đợt tăng thuế định kỳ nhiều khả năng sẽ gây áp lực lên tăng trưởng doanh số bia trong những năm đầu, chúng tôi vẫn kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ phục hồi từ năm 2029 khi người tiêu dùng dần thích nghi với mặt bằng giá mới. Bên cạnh đó, việc SAB tiếp tục chuyển dịch sang quy cách đóng gói nhỏ hơn cũng giúp giảm bớt áp lực về khả năng chi trả từ các đợt tăng thuế TTĐB định kỳ.

Lon 250ml thúc đẩy tăng trưởng nhờ giá bán bình quân và giảm độ nhạy cảm về giá khi thuế TTĐB được chuyển vào giá bán: SAB đang chuyển dịch cơ cấu sản phẩm sang lon 250ml (phiên bản nhỏ hơn của lon tiêu chuẩn 330ml), phù hợp với xu hướng người tiêu dùng ưa chuộng quy cách có mức giá dễ tiếp cận và dung tích vừa phải, đáp ứng thói quen uống điều độ hơn. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng của SAB chủ yếu đến từ giá bán bình quân, do sản lượng bia dự kiến chỉ đạt CAGR 1,7% giai đoạn 2026-31. Theo ước tính của chúng tôi, lon 250ml có giá bán trên mỗi lít cao hơn lon 330ml, qua đó hỗ trợ giá bán bình quân tăng. Đồng thời, nhờ mức giá tuyệt đối thấp hơn, quy cách này giúp giảm tác động từ các đợt tăng thuế TTĐB sắp tới. Với mức độ đón nhận tích cực (sản lượng các sản phẩm lon 250ml chủ lực tăng trưởng khoảng ba chữ số trong 6 tháng đầu năm 2026), SAB đã mở rộng quy

cách này sang danh mục sản phẩm phổ thông trước các đợt tăng thuế, giúp hạn chế tác động của việc tăng giá đối với nhóm khách hàng nhạy cảm về giá.

Chi phí đại mạch thuận lợi bù đắp một phần áp lực từ giá nhôm: Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng bia tăng 0,3 điểm % YoY năm 2026 nhưng giảm 1,6 điểm % YoY năm 2027, do chi phí nhôm của SAB dự kiến tăng lần lượt 6%/16% YoY khi giá nhôm duy trì ở mức cao và các hợp đồng phòng hộ giá thấp dần hết hiệu lực từ giai đoạn cuối năm 2026. Tuy nhiên, áp lực này sẽ được giảm bớt phần nào nhờ chi phí đại mạch thuận lợi, được hỗ trợ bởi (1) giá đại mạch duy trì ở mức thấp đến ổn định, (2) các hợp đồng đại mạch giá thấp đã ký trong quý 1/2026, cùng (3) năng lực đàm phán và các biện pháp tối ưu hóa sản xuất của SAB.

Triển vọng năm 2026: Doanh số bia tăng trưởng tích cực trước đợt tăng thuế TTĐB

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 cũ	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	25.888	28.057	29.488	8%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% dự báo doanh thu bia năm 2026 do doanh thu 6T 2026 thấp hơn kỳ vọng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng doanh số bia sẽ duy trì tích cực trong nửa cuối năm với mức tăng 11% YoY, được hỗ trợ bởi (1) doanh số mùa hè khả quan nhờ ASEAN Cup, (2) giá bán trung bình cao hơn YoY nhờ các đợt tăng giá gần đây và (3) kỳ vọng của chúng tôi rằng phần lớn doanh số mùa Tết 2027 sẽ được dịch chuyển sớm vào quý 4/2026 trước khi đợt tăng thuế TTĐB có hiệu lực từ năm 2027.
Bia	24.383	26.598	27.619	9%	
Khác	1.505	1.460	1.868	-3%	
LN gộp	9.301	10.266	10.322	10%	* Hiện chúng tôi dự báo doanh thu mangan này giảm 3% YoY, so với giả định tăng 24% YoY trước đây, do doanh số bán nguyên vật liệu trong 6T 2026 giảm 6% YoY.
LN gộp mangan bia	9.454	10.405	10.354	10%	
LN gộp khác & giảm trừ doanh thu	-153	-140	-32	-9%	
Chi phí SG&A	-5.006	-5.079	-5.138	1%	* Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo chi phí SG&A, với kỳ vọng chi phí SG&A tăng 1% trong năm 2026. Dự báo của chúng tôi cho thấy chi phí này sẽ giảm 10% YoY trong nửa cuối năm do SAB đã phân bổ phần lớn chi phí marketing liên quan đến sự kiện bóng đá lớn vào quý 2.
LN từ HĐKD	4.295	5.187	5.184	21%	
Thu nhập tài chính ròng	980	1.261	740	29%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	278	292	187	5%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng mạnh dự báo dựa trên KQKD 6T 2026, với thu nhập tài chính ròng đạt 502 tỷ đồng, tăng 28% YoY (tăng 5% YoY nếu loại trừ khoản lỗ 85 tỷ đồng năm trước từ việc đánh giá lại 21,8% cổ phần sở hữu trước đó của SAB tại Sabibeco, đã được hoàn nhập từ quý 3/2025). Chúng tôi vẫn kỳ vọng thu nhập tài chính ròng nửa cuối năm sẽ tăng mạnh 29% YoY, được hỗ trợ bởi lượng tiền gửi lớn của SAB trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao hơn.
Thu nhập ròng khác	99	-32	-32	-133%	
LNTT	5.652	6.708	6.079	19%	
LNST	4.573	5.420	4.887	19%	* Do không còn khoản lãi bất thường từ việc hợp nhất Sabibeco đã ghi nhận trong năm trước.
LNST sau lợi ích CĐT	4.424	5.148	4.641	16%	
Biên LN					
Biên LN gộp	35,9%	36,6%	35,0%	0,7 điểm %	* Mặc dù điều chỉnh giảm 5% dự báo doanh thu, chúng tôi điều chỉnh tăng 11% dự báo lợi nhuận, nhờ thu nhập tài chính ròng và LN từ CTLK cao hơn. Chúng tôi dự báo LNST-CĐT nửa cuối năm sẽ tăng 15% YoY.
Biên LN gộp mangan bia	38,8%	39,1%	37,5%	0,3 điểm %	
Biên LN từ HĐKD	16,6%	18,5%	17,6%	1,9 điểm %	
Biên LNST sau lợi ích CĐT	17,1%	18,3%	15,7%	1,3 điểm %	* Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ chịu một số áp lực trong nửa cuối năm. Giá nhôm vào cuối tháng 9 vẫn neo ở mức cao, tăng 8% YTD và cao hơn 21% so với mức trung bình năm 2025; tuy nhiên, SAB đã chốt giá nhôm cho sản xuất đến hết quý 3/2026 ngay từ quý 1 với mức giá thấp hơn đáng kể so với giá thị trường hiện tại. Chúng tôi cho rằng công ty đã chốt nguồn nhôm cho sản xuất quý 4 vào cuối quý 2/đầu quý 3, khi giá đã cao hơn khoảng 12% so với mặt bằng chi phí 6T 2026. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí nhôm sẽ tăng 6% HoH trong nửa cuối năm, khiến biên lợi nhuận gộp mangan bia thu hẹp 3,3 điểm % HoH xuống 37,6%.
Chi phí A&P/doanh thu bia	9,6%	9,7%	8,2%	0,1 điểm %	

Nguồn: SAB, Vietcap

Triển vọng năm 2027: Giá bán trung bình tăng giúp giảm bớt áp lực từ thuế TTĐB

Hình 2: Dự báo năm 2027 của Vietcap

Tỷ đồng	2026F	Dự báo 2027 mới	Dự báo 2027 cũ	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	28.057	29.171	30.784	4%	* Chúng tôi dự báo doanh thu bia năm 2027 tăng trưởng khiêm tốn 4% YoY (so với mức 9% YoY trong năm 2026) do thuế suất thuế TTĐB bắt đầu tăng 5 điểm %, từ 65% lên 70%. Tăng trưởng chủ yếu được thúc đẩy bởi giá bán trung bình cao hơn sau các đợt tăng giá trong tháng 4-5/2026 và đà tăng trưởng doanh thu đến từ các sản phẩm 250ml. * Về hiệu ứng Tết, chúng tôi cho rằng tác động này phần lớn được trung hòa. Hoạt động tích trữ hàng cho Tết 2027 (tháng 2/2027) phần lớn sẽ diễn ra trong quý 4/2026 do nhu cầu nhập hàng sớm trước đợt tăng thuế TTĐB, trong khi hoạt động tích trữ hàng trước Tết 2028 cũng sẽ diễn ra trong quý 4/2027 do Tết 2028 rơi vào đầu tháng 1. Do đó, tác động lên mức nền so sánh YoY năm 2027 sẽ hạn chế.
Doanh thu bia	26.598	27.576	28.797	4%	
Khác	1.460	1.595	1.987	9%	
LN gộp	10.266	10.355	10.673	1%	
LN gộp mảng bia	10.405	10.359	10.676	0%	
LN gộp khác & giảm trừ doanh thu	-140	-4	-3	-97%	
Chi phí SG&A	-5.079	-5.105	-5.350	1%	* Chúng tôi kỳ vọng chi phí SG&A tăng 1% trong năm 2027 do chúng tôi điều chỉnh tăng 1,7 điểm % giả định tỷ lệ chi phí A&P/doanh thu bia trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng và đẩy mạnh các hoạt động khuyến mãi cho việc ra mắt các sản phẩm lon 250ml. Mặc dù tỷ lệ chi phí A&P/doanh thu bia dự kiến tăng YoY, chúng tôi kỳ vọng chi phí SG&A vẫn được kiểm soát nhờ các nỗ lực tối ưu hóa chi phí của SAB.
LN từ HĐKD	5.187	5.249	5.324	1%	
Thu nhập tài chính ròng	1.261	1.282	671	2%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	292	310	198	6%	
Thu nhập ròng khác	-32	-33	-33	4%	
LN TT	6.708	6.807	6.159	1%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 11% dự báo LN ST-CDTS năm 2027 sau khi điều chỉnh tăng mạnh dự báo thu nhập tài chính ròng trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao hơn.
LN ST	5.420	5.503	4.953	2%	
LN ST sau lợi ích CDTS	5.148	5.227	4.704	2%	
Biên LN					
Biên LN gộp	36,6%	35,5%	34,7%	-1,1 điểm %	* Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng bia giảm 1,6 điểm % YoY, chủ yếu do giá nhôm phòng hộ cao hơn, một phần được bù đắp bởi chi phí đại mạch thấp hơn. Giá đại mạch tiếp tục hỗ trợ SAB, thể hiện qua giá đại mạch bình quân 9T 2026 thấp hơn 7% so với mức năm 2025. SAB đã chốt nguồn cung đại mạch cho sản xuất đến hết quý 1/2027 với mức giá thuận lợi. Với thị trường đại mạch nửa cuối năm 2026 được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức thấp đến ổn định nhờ nguồn cung ngũ cốc toàn cầu dồi dào (theo Claight - một đơn vị nghiên cứu thị trường độc lập), chúng tôi kỳ vọng chi phí thu mua thuận lợi sẽ tiếp diễn sang năm 2027 và dự báo chi phí đại mạch của SAB giảm 6% YoY. Trong khi đó, chúng tôi dự báo chi phí nhôm tăng 16%, dựa trên giả định giá nhôm duy trì ở mức cao do ảnh hưởng từ các gián đoạn nguồn cung gần đây tại Trung Đông.
Biên LN gộp mảng bia	39,1%	37,6%	37,1%	-1,6 điểm %	
Biên LN từ HĐKD	18,5%	18,0%	17,3%	-0,5 điểm %	
Biên LN ST sau lợi ích CDTS	18,3%	17,9%	15,3%	-0,4 điểm %	
Chi phí A&P/doanh thu bia	9,7%	9,8%	8,2%	0,1 điểm %	

Nguồn: SAB, Vietcap

Kết quả kinh doanh của SAB qua các đợt tăng thuế TTĐB và dự báo 2026-2031

Hình 3: Kết quả hoạt động của SAB qua các năm

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Trước Covid								Covid		Sau Covid			
									Nghị định 100		Nghị định 168			
	Sửa đổi thuế TTĐB lần 1								Sửa đổi thuế TTĐB lần 2					
Thuế TTĐB đối với bia	45%	50%	50%	50%	55%	60%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Sản lượng của SAB YoY ¹	14%	7%	2%	5%	11%	6%	5%	12%	-20%	-10%	21%	-14%	1%	-5%
Biên LN gộp mảng bia của SAB	25,9%	28,9%	31,8%	30,8%	30,7%	29,3%	26,5%	29,2%	33,9%	33,0%	35,4%	34,1%	33,5%	38,8%
GDP Việt Nam YoY	5,2%	5,4%	6,0%	6,7%	6,2%	6,8%	7,0%	7,0%	2,9%	2,6%	8,0%	5,1%	7,1%	8,0%
Doanh số bán lẻ thực của Việt Nam YoY	6,2%	5,5%	8,1%	8,5%	8,3%	9,3%	8,4%	9,2%	-3,0%	-6,7%	15,8%	6,8%	5,9%	6,7%

Nguồn: Chính phủ Việt Nam, Cục Thống kê, SAB, Vietcap tổng hợp. ¹Ước tính của Vietcap

Hình 4: Dự báo doanh thu của SAB trước các đợt tăng thuế TTĐB sắp tới

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Thuế suất thuế TTĐB đối với bia	65%	70%	75%	80%	85%	90%
Sản lượng của SAB YoY ¹	3,0%	1,5%	0,2%	2,3%	2,3%	2,1%
Doanh thu bia của SAB YoY ¹	9,1%	3,7%	2,5%	4,7%	4,8%	4,6%
Biên LN gộp mảng bia của SAB	39,1%	37,6%	38,0%	38,9%	39,2%	39,3%

Nguồn: Chính phủ Việt Nam, Vietcap tổng hợp. ¹Ước tính của Vietcap

Hoạt động A&P

Hình 5: Quan hệ đối tác giữa SAB và VFF giai đoạn 2026-2029 và hoạt động tài trợ lễ hội âm nhạc

SAB là nhà tài trợ chính của Special Ravolution 2026



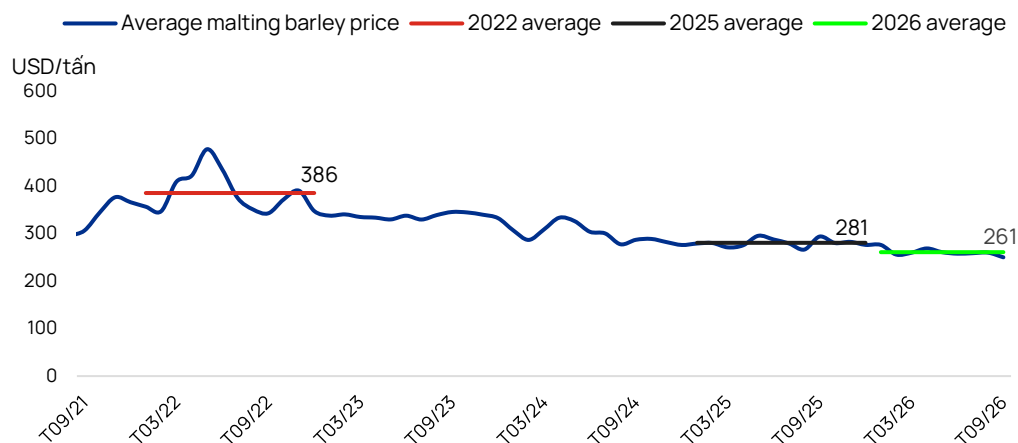
Gia hạn quan hệ đối tác chiến lược với VFF – Đối tác bia độc quyền của các Đội tuyển Bóng đá Quốc gia Việt Nam giai đoạn 2026-2029



Nguồn: SAB, Vietcap tổng hợp

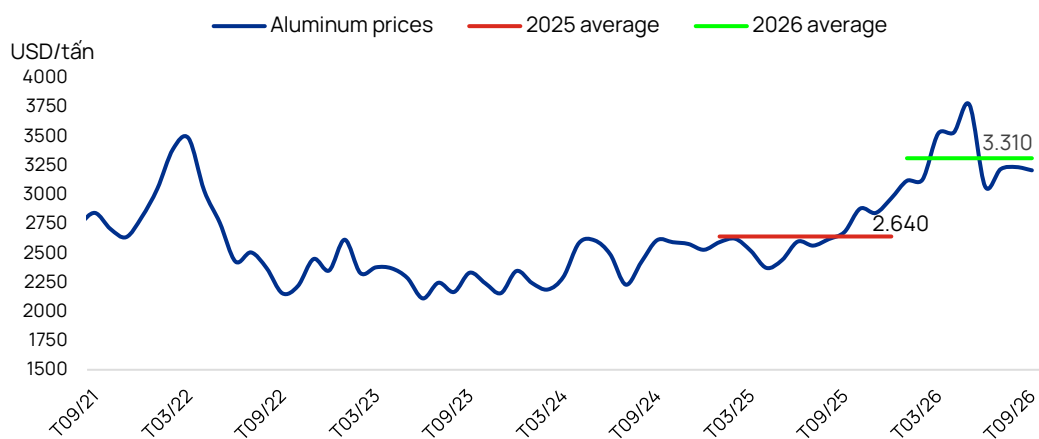
Giá nguyên liệu đầu vào

Hình 6: Giá đại mạch bình quân tiếp tục hạ nhiệt từ mức đỉnh năm 2022; giá bình quân 9T 2026 giảm thêm 7% so với mức trung bình năm 2025 và thấp hơn 32% so với mức trung bình năm 2022



Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp

Hình 7: Giá nhôm bình quân đạt 3.310 USD/tấn trong 9T 2026, cao hơn 25% so với mức trung bình năm 2025, dù giá giao ngay cuối tháng 9 đã điều chỉnh giảm 15% so với mức đỉnh hồi tháng 5



Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp

Định giá

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm 8% giá mục tiêu cho SAB xuống 54.300 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi hiện áp dụng tỷ trọng 50/50 giữa phương pháp CKDT và phương pháp P/E mục tiêu, so với chỉ sử dụng phương pháp P/E như trước đây.

- Phương pháp CKDT của chúng tôi cho ra giá trị hợp lý 50.938 đồng/cổ phiếu.
- Phương pháp P/E của chúng tôi cho ra giá trị hợp lý 57.755 đồng/cổ phiếu, giảm 2% so với mức giá trước đây, phản ánh việc chúng tôi điều chỉnh giảm 12% hệ số P/E mục tiêu xuống 14,7 lần dựa trên mức P/E trượt trung vị thấp hơn của các doanh nghiệp cùng ngành so với Báo cáo Cập nhật trước đây, một phần được bù đắp bởi mức tăng 11,5% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-30 và tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá sang giữa năm 2027.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E dự phóng các năm 2026/27 của SAB lần lượt ở mức 13,9 lần/13,7 lần, so với mức P/E dự phóng các năm 2026/27 hiện tại lần lượt là 11,1 lần/10,9 lần.

Hình 8: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý trên mỗi cp (VND)	Đóng góp giá trị trên mỗi cp (VND)
CKDT	50%	50.938	25.469
P/E 14,7x trên EPS bình quân 2026/27	50%	57.755	28.878
Giá mục tiêu			54.300
P/E 2026/2027 tại giá mục tiêu			13,9x/13,7x

Nguồn: Vietcap

Hình 9: Định giá CKDT cho SAB

Chi phí vốn	DTTD của doanh nghiệp (5 năm)	Tỷ đồng
Hệ số Beta	GTHT của dòng tiền tự do	17.647
Phần bù rủi ro thị trường	GTHT của giá trị cuối (g = 2%)	30.928
Tỷ lệ phi rủi ro	GTHT của DTTD và giá trị cuối	48.575
Chi phí VCSH	+ Tiền mặt	17.400
Chi phí nợ vay	+ Công ty liên kết	2.049
Tỷ trọng nợ vay %	- Nợ vay	436
Tỷ trọng VCSH %	- Lợi ích CĐTTS	2.257
Thuế TNDN %	Giá trị VCSH	65.332
WACC %	Số cổ phiếu (triệu)	1.282,6
	Giá trị mỗi cổ phiếu, VND	50.938

Nguồn: Vietcap

Hình 10: Dự phóng dòng tiền của SAB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế	5.187	5.249	5.559	5.842	6.134
trừ: thuế	-1.037	-1.050	-1.112	-1.168	-1.227
cộng: khấu hao	738	686	632	574	514
trừ: vốn đầu tư XDCB ròng	-353	-355	-350	-351	-352
(tăng) / giảm vốn lưu động ròng	-113	-111	-92	-106	-102
Dòng tiền tự do	4.421	4.420	4.637	4.791	4.967
GTHT của DTTD	4.179	3.735	3.502	3.234	2.997
GTHT lũy kế của DTTD	4.179	7.914	11.416	14.650	17.647

Nguồn: Vietcap

Hình 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) cho SAB theo WACC và tốc độ tăng trưởng giá trị cuối trong mô hình CKDT, giả định các yếu tố khác không đổi

Tốc độ TT giá trị cuối %	WACC				
	9,9%	10,9%	11,9%	12,9%	13,9%
	0,0%	55.400	53.600	52.100	50.900
	1,0%	57.000	54.900	53.100	51.700
	2,0%	59.000	56.400	54.300	51.300
	3,0%	61.500	58.300	55.800	52.200
	4,0%	65.000	60.800	57.700	55.300

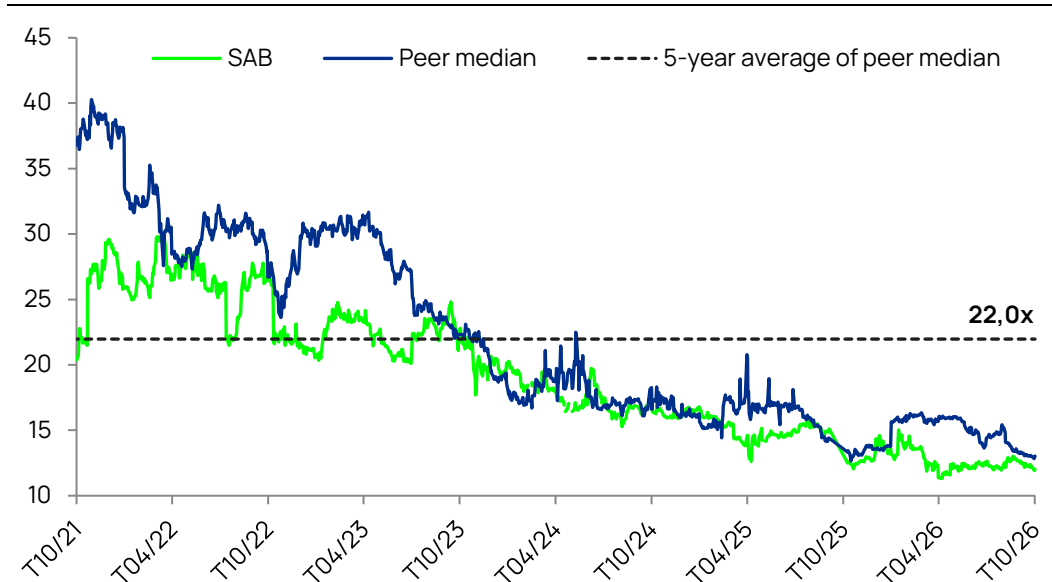
Nguồn: Vietcap

Hình 12: Công ty cùng ngành trong khu vực

Mã	Quốc gia	VHTT (tr USD)	ROA (%)	ROE (%)	ROIC (%)	Nợ vay ròng/ VCSH (%)	Biên LN từ HĐKD (%)	Biên LN ròng (%)	P/E trượt (x)	EV/EBITDA trượt (x)	P/B quý gần nhất (x)
CHINA RESOURCES	Trung Quốc	7.764	3,8	7,7	5,5	-19,9	11,9	10,2	19,0	7,5	1,5
TSINGTAO BREW-A	Trung Quốc	8.632	8,5	15,0	14,0	-59,7	17,7	13,6	14,8	N/A	2,2
CARLSBERG BREWER	Malaysia	908	34,7	138,1	95,2	4,9	19,9	16,6	9,7	9,2	13,0
HEINEKEN MALAYSI	Malaysia	966	32,9	109,9	103,3	27,2	22,1	16,6	9,6	8,9	11,4
BUDWEISER APAC	Hồng Kông	9.983	3,8	5,5	5,0	-25,4	15,9	8,7	18,1	5,5	1,0
MULTI BINTANG INDO	Indonesia	807	36,8	122,3	107,3	-64,5	43,4	33,4	11,3	6,2	13,1
Trung bình		4.843	20,1	66,4	55,1	-22,9	21,8	16,5	13,8	7,5	7,0
Trung vị		4.365	20,7	62,4	54,6	-22,6	18,8	15,1	13,0	7,5	6,8
SABECO	Việt Nam	2.138	14,7	20,0	21,2	-94,9	17,7	17,9	11,6	7,2	2,8

Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp (Dữ liệu công ty cùng ngành trong khu vực tính đến ngày 01/10/2026)

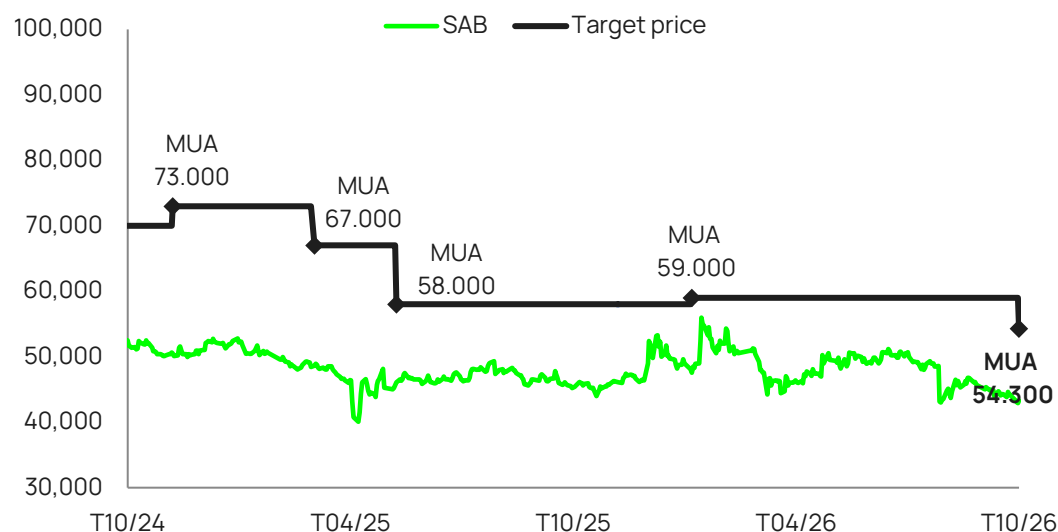
Hình 13: P/E (x) của SAB so với các công ty cùng ngành qua các năm



Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp (Lưu ý: trung bình 5 năm của trung vị các công ty cùng ngành không bao gồm giai đoạn tháng 6/2020 – tháng 2/2022 do COVID-19)

Diễn biến Khuyến nghị

Hình 14: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (giá mục tiêu các giai đoạn trước được điều chỉnh theo sự thay đổi số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	25.888	28.057	29.171	30.000
Giá vốn hàng bán	-16.588	-17.792	-18.817	-19.197
Lợi nhuận gộp	9.301	10.266	10.355	10.803
Chi phí bán hàng	-4.022	-4.098	-4.198	-4.315
Chi phí quản lý DN	-984	-981	-907	-929
LN từ HĐKD	4.295	5.187	5.249	5.559
Thu nhập tài chính	1.007	1.298	1.318	1.274
Chi phí tài chính	-26	-37	-37	-37
- Trong đó, chi phí lãi vay	-34	-33	-33	-33
Lợi nhuận từ công ty LDLK	278	292	310	322
Lỗ/lãi thuần khác	99	-32	-33	-34
LNTT	5.652	6.708	6.807	7.084
Thuế TNDN	-1.079	-1.288	-1.304	-1.358
LNST trước CĐTS	4.573	5.420	5.503	5.726
Lợi ích CĐ thiếu số	-150	-272	-276	-287
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	4.424	5.148	5.227	5.439
EBITDA	5.025	5.924	5.935	6.191
EPS báo cáo, VND	3.348	3.897	3.956	4.117
DPS báo cáo, VND	5.000	5.000	5.000	5.000
DPS/EPS báo cáo (%)	149%	128%	126%	121%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-18,8% ¹	8,4%	4,0%	2,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	-3,2%	20,8%	1,2%	5,9%
Tăng trưởng LNTT	0,1%	18,7%	1,5%	4,1%
Tăng trưởng EPS	2,2%	16,4%	1,5%	4,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	35,9%	36,6%	35,5%	36,0%
Biên LN từ HĐKD	16,6%	18,5%	18,0%	18,5%
Biên EBITDA	19,4%	21,1%	20,3%	20,6%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	17,1%	18,3%	17,9%	18,1%
ROE	19,9%	25,2%	27,4%	30,5%
ROA	13,4%	16,1%	16,8%	18,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	44	43	44	45
Số ngày phải thu	9	12	13	13
Số ngày phải trả	55	51	50	47
TG luân chuyển tiền	-2	5	7	11
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,5	2,3	2,3	2,2
CS thanh toán nhanh	2,2	2,1	2,0	1,9
CS thanh toán tiền mặt	2,1	2,0	1,9	1,8
Nợ/Tài sản	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%
Nợ/Vốn sử dụng	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%
Nợ/Vốn CSH	-80,7%	-79,2%	-79,9%	-80,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	125,0x	158,8x	160,7x	170,2x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	4.017	3.753	3.603	3.490
Đầu tư TC ngắn hạn	14.985	14.002	13.441	13.019
Các khoản phải thu	903	999	1.047	1.085
Hàng tồn kho	2.027	2.198	2.340	2.409
TS ngắn hạn khác	208	226	235	242
Tổng TS ngắn hạn	22.141	21.179	20.667	20.244
TS dài hạn (gộp)	18.365	18.718	19.072	19.422
- Khấu hao lũy kế	-12.916	-13.654	-14.340	-14.972
TS dài hạn (ròng)	5.448	5.064	4.733	4.450
Đầu tư TC dài hạn	4.195	4.446	4.344	4.254
TS dài hạn khác	813	823	812	795
Tổng TS dài hạn	10.456	10.333	9.888	9.499
Tổng Tài sản	32.597	31.512	30.555	29.744
Phải trả ngắn hạn	2.404	2.584	2.571	2.428
Nợ ngắn hạn	268	268	268	268
Nợ ngắn hạn khác	6.209	6.201	6.301	6.465
Tổng nợ ngắn hạn	8.880	9.052	9.140	9.161
Nợ dài hạn	168	168	168	168
Nợ dài hạn khác	549	435	453	465
Tổng nợ dài hạn	717	603	620	633
Tổng nợ	9.598	9.655	9.760	9.794
Vốn cổ phần	12.826	12.826	12.826	12.826
Lợi nhuận giữ lại	7.047	5.632	4.294	3.162
Vốn khác	1.280	1.280	1.280	1.280
Lợi ích CĐTS	1.847	2.119	2.395	2.682
Vốn chủ sở hữu	23.000	21.857	20.795	19.950
Tổng cộng nguồn vốn	32.597	31.512	30.555	29.744
Số cp lưu hành cuối năm, tr	1.283	1.283	1.283	1.283

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	4.478	4.017	3.753	3.603
Lợi nhuận ròng	4.424	5.148	5.227	5.439
Khấu hao	730	738	686	632
Thay đổi vốn lưu động	1.085	-113	-111	-92
Điều chỉnh khác	-2.340	-35	119	125
Tiền từ HĐKD	3.899	5.737	5.921	6.104
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-240	-353	-355	-350
Đầu tư, ròng	2.669	765	697	545
Tiền từ hoạt động đầu tư	2.428	412	342	196
Cổ tức đã trả	-6.513	-6.413	-6.413	-6.413
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	22	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-2	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-296	0	0	0
Tiền từ hoạt động tài chính	-6.788	-6.413	-6.413	-6.413
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-461	-264	-150	-113
Tiền cuối năm	4.017	3.753	3.603	3.490

Nguồn: SAB, dự báo của Vietcap. ¹Nếu loại trừ tác động từ việc hợp nhất Sabibeco, doanh thu thuần năm 2025 của SAB giảm 5% YoY.

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Nguyễn Thảo Nguyên, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn