

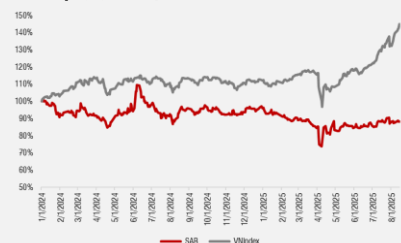
Tổng Công ty Cổ phần Bia - Rượu - Nước Giải khát Sài Gòn (SAB: HOSE)

Ngày báo cáo: 15/08/2025
Ngành: HÀNG TIÊU DÙNG
CVPT: Đặng Trần Minh
Email: minhdt@ssi.com.vn
SĐT: +84-24 3936 6321

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: 55.000 Đồng
Giá CP ngày 15/08/2025: 47.500 Đồng
% Tăng giá: +15,8%

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 2.345
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 61.435
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 1.283
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 1.476.983
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 53,1/41,1
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 62,7
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 58,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 36

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Sabeco là công ty sản xuất bia hàng đầu Việt Nam với 26 công ty con và 18 công ty liên kết. Sabeco có 26 nhà máy bia trên cả nước với tổng công suất hàng năm là 2.400 triệu lít. Sabeco có 11 công ty thương mại phụ trách hơn 600 nhà phân phối và 200.000 điểm bán sản phẩm khắp Việt Nam. Công ty cũng xuất khẩu sang 30 nước nhưng xuất khẩu chỉ chiếm một phần nhỏ doanh thu.

Kết quả vượt kỳ vọng

- Doanh thu thuần và lợi nhuận ròng 6T2025 lần lượt giảm 17% và 12% svck.
- Biên lợi nhuận cải thiện so với Q1, phần nào xoa dịu lo ngại về sức mua và áp lực chi phí nguyên liệu.
- Duy trì dự báo tăng trưởng lợi nhuận 2025-2026 và khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu.

Luận điểm đầu tư:

SAB ghi nhận KQKD 6T2025 với doanh thu thuần giảm 17% svck, nhưng nếu loại trừ yếu tố bất thường thì chỉ giảm 5%. Nguyên nhân chính của mức giảm 5% đến từ sức mua yếu, thay đổi tại kênh truyền thống do chính sách thuế mới, và quá trình sát nhập hành chính các tỉnh thành. Mặc dù doanh thu giảm, biên lợi nhuận hoạt động tăng tới 570 điểm cơ bản, nhờ nâng cao hiệu quả sản xuất và kiểm soát chặt chi phí bán hàng & quản lý (SG&A). Hàng tồn kho giảm do công ty thận trọng trước các biến động chi phí nguyên liệu. Trong khi giá nhôm tăng và biến động tỷ giá vẫn là rủi ro chính, giá đại mạch giảm, giá bán bia bình quân tăng 3-5%, cùng với chi phí SG&A đang được kiểm soát tốt, mang lại triển vọng tích cực cho nửa cuối năm 2025.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 7% dự báo doanh thu 2025 để phản ánh tác động hợp nhất của Sabibeco, nhưng giữ nguyên dự báo lợi nhuận. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2025 lần lượt giảm 18% và 5% svck; sang năm 2026, dự báo cả hai chỉ tiêu cùng tăng 3% svck. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 12 tháng theo phương pháp DCF/PER xuống 55.000 đồng/cổ phiếu (từ 58.000 đồng), tương ứng tiềm năng tăng giá 16%. Do đó, tiếp tục duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu.

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	34.979	30.461	31.872	26.174	26.958
Tăng trưởng doanh thu thuần	32,6%	-12,9%	4,6%	-17,9%	3,0%
Lợi nhuận gộp	10.771	9.091	9.318	8.938	9.203
Biên lợi nhuận gộp	30,8%	29,8%	29,2%	34,1%	34,1%
Thu nhập tài chính	1.091	1.433	1.067	913	913
Chi phí tài chính	-82	-73	-25	-27	-28
SG&A	-5.273	-5.280	-4.881	-4.659	-4.799
Thu nhập ròng khác	-16	-32	-30	-21	-22
Lợi nhuận trước thuế	6.813	5.370	5.647	5.363	5.510
Lợi nhuận ròng	5.500	4.255	4.495	4.268	4.385
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	40,0%	-22,6%	5,6%	-5,0%	2,7%
Biên lợi nhuận ròng	15,7%	14,0%	14,1%	16,3%	16,3%
EPS (VND)	8.146	3.210	3.376	3.073	3.157

Nguồn: SAB, SSI ước tính

KQKD 6T2025

Tỷ đồng	2Q25	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	Biên lợi nhuận			
						2Q25	2Q24	1Q25	2024
Doanh thu thuần	6.804	8.086	-15,9%	5.811	17,1%				
Lợi nhuận gộp	2.448	2.440	0,3%	1.872	30,8%	36,0%	30,2%	32,2%	29,2%
Lợi nhuận hoạt động	1.324	1.396	-5,1%	801	65,4%	19,5%	17,3%	13,8%	14,6%
EBIT	1.570	1.642	-4,4%	1.033	52,0%	23,1%	20,3%	17,8%	17,8%
EBITDA	1.746	1.779	-1,8%	662	163,9%	25,7%	22,0%	11,4%	19,5%
Lợi nhuận trước thuế	1.562	1.634	-4,5%	1.022	52,8%	22,9%	20,2%	17,6%	17,7%
Lợi nhuận ròng	1.251	1.319	-5,2%	800	56,4%	18,4%	16,3%	13,8%	14,1%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	1.207	1.248	-3,3%	793	52,2%	17,7%	15,4%	13,6%	13,6%

Nguồn: SAB, SSI

Tỷ đồng	6T25	6T24	YoY	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận		
					6T25	6T24	2024
Doanh thu thuần	12.615	15.270	-17,4%	40%			
Lợi nhuận gộp	4.320	4.541	-4,9%		34,2%	29,7%	29,2%
Lợi nhuận hoạt động	2.125	2.439	-12,9%		16,8%	16,0%	14,6%
EBIT	2.603	2.954	-11,9%		20,6%	19,3%	17,8%
EBITDA	2.957	3.228	-8,4%		23,4%	21,1%	19,5%
Lợi nhuận trước thuế	2.584	2.937	-12,0%		20,5%	19,2%	17,7%
Lợi nhuận ròng	2.050	2.343	-12,5%	42%	16,3%	15,3%	14,1%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	2.001	2.246	-10,9%		15,9%	14,7%	13,6%

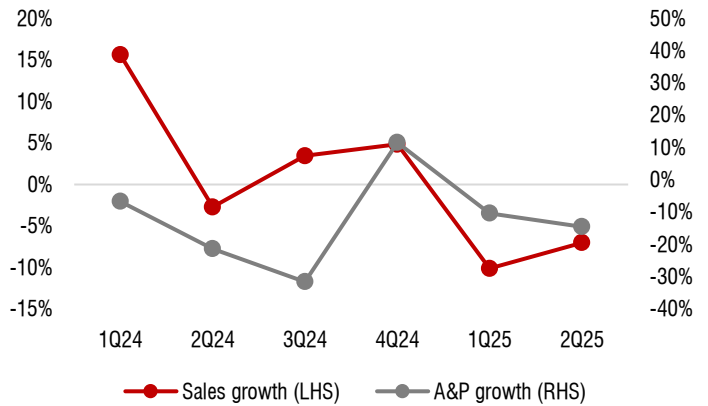
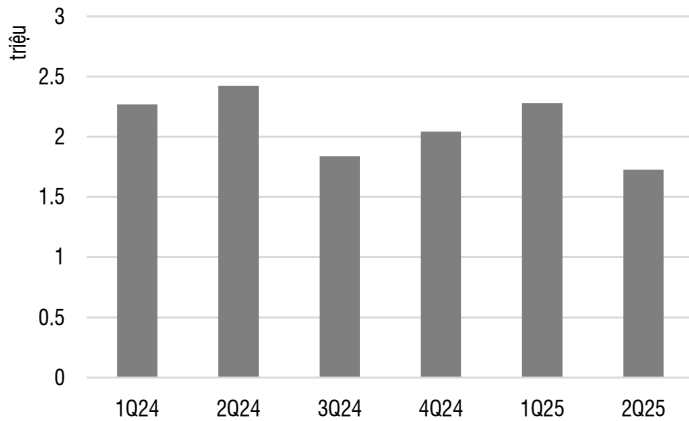
Nguồn: SAB, SSI

Kết quả 6T2025 kém khả quan trong bối cảnh ngành gặp thách thức: Sabeco ghi nhận doanh thu thuần 6T2025 giảm 17% svck. Tuy nhiên, ban lãnh đạo cho biết nếu loại trừ tác động từ việc hợp nhất Sabibeco gần đây, doanh thu chỉ giảm khoảng 5%, do chủ động giảm mức tồn kho tại đại lý (destocking) trước đợt tăng giá vào tháng 7. Nguyên nhân cho mức giảm còn đến từ sức mua suy yếu, gián đoạn tạm thời từ cải cách thuế mới (ảnh hưởng tới các cửa hàng tạp hóa) và quá trình sát nhập hành chính các tỉnh. Cục diện cạnh tranh không có nhiều thay đổi, Heineken ghi nhận tăng trưởng về sản lượng bán cho các nhà phân phối (sell-in volume) trong Q2. Dù vậy, ban lãnh đạo nhấn mạnh Sabeco vẫn duy trì vị thế dẫn đầu thị trường về sản lượng bán ra cho người tiêu dùng cuối (sell-out volume).

Biên lợi nhuận cải thiện, tạo kỳ vọng cho nửa cuối năm 2025: Biên lợi nhuận gộp Q2/2025 đạt 36%, tăng từ mức 32,2% của Q1/2025, nhờ cải thiện hiệu quả sản xuất dù chi phí nhôm tăng (chi phí nhôm chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong cơ cấu chi phí). Biên lợi nhuận hoạt động cải thiện mạnh, tăng lên 19,5% trong Q2 từ 13,8% trong Q1/2025, nhờ kiểm soát chặt chi phí bán hàng và quản lý (SG&A).

Tồn kho giảm...

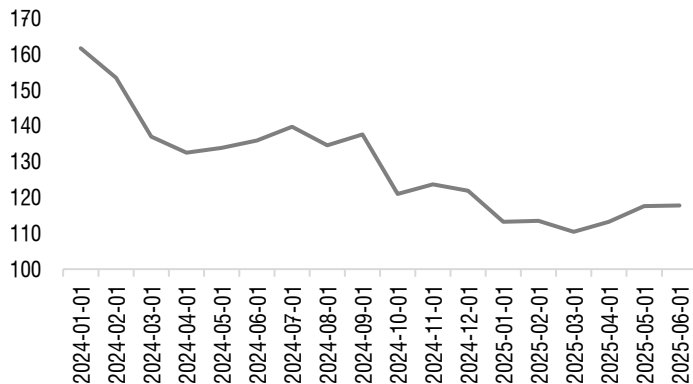
... cùng với đà tăng chi phí A&P chậm lại



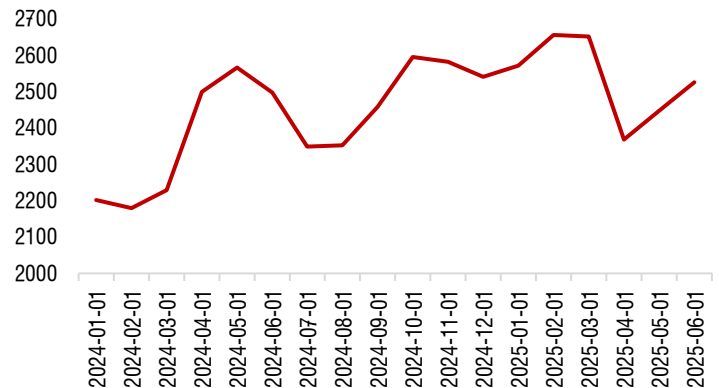
Nguồn: SAB, SSI

Quản trị tồn kho là yếu tố then chốt: Trong nửa đầu năm 2025, giá của hầu hết nguyên liệu chính đều giảm, đặc biệt giá đại mạch giảm 13% svck. Tuy nhiên, ban lãnh đạo lưu ý rủi ro từ giá nhôm tăng (+1% svck) và biến động tỷ giá. Để giảm áp lực biên lợi nhuận, công ty đã điều chỉnh tăng giá bán bình quân 3-5% trên toàn bộ danh mục sản phẩm kể từ tháng 7. Đáng chú ý, mức tồn kho hiện thấp hơn so với các quý trước, phản ánh chiến lược thận trọng trong bối cảnh xu hướng chi phí đầu vào còn nhiều biến động.

Giá đại mạch tiếp tục xu hướng giảm... (Đơn vị: USD/tấn)



... trong khi giá nhôm có xu hướng đi lên (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: IndexMundi

Quan điểm của chúng tôi

Nửa cuối năm 2025 SAB vẫn đối mặt nhiều thách thức do xáo trộn tại kênh bán lẻ truyền thống và nguy cơ chi phí đầu vào tăng (nếu tỷ giá và giá nhôm đi lên). Tuy nhiên, công ty đã triển khai một số biện pháp đối phó như: tăng giá bán 3-5%, ra mắt sản phẩm mới hướng tới nhóm khách hàng tiết kiệm chi tiêu, và kiểm soát chặt chi phí SG&A. Các yếu tố hỗ trợ từ bên ngoài gồm giá đại mạch thấp hơn và sức mua của khách du lịch quốc tế (dự kiến tăng trưởng khoảng 15% svck trong nửa cuối năm) cũng có thể mang lợi thế cho SAB.

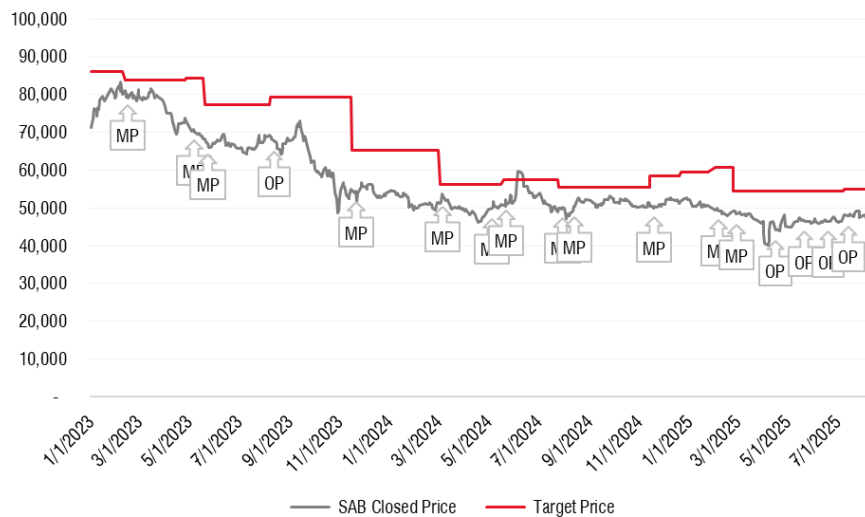
Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu thuần năm 2025 đạt 26,2 nghìn tỷ đồng (-18% svck), giảm so với ước tính trước đó là 28,2 nghìn tỷ đồng, phản ánh tác động hạch toán từ việc hợp nhất Sabibeco. Lợi nhuận ròng dự phóng giữ nguyên ở mức 4,27 nghìn tỷ đồng (-5% svck).

Sang năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu thuần phục hồi lên 27 nghìn tỷ đồng (+3% svck) và lợi nhuận ròng đạt 4,4 nghìn tỷ đồng (+3% svck), nhờ nhu cầu tiêu dùng cải thiện theo đà tăng trưởng GDP và hiệu ứng nền lợi nhuận thấp.

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 12 tháng xuống 55.000 đồng/cp (từ 58.000 đồng), dựa trên phương pháp định giá kết hợp DCF và P/E, với P/E mục tiêu 17x áp dụng cho EPS dự phóng 2026. Tại mức giá hiện tại 47.900 đồng/cp, cổ phiếu có tiềm năng tăng giá 16%, chưa bao gồm cổ tức còn lại 2.000 đồng/cp sẽ chi trả trong năm nay. **Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN.**

Rủi ro: Tăng trưởng doanh thu thấp hơn kỳ vọng, giá nhôm cao hơn dự kiến.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	5.040	4.478	4.304	2.603
+ Đầu tư ngắn hạn	17.741	16.566	15.000	15.000
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.229	1.818	1.493	1.538
+ Hàng tồn kho	2.318	1.979	1.512	1.527
+ Tài sản ngắn hạn khác	226	226	177	187
Tổng tài sản ngắn hạn	26.553	25.067	22.486	20.855
+ Các khoản phải thu dài hạn	35	34	28	8
+ GTCL Tài sản cố định	3.970	3.593	3.324	3.046
+ Bất động sản đầu tư	279	268	264	260
+ Tài sản dài hạn dở dang	144	122	122	122
+ Đầu tư dài hạn	2.287	3.673	2.337	2.337
+ Tài sản dài hạn khác	788	683	535	551
Tổng tài sản dài hạn	7.503	8.373	6.610	6.324
Tổng tài sản	34.057	33.439	29.096	27.178
+ Nợ ngắn hạn	8.225	8.657	6.616	6.815
Trong đó: vay ngắn hạn	530	245	188	193
+ Nợ dài hạn	347	345	280	286
Trong đó: vay dài hạn	171	169	129	133
Tổng nợ phải trả	8.571	9.002	6.896	7.101
+ Vốn góp	12.826	12.826	12.826	12.826
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	10.217	9.218	6.746	4.382
+ Quỹ khác	2.442	2.394	2.628	2.870
Vốn chủ sở hữu	25.485	24.437	22.200	20.077
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	34.057	33.439	29.096	27.178

Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.940	4.245	5.201	4.902
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	2.716	136	1.136	-200
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-3.685	-4.943	-6.511	-6.403
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	971	-562	-174	-1.701
Tiền đầu kỳ	4.069	5.040	4.478	4.304
Tiền cuối kỳ	5.040	4.478	4.304	2.603

Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	3,23	2,9	3,4	3,06
Hệ số thanh toán nhanh	2,92	2,64	3,14	2,81
Hệ số thanh toán tiền mặt	2,77	2,43	2,92	2,58
Nợ ròng / EBITDA	-0,62	-0,67	-0,69	-0,52
Khả năng thanh toán lãi vay	107,95	206,74	242,67	242,02
Ngày phải thu	4,8	5,2	5,5	4,9
Ngày phải trả	44,8	41,4	49,4	42,1
Ngày tồn kho	38,5	34,8	37	31,2

Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,75	0,73	0,76	0,74
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,25	0,27	0,24	0,26
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,34	0,37	0,31	0,35
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,03	0,02	0,01	0,02
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,02	0,01	0,01	0,01

Nguồn: SAB, SSI ước tính

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	30.461	31.872	26.174	26.958
Giá vốn hàng bán	-21.370	-22.554	-17.236	-17.755
Lợi nhuận gộp	9.091	9.318	8.938	9.203
Doanh thu hoạt động tài chính	1.433	1.067	913	913
Chi phí tài chính	-73	-25	-27	-28
Thu nhập từ các công ty liên kết	232	197	219	241
Chi phí bán hàng	-4.479	-4.042	-3.612	-3.720
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-801	-839	-1.047	-1.078
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	5.403	5.677	5.384	5.531
Thu nhập khác	-32	-30	-21	-22
Lợi nhuận trước thuế	5.370	5.647	5.363	5.510
Lợi nhuận ròng	4.255	4.495	4.268	4.385
Lợi nhuận chia cho cổ đông	4.118	4.330	4.034	4.144
Lợi ích của cổ đông thiểu số	137	165	235	241
EPS cơ bản (VND)	3.210	3.376	3.073	3.157
Giá trị sổ sách (VND)	18.878	18.153	16.225	14.382
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.500	3.500	5.000	5.000
EBIT	5.421	5.675	5.385	5.532
EBITDA	5.991	6.224	5.859	6.014

Tăng trưởng				
Doanh thu	-12,9%	4,6%	-17,9%	3,0%
EBITDA	-19,3%	3,9%	-5,9%	2,7%
EBIT	-21,0%	4,7%	-5,1%	2,7%
Lợi nhuận ròng	-22,6%	5,6%	-5,0%	2,7%
Vốn chủ sở hữu	3,6%	-4,1%	-9,2%	-9,6%
Vốn điều lệ	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-1,2%	-1,8%	-13,0%	-6,6%

Định giá				
PE	19,2	16,4	15,6	15,2
PB	3,3	3,1	2,9	3,3
Tỷ suất cổ tức	1,9	2,2	2,3	2,3
EV/EBITDA	4,1%	6,3%	10,4%	10,4%
EV/Doanh thu	9,5	8,1	6,7	6,6
	1,9	1,6	1,5	1,5

Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29,8%	29,2%	34,1%	34,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	13,3%	14,6%	17,2%	17,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	14,0%	14,1%	16,3%	16,3%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	14,7%	12,7%	13,8%	13,8%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,6%	2,6%	4,0%	4,0%
ROE	17,0%	18,0%	18,3%	20,7%
ROA	12,4%	13,3%	13,7%	15,6%
ROIC	16,6%	17,7%	18,1%	20,5%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm Phân tích & Tư vấn Đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích Ngành Hàng tiêu dùng

Đặng Trần Minh

Chuyên viên Phân tích

minhdt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702