

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

Chuyên viên Phân tích cơ bản

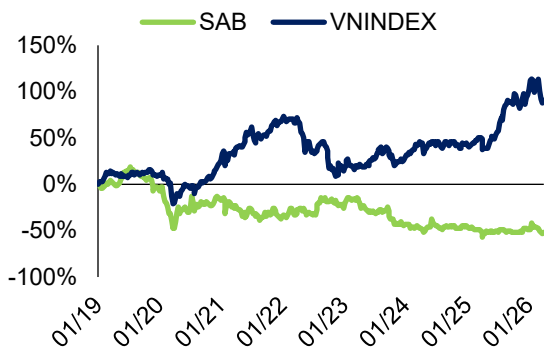
Email: Thuntt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4311

Người phê duyệt báo cáo:

**Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA**

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

**Diễn biến giá cổ phiếu SAB và VNINDEX**

**Thông tin giao dịch (14/04/2026)**

Giá hiện tại (VND/cp)	45.150
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	53.700
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	42.046
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	1.283
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	1.283
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	608.019
% sở hữu nước ngoài	58,47%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	57.908
P/E trailing 12 tháng (lần)	13,1x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	3.449

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn
Địa chỉ	187 Nguyễn Chí Thanh, phường Chợ Lớn, Tp. Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Sản xuất bia
Chi phí chính	Malt đại mạch & vỏ nhôm
Rủi ro chính	Biến động giá malt đại mạch và giá vỏ nhôm

**Giá hiện tại:** 45.150

**Giá mục tiêu:** 49.900

**Tăng/(giảm):** +10,6%

**Khuyến nghị**
**THEO DÕI**
**TRIỂN VỌNG DÀI HẠN ẦM ĐẬM**

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu SAB với giá mục tiêu là **49.900 VND/cp**, cao hơn **10,6%** so với giá đóng cửa ngày 14/04/2026 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF). Nhà đầu tư có thể theo dõi và mua vào cổ phiếu SAB ở mức giá 43.400 VND/cp với tỷ suất sinh lời kỳ vọng 15%.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:**

**Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của SAB năm 2026F dự phóng đạt lần lượt 26.364 tỷ VNĐ (+1,8% YoY) và 4.763 tỷ VNĐ (+4,1% YoY).** Giai đoạn 2027 – 2030F, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của SAB dự phóng tăng lần lượt +4,3%/năm và +2,8%/năm.

**Triển vọng ngắn hạn trung lập với biên LNST tăng nhẹ nhờ chi phí nguyên liệu giảm và hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao**

- Sản lượng bia tiêu thụ kỳ vọng phục hồi +1,8% YoY từ mức nền thấp 2025 nhờ các điểm bán lẻ dần thích nghi với các quy định thuế mới. Tuy vậy mức phục hồi thấp do sức mua đối với nhóm hàng không thiết yếu nhiều khả năng chịu áp lực từ lạm phát dự kiến tăng cao. ([chi tiết](#))
- Biên LNST 2026F dự phóng tăng +0,4 đpt YoY nhờ (1) BLNG tăng nhẹ +0,2 đpt YoY do giá malt ở mức thấp bù đắp cho đà tăng giá nhôm và (2) hưởng lợi từ môi trường lãi suất ở mức cao. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính dự phóng tăng 18,4% YoY. ([chi tiết](#))

**Triển vọng dài hạn kỳ vọng tăng trưởng thấp do cạnh tranh trong ngành gay gắt**

- Sản lượng bia tiêu thụ SAB kỳ vọng tăng +4,3%/năm theo xu hướng phục hồi của ngành bia nhờ tình hình kinh tế vĩ mô kỳ vọng ổn định thúc đẩy tiêu dùng. Tuy vậy, mức tăng thấp hơn ~0,7 đpt so với ngành do cạnh tranh khốc liệt, chính sách hạn chế chi tiêu cho tiếp thị và bán hàng khiến SAB khó duy trì thị phần trong dài hạn.
- Biên LNST dự phóng giảm do (1) giá nhôm giả định tăng do nguồn cung toàn cầu thắt chặt và (2) lãi suất huy động kỳ vọng hạ nhiệt.

**YẾU TỐ THEO DÕI:**

- **Xung đột giữa Mỹ và Iran kéo dài có thể đẩy giá nhôm lên vùng đỉnh mới.** ([chi tiết](#))

## I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025

Năm 2025, doanh thu thuần giảm -18,8% YoY (25.888 tỷ VND) & lợi nhuận sau thuế tăng nhẹ +1,7% YoY (4.573 tỷ VND), tương ứng hoàn thành lần lượt 82% & 95% kế hoạch doanh thu lợi nhuận 2025.

- Doanh thu giảm mạnh do (1) sản lượng tiêu thụ ước giảm 6,0% YoY và (2) tác động kế toán từ việc hợp nhất Sabibeco (công ty liên kết chuyên gia công bia cho SAB) thành công ty con ([chi tiết](#)).
- Lợi nhuận sau thuế tăng nhẹ với biên LNST tăng +3,6 đpt YoY nhờ (1) chi phí malt đại mạch giảm mạnh hơn so với đà tăng giá nhôm và (2) kế toán thuế tiêu thụ đặc biệt từ hợp nhất Sabibeco thành công ty con.

Đơn vị: Tỷ VND	2025	%YoY	KH2025	%TH/KH
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>25.888</b>	<b>-18,8%</b>	<b>31.641</b>	82%
<i>Măng bia</i>	24.383	-13,2%		
<i>Măng khác</i>	1.505	-60,3%		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>9.301</b>	<b>-0,2%</b>		
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>35,9%</b>	<b>+6,7 đpt</b>		
<i>Lợi nhuận gộp măng bia</i>	9.454	+0,5%		
<i>BLNG măng bia</i>	38,8%	+5,3 đpt		
<i>Lợi nhuận gộp măng khác</i>	(153)	N/A		
<i>BLNG măng khác</i>	-10,2%	N/A		
Doanh thu tài chính	1.007	-5,7%		
Chi phí tài chính	26	+5,9%		
Trong đó: Chi phí lãi vay	34	+25,1%		
Chi phí bán hàng	4.022	-0,5%		
CP bán hàng/Doanh thu	15,5%	+2,9 đpt		
Chi phí quản lý	984	+17,2%		
Chi phí QLDN/Doanh thu	3,8%	+1,2 đpt		
<b>LNST</b>	<b>4.573</b>	<b>+1,7%</b>	<b>4.835</b>	95%
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>4.424</b>	<b>+2,2%</b>		
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	17,7%	+3,6 đpt		

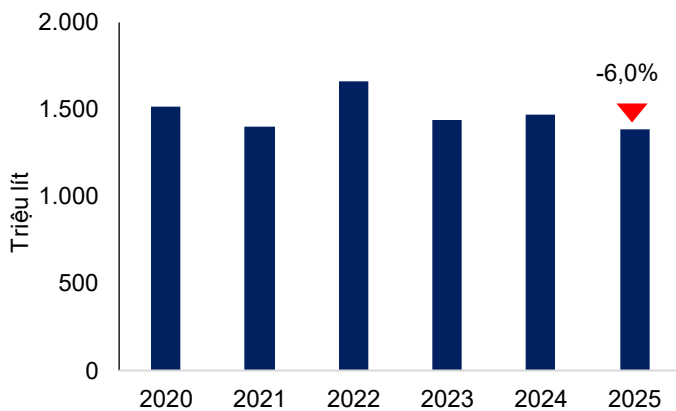
Nguồn: SAB, FPTS tổng hợp

## 1. Sản lượng tiêu thụ bia SAB giảm do gián đoạn hệ thống phân phối và cạnh tranh trong ngành gay gắt

Năm 2025, sản lượng bia tiêu thụ của SAB ước giảm 6,0% YoY (đạt ~1,38 tỷ lít) do:

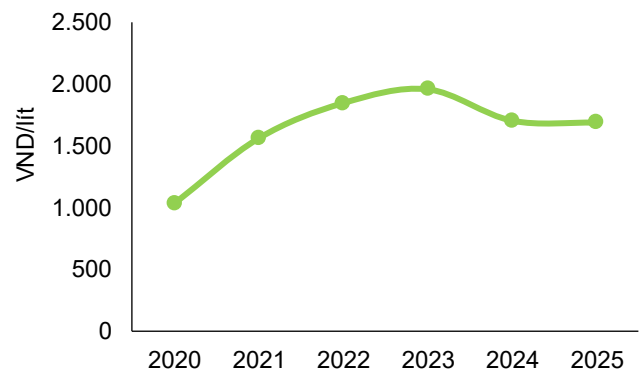
- (1) **Hệ thống phân phối chịu gián đoạn trong ngắn hạn** do ảnh hưởng của Nghị định 70<sup>1</sup> quy định về hóa đơn chứng từ với hộ kinh doanh khiến các điểm bán lẻ giảm nhập hàng và một số điểm ngừng kinh doanh.
- (2) **Tiêu thụ bia của thị trường tăng trưởng thấp** ước tính +1,9% YoY (-2,0 đpt YoY) do tâm lý chi tiêu thận trọng của người tiêu dùng. Năm 2025, người tiêu dùng Việt Nam vẫn tương đối dè dặt trong chi tiêu do chịu ảnh hưởng tiêu cực từ chính sách thuế quan bất định của Mỹ và thiệt hại nặng nề từ mùa bão phức tạp & kỷ lục nhất lịch sử. Cụ thể, chỉ số niềm tin người tiêu dùng chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ và tăng trưởng tổng mức bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng khi loại yếu tố về giá vẫn thấp hơn 2,5 – 2,8 đpt so với giai đoạn trước Covid ([chi tiết](#)).
- (3) **Sản lượng SAB chịu ảnh hưởng tiêu cực từ việc tiếp tục tiết giảm chi tiêu quảng cáo và bán hàng.** Ngược lại, cạnh tranh trong ngành tiếp tục gia tăng khi các đối thủ đẩy mạnh hoạt động tiếp thị và khuyến mãi để giành thị phần. Trong đó, Heineken và Habeco vẫn duy trì tăng tích cực trong năm 2025, lần lượt nhờ (1) Heineken mở rộng danh mục sản phẩm với Heineken Silver chai nhôm và Heineken Brut Lager, đồng thời gia tăng quy mô các đại nhạc hội thường niên tại nhiều tỉnh thành ([chi tiết](#)), và (2) Habeco cũng tiếp tục tăng cường chi tiêu cho hoạt động bán hàng với tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu 2025 tăng 0,4 đpt YoY.

**Biểu đồ 1. Sản lượng bia tiêu thụ của SAB giảm 6,0% YoY năm 2025**



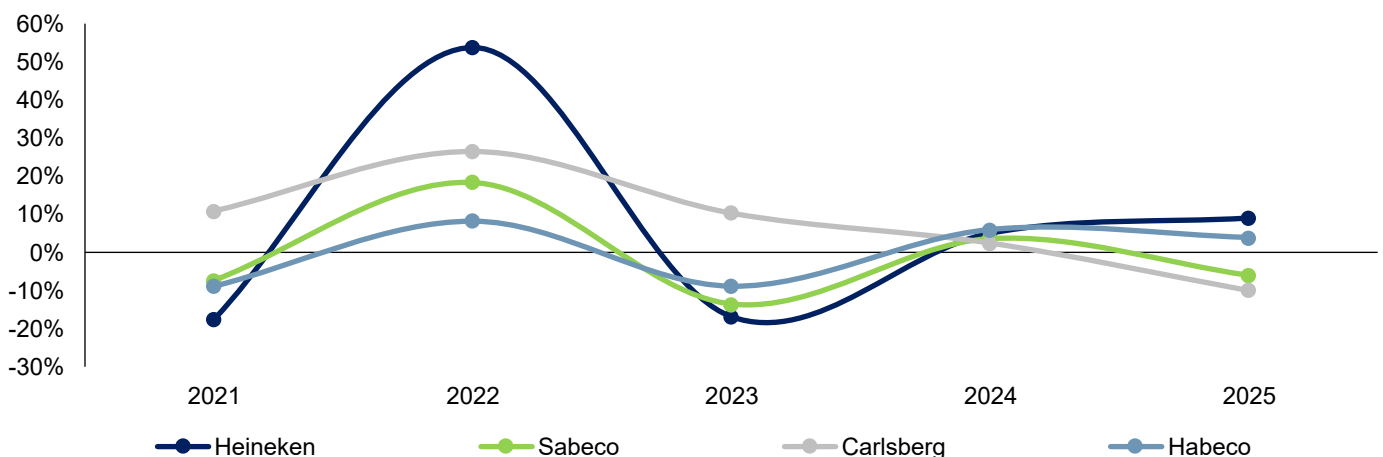
Nguồn: SAB, FPTTS ước tính

**Biểu đồ 2. Chi phí quảng cáo & khuyến mãi bình quân/lít bia tiêu thụ SAB duy trì giảm ~1,0% YoY năm 2025**



Nguồn: SAB, FPTTS tổng hợp và ước tính

**Biểu đồ 3. Tăng trưởng sản lượng bia tiêu thụ (%YoY) của 4 doanh nghiệp lớn (~93% thị phần toàn ngành) phân hóa trong 2025**



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTTS tổng hợp và ước tính

<sup>1</sup> ND 70/2025/ND-CP quy định hộ kinh doanh có doanh thu từ 1 tỷ đồng/năm trở lên bắt buộc sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền và áp dụng phương pháp kê khai thuế thay vì sử dụng phương pháp thuế khoán như trước.

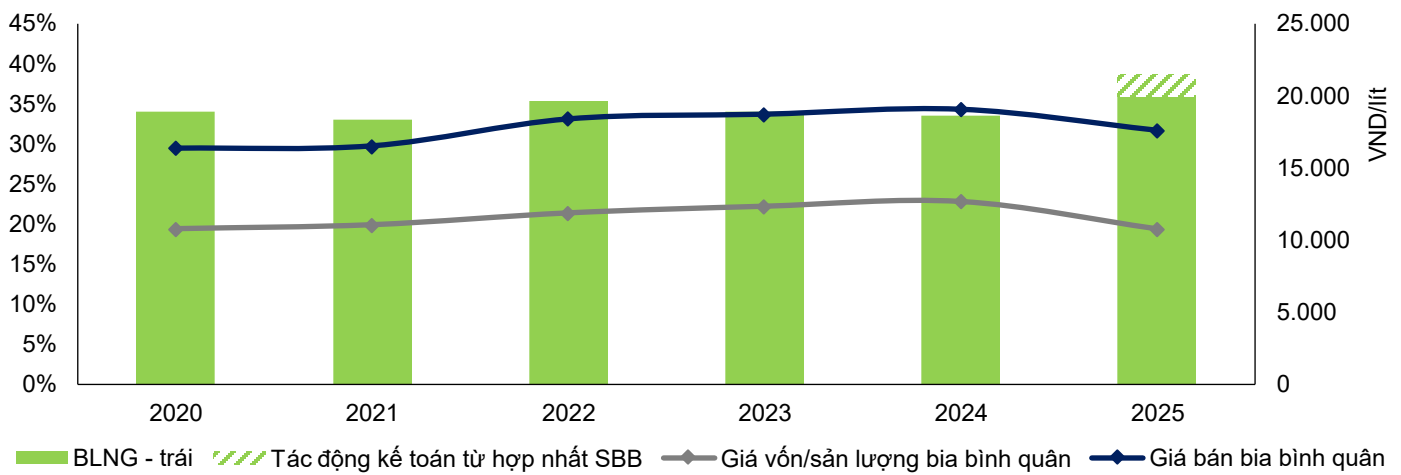
## 2. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh chủ yếu do tác động kế toán từ việc hợp nhất Sabibeco thành công ty con và chi phí nguyên liệu đầu vào giảm

**Năm 2025, BLNG cốt lõi của SAB cải thiện tích cực và ước tăng 2,3 đpt YoY nhờ chi phí nguyên liệu đầu vào giảm. Tuy nhiên, tác động kế toán từ việc hợp nhất Sabibeco thành công ty con khiến mức cải thiện BLNG được nới rộng lên 5,3 đpt YoY & đạt 38,8%. Cụ thể:**

- (1) Chi phí nguyên liệu đầu vào bình quân ước giảm 5,3% YoY nhờ giá malt đại mạch (ước chiếm 34% chi phí sản xuất bia) được chốt ở vùng giá thấp cuối năm 2025 (-5,4% YoY) bù đắp cho đà tăng giá nhôm (+1,7% YoY) (ước chiếm 22% chi phí sản xuất).
- (2) Trước hợp nhất, SAB ghi nhận bia mua từ Sabibeco (SBB) theo giá chuyển giao đã bao gồm cả phần thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) do Sabibeco kê khai. Qua đó, doanh thu và giá vốn được phản ánh trên cơ sở gộp cả phần thuế này. Sau hợp nhất, giao dịch nội bộ bị loại trừ và các chỉ tiêu của Sabibeco được hợp nhất trực tiếp lên BCTC của SAB, do đó thuế TTĐB không còn nằm trong giá vốn mà được trình bày riêng. Khoản thuế TTĐB phát sinh trong năm 2025 của SAB tăng 22,5% YoY. Vì vậy, việc hợp nhất Sabibeco khiến doanh thu ghi nhận giảm đồng thời giá vốn cũng giảm chủ yếu do thay đổi cách ghi nhận kế toán.

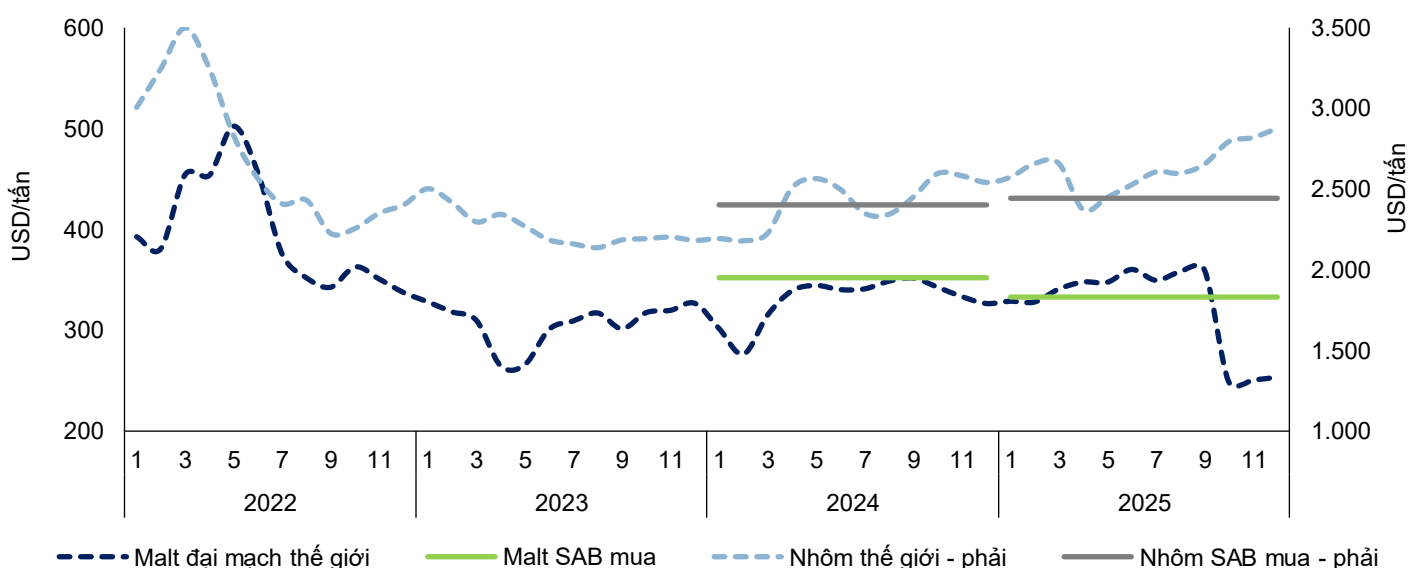
[\(quay lại\)](#)

**Biểu đồ 4. BLNG mảng bia của SAB năm 2025 tăng +5,3 đpt YoY**



Nguồn: SAB, FPTTS tổng hợp và ước tính

**Biểu đồ 5. Giá malt 2025 được chốt ở vùng giá thấp bù đắp cho mức tăng của giá nhôm**



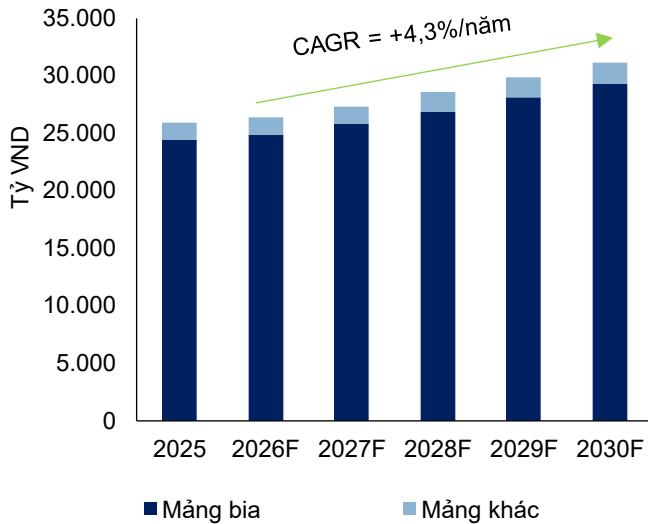
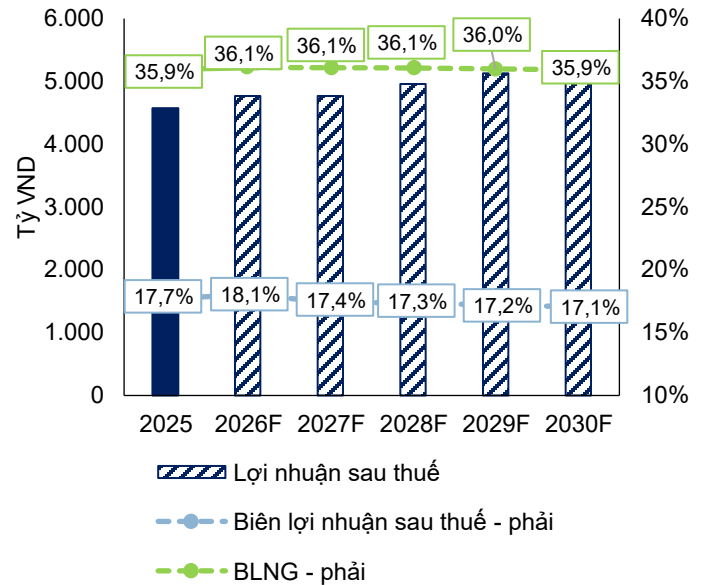
Nguồn: SAB, World Bank, FPTTS tổng hợp và ước tính

## II. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

**Năm 2026F**, doanh thu thuần của SAB dự phóng phục hồi nhẹ +1,8% YoY nhờ hệ thống phân phối ổn định hơn khi các điểm bán lẻ dần thích nghi với các quy định mới hỗ trợ sản lượng bia tiêu thụ phục hồi. Tuy vậy, mức tăng trưởng này tương đối thấp do (1) nhu cầu tiêu thụ bia của Việt Nam dự kiến ảm đạm trong năm 2026 bởi người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu và (2) cạnh tranh trong ngành khốc liệt. Biên lợi nhuận gộp dự phóng tăng 0,2 đpt YoY trong đó BLNG mảng bia dự phóng tăng 0,1 đpt YoY nhờ chi phí malt ở mức thấp bù đắp cho đà tăng giá nhôm. Biên lợi nhuận sau thuế tăng +0,4 đpt YoY (tương ứng lợi nhuận sau thuế tăng 4,1% YoY) nhờ hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao giúp lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng 18,4% YoY.

**Từ 2027 – 2030F**, doanh thu thuần của SAB dự phóng tăng +4,3%/năm nhờ tình hình kinh tế vĩ mô kỳ vọng ổn định hơn giúp thúc đẩy tiêu dùng. Biên lợi nhuận sau thuế dự phóng ở mức 17,1%- 17,4% với giả định giá nhôm tăng 1,0%/năm và lãi suất huy động hạ nhiệt so với mức đỉnh năm 2026.

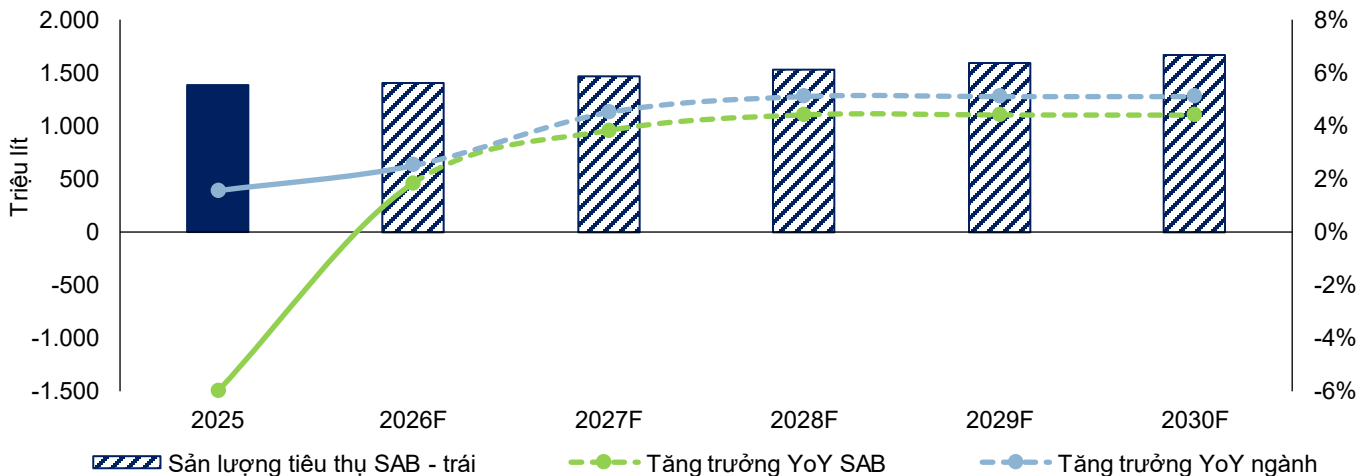
Chỉ tiêu	2026F (Tỷ VND)	%YoY	2027 - 2030F	Cơ sở giả định
Doanh thu thuần	26.364	+1,8%	+4,3%/năm	
Mảng bia	24.832	+1,8%	+4,3%/năm	<i>Năm 2026F: sản lượng bia tiêu thụ dự phóng phục hồi nhẹ +1,8% YoY nhờ các điểm bán lẻ dần thích nghi với các quy định thuế mới. Tuy vậy đà phục hồi ở mức thấp do người tiêu dùng kỳ vọng thắt chặt chi tiêu cho nhóm hàng không thiết yếu do lạm phát cao. Từ 2027 – 2030F: tiêu thụ bia kỳ vọng tăng +4,3%/năm nhờ tình hình kinh tế vĩ mô ổn định hơn giúp thúc đẩy tiêu dùng. Tuy vậy mức tăng trưởng thấp hơn 0,7 đpt so với tăng trưởng ngành do cạnh tranh khốc liệt. Giá bán bia bình quân giả định đi ngang trong giai đoạn dự phóng.</i>
Mảng khác	1.532	+1,8%	+4,3%/năm	
BLNG	36,1%	+0,2%	35,9% - 36,1%	<i>Năm 2026F tăng nhẹ nhờ chi phí malt ở vùng giá thấp giúp bù đắp cho đà tăng giá nhôm. Giai đoạn 2027 – 2030F, BLNG duy trì ở mức 35,9% - 36,1% với giả định chi phí nhôm tăng +1,0%/năm và chi phí malt đi ngang.</i>
%Chi phí bán hàng/Doanh thu	15,5%	+0,0%	15,5%	<i>Năm 2026F: kỳ vọng đi ngang dựa trên quan điểm thận trọng, do cạnh tranh trong ngành khốc liệt và SAB nhiều khả năng cần duy trì chi tiêu cho hoạt động tiếp thị – bán hàng để hạn chế rủi ro suy giảm thị phần.</i>
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	1.202	+18,4%	-3,1%/năm	<i>Năm 2026F tăng +18,4% YoY nhờ lãi suất huy động dự báo tăng 1,1 đpt YoY do căng thẳng thanh khoản hệ thống, áp lực lạm phát và tỷ giá tăng cao do ảnh hưởng từ diễn biến giá dầu. Từ 2027 – 2030F, kỳ vọng giảm do lãi suất huy động giả định giảm trong 2027 và đi ngang.</i>
Lợi nhuận sau thuế	4.763	+4,1%	+2,8%/năm	
Biên lợi nhuận sau thuế	18,1%	+0,4%	17,1% - 17,4%	

**Biểu đồ 6. Doanh thu thuần của SAB dự phóng tăng +4,3%/năm giai đoạn 2026 – 2030F**

**Biểu đồ 7. Biên lợi nhuận dự phóng tăng nhẹ trong năm 2026F, sau đó giảm dần tới năm 2030F**


Nguồn: FPT S dự phóng

### 1. Doanh thu măng bia SAB dự phóng phục hồi nhẹ trong ngắn hạn và tăng trưởng thấp trong dài hạn do cạnh tranh gay gắt (quay lại)

Doanh thu măng bia của SAB dự phóng phục hồi nhẹ +1,8% YoY năm 2026F và tăng +4,3%/năm từ 2027 – 2030F với giả định giá bán bia bình quân đi ngang và đà tăng sản lượng tiêu thụ thấp hơn 0,7 đpt so với tăng trưởng ngành bia do cạnh tranh khốc liệt.

**Biểu đồ 8. Sản lượng tiêu thụ bia của SAB phục hồi nhẹ +1,8% YoY năm 2026F và tăng +4,3%/năm từ 2027 – 2030F**


Nguồn: SAB, Euromonitor, FPT S tổng hợp và ước tính

**Năm 2026F**, sản lượng bia tiêu thụ của SAB dự phóng phục hồi nhẹ +1,8% YoY nhờ hệ thống phân phối dần ổn định trở lại khi các điểm bán lẻ thích nghi hơn với các quy định về hóa đơn chứng từ mới, cùng với việc doanh nghiệp đã mở thêm điểm bán từ Q4/2025 bù đắp cho các điểm đóng cửa trước đó. Tuy vậy đà phục hồi ở mức thấp do sức mua đối với nhóm hàng không thiết yếu nhiều khả năng chịu áp lực từ lạm phát tăng cao. Lạm phát Việt Nam dự báo đạt 4,3% (tăng ~1,0 đpt YoY) năm 2026 do ảnh hưởng của xung đột giữa Mỹ và Iran (chi tiết dự phóng lạm phát tham khảo [Báo cáo cập nhật Đánh giá xung đột Mỹ - Iran](#)).

**Giai đoạn 2027 – 2030F**, sản lượng bia tiêu thụ của SAB dự phóng tăng +4,3%/năm, cải thiện theo xu hướng phục hồi chung của thị trường bia. Chúng tôi kỳ vọng, tình hình kinh tế vĩ mô dần ổn định hơn khi xung đột Mỹ - Iran hạ nhiệt giúp thúc đẩy tiêu dùng trở lại. So với tốc độ tăng trưởng chung của ngành, chúng tôi dự phóng sản lượng

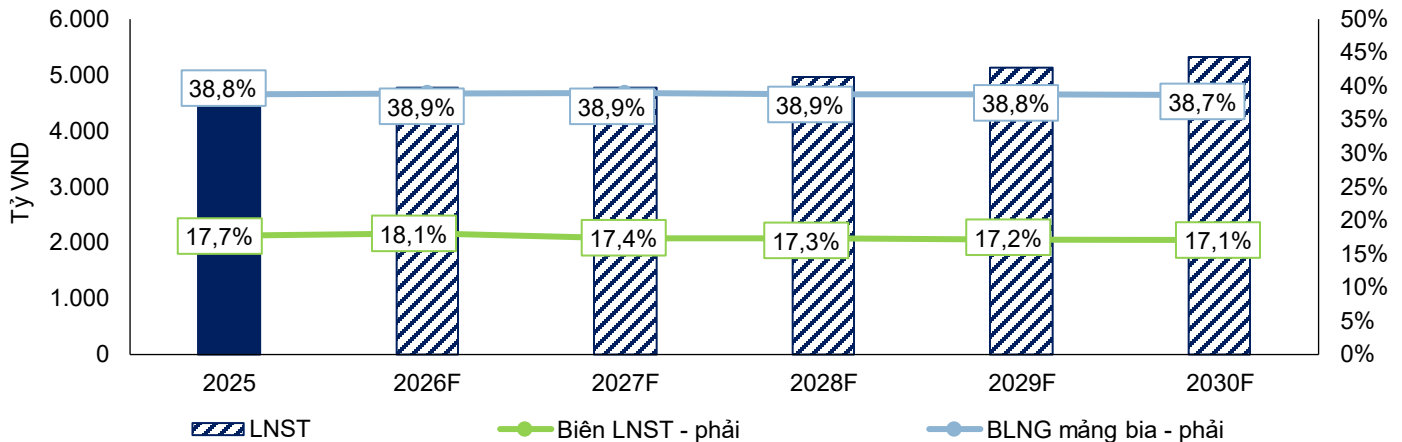
tiêu thụ bia của SAB thấp hơn bình quân 0,7 đpt/năm do cạnh tranh gay gắt và chính sách hạn chế chi tiêu cho hoạt động tiếp thị - bán hàng khiến doanh nghiệp khó duy trì được thị phần trong dài hạn.

**2. Biên lợi nhuận sau thuế tăng +0,4 đpt YoY năm 2026 nhờ chi phí malt ở mức thấp bù đắp cho đà tăng giá nhôm và hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao (quay lại)**

**Lợi nhuận sau thuế 2026F ước tính tăng 4,1% YoY (4.763 tỷ VND) với biên LNST đạt mức 18,1% (+0,4 đpt YoY) nhờ (1) chi phí malt ở mức thấp bù đắp cho đà tăng giá nhôm giúp BLNG mảng bia tăng nhẹ +0,1 đpt YoY và (2) môi trường lãi suất cao giúp lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng 18,4% YoY.**

Với BLNG, năm 2026 BLNG mảng bia của SAB dự phóng đạt 38,9% (+0,1 đpt YoY) với giả định giá bán bia đi ngang và chi phí giá vốn/lít bia tiêu thụ giảm nhẹ -0,2% YoY. Chi phí malt đại mạch được chốt ở mức nền thấp cuối năm 2025 bù đắp cho đà tăng giá nhôm (đã bao gồm tác động của tỷ giá).

**Biểu đồ 9. Biên lợi nhuận sau thuế của SAB tăng nhẹ +0,4 đpt YoY năm 2026**

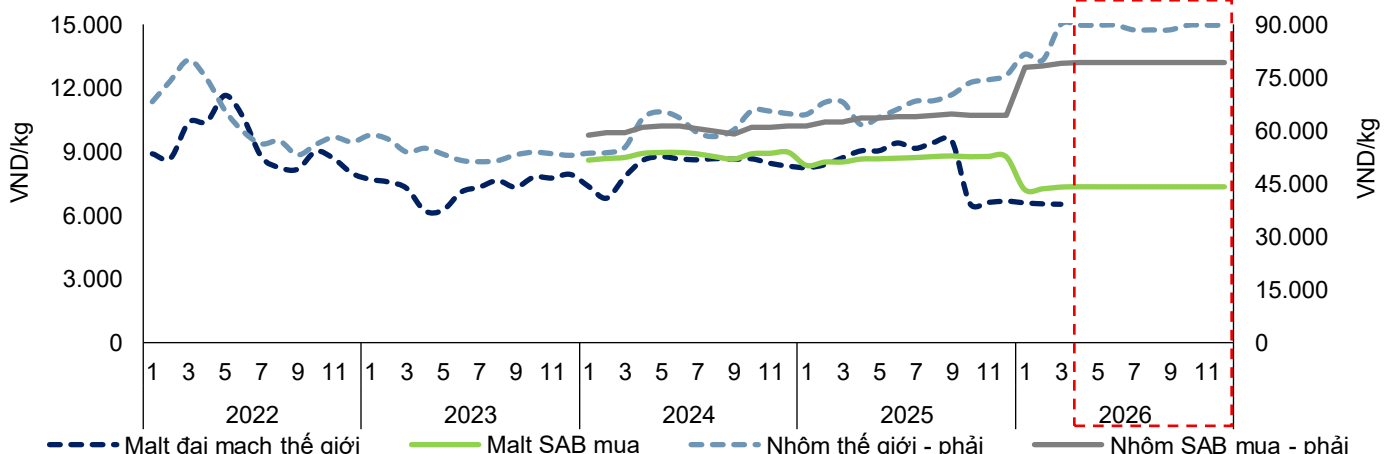


Nguồn: FPTTS dự phóng

SAB đã chốt trước giá malt đại mạch cho cả năm và giá nhôm cho nửa đầu năm 2026, với mức giá tham chiếu tại vùng Q4/2025.

- Với malt đại mạch (~34% chi phí giá vốn), chúng tôi ước tính chi phí bình quân giảm 14,8% YoY (với tỷ giá bình quân 2026 dự phóng tăng 2,0% YoY).
- Ngược lại, chi phí nhôm (~22% chi phí giá vốn) dự kiến tăng 14,1% YoY trong 1H2026, do giá nhôm thế giới đã tăng mạnh kể từ tháng 6/2025. Tuy vậy, việc chốt trước giá nguyên liệu được đánh giá tích cực, khi giúp Sabeco hạn chế tác động từ đà tăng mạnh của giá nhôm toàn cầu trong giai đoạn nửa đầu năm 2026. Nhôm ở vùng giá cao kỳ vọng sẽ phản ánh vào chi phí sản xuất của SAB kể từ nửa cuối năm 2026. Giá nhôm thế giới bình quân 2026 dự phóng tăng +20,7% YoY kỳ vọng khiến chi phí vỏ nhôm của SAB bình quân cả năm tăng 25,3% YoY (đã bao gồm tác động của tỷ giá) (chi tiết dự phóng giá nhôm thế giới và tỷ giá USD/VND vui lòng tham khảo [Báo cáo cập nhật Đánh giá xung đột Mỹ - Iran](#)).

**Biểu đồ 10. Giá malt được SAB chốt ở mức nền thấp giúp bù đắp cho đà tăng giá nhôm**



Nguồn: World Bank, ING, FPTTS ước tính

\*Lưu ý: giá các nguyên liệu đã được quy đổi theo tỷ giá USD/VND hiện hành.

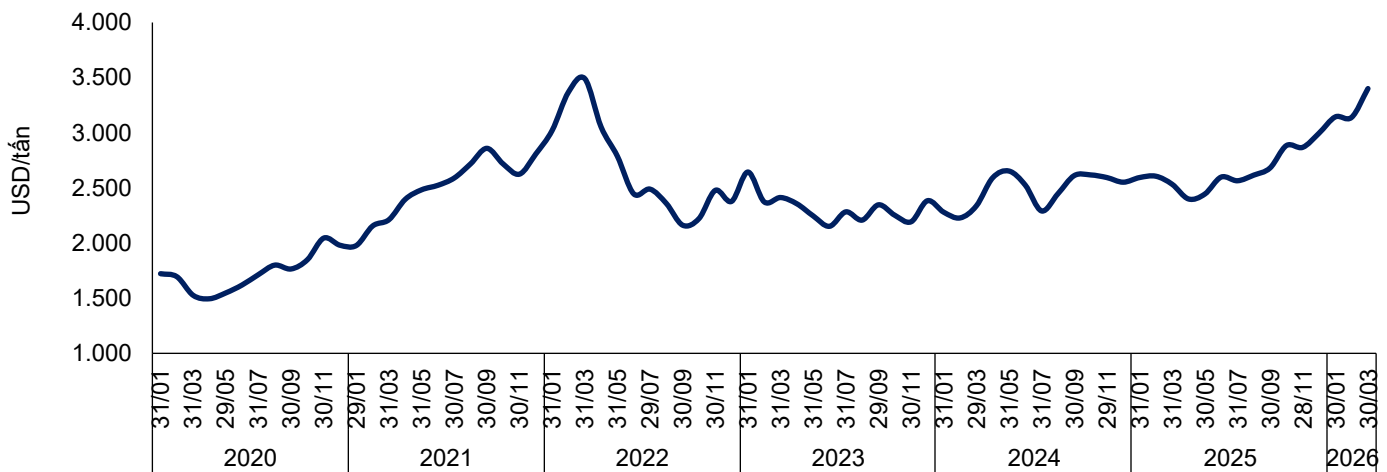
Với lợi nhuận từ hoạt động tài chính, kịch bản lãi suất huy động năm 2026 tăng 110 điểm cơ bản so với năm 2025 giúp lợi nhuận từ hoạt động tài chính của SAB dự phóng tăng 18,4% YoY nhờ sở hữu lượng tiền gửi có kỳ hạn (bao gồm tương đương tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn v.v.) lớn, chiếm khoảng 57% tổng tài sản năm 2025. (chi tiết dự phóng lãi suất huy động vui lòng tham khảo [Báo cáo cập nhật Đánh giá xung đột Mỹ - Iran](#))

**Giai đoạn 2027 – 2030F, biên lợi nhuận sau thuế kỳ vọng duy trì ở mức 17,1% - 17,4% với giả định giá nhôm nguyên liệu tăng +1,0%/năm, giá malt và các nguyên liệu khác đi ngang và lãi suất huy động giảm so với mức đỉnh 2026.** Với tình hình nguồn cung nhôm thế giới đang có xu hướng thắt chặt do sản xuất của Trung Quốc (~60% sản xuất toàn cầu) chậm trễ công suất, dựa trên quan điểm thận trọng chúng tôi giả định giá nhôm tăng +1,0% trong giai đoạn dự phóng. Mặc khác, chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động sẽ giảm trong năm 2027 và đi ngang trong giai đoạn còn lại của dự phóng.

### III. YẾU TỐ THEO DÕI

**Xung đột giữa Mỹ và Iran kéo dài có thể đẩy giá nhôm tăng mạnh và lập đỉnh mới ([quay lại](#))**

**Biểu đồ 11. Giá nhôm thế giới tiệm cận mức đỉnh của năm 2022 sau sự kiện eo biển Hormuz đóng cửa**



Nguồn: Bloomberg

Hiện tại xung đột giữa Mỹ và Iran đã qua gần 2 tháng và chưa có dấu hiệu kết thúc rõ ràng. Eo biển Hormuz tiếp tục đóng cửa đẩy giá nhôm tăng mạnh tiệm cận với mức đỉnh của năm 2022.

Giá nhôm thế giới duy trì xu hướng tăng từ tháng 6/2025 đến nay, chủ yếu do rủi ro thắt chặt nguồn cung mang tính cấu trúc, khi Trung Quốc tiệm cận trần công suất còn Mỹ và châu Âu bị hạn chế mở rộng sản xuất do cạnh tranh điện năng với các trung tâm dữ liệu AI. Trong bối cảnh đó, việc xung đột Mỹ – Iran và eo biển Hormuz đóng cửa trở thành yếu tố khuếch đại, làm gia tăng rủi ro gián đoạn nguồn cung và đẩy giá nhôm tăng tốc. Rủi ro gián đoạn nguồn cung gia tăng khi Vịnh Ba Tư chiếm khoảng 8,3% sản lượng nhôm toàn cầu và phụ thuộc lớn vào tuyến vận tải qua Hormuz.

**Trong kịch bản xấu nhất nếu Hormuz tiếp tục đóng cửa kéo dài, giá nhôm có thể tăng lên 4.000 USD/tấn (theo dự phóng cập nhật của ING) khiến biên lợi nhuận gộp của SAB có thể giảm 1,6 đpt YoY năm 2026.**

#### IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu SAB với giá mục tiêu **49.900 VND/cổ phiếu**, cao hơn **10,6%** so với giá đóng cửa ngày 14/04/2026. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

##### Kết quả định giá:

Tổng hợp Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Giá trị	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	49.848	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	49.993	50%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>49.921</b>	

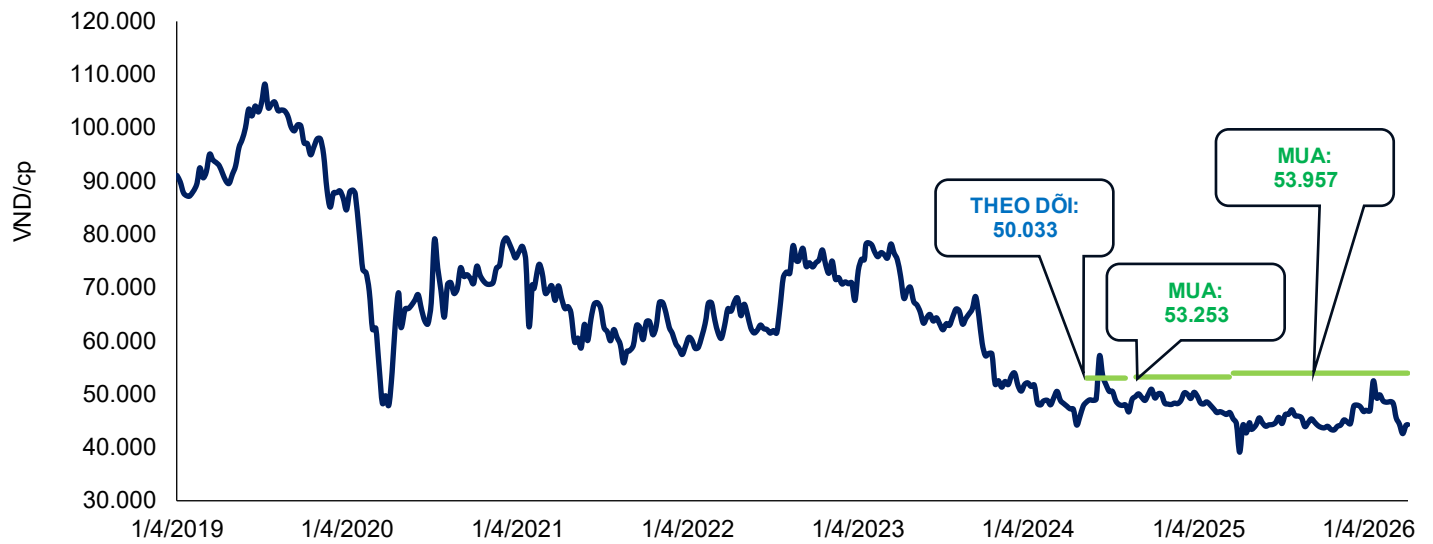
Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)	48.117
(+) Tiền mặt (tỷ VND)	19.002
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	436
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	64.119
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	1.283
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>49.993</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	47.496
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>49.848</b>

##### Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T4/2026	Thay đổi so với T3/2025	Giả định mô hình	Giá trị	Thay đổi so với T3/2025
WACC 2026	11,3%	+1,9 đpt	Phần bù rủi ro thị trường	10,35%	-1,0%
Chi phí sử dụng nợ	9,2%	+4,4 đpt	Hệ số Beta	0,70	-4,8%
Chi phí sử dụng VCSH	11,4%	+1,9 đpt	Tăng trưởng dài hạn	1%	-
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	+1,6 đpt	Thời gian dự phóng	5 năm	-

## Lịch sử khuyến nghị

**Biểu đồ 12. Lịch sử khuyến nghị**



Nguồn: Bloomberg, FPT S

STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị (đã điều chỉnh)	Báo cáo chi tiết
1	<b>THEO DÕI</b>	T05/2024	53.033	<a href="#">Báo cáo cập nhật tin tức</a>
2	<b>MUA</b>	T08/2024	53.153	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu</a>
3	<b>MUA</b>	T03/2025	53.957	<a href="#">Báo cáo cập nhật định giá</a>

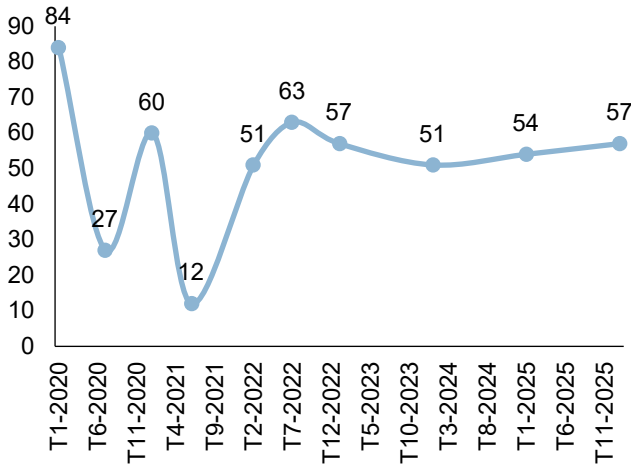
**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG**

Kết quả HĐKD	2024	2025	2026F	2027F	Cân đối kế toán	2024	2025	2026F	2027F
<b>DTT</b>	<b>31.872</b>	<b>25.888</b>	<b>26.364</b>	<b>27.371</b>	<b>Tài sản</b>				
GVHB	(22.554)	(16.588)	(16.852)	(17.494)	Tiền, ĐTT & ĐTTC	21.044	19.002	19.152	19.339
<b>LNG</b>	<b>9.318</b>	<b>9.301</b>	<b>9.512</b>	<b>9.877</b>	Các khoản phải thu	1.818	903	857	897
CPBH	(4.042)	(4.022)	(4.096)	(4.253)	Hàng tồn kho	1.979	2.027	2.173	2.256
CP QLDN	(839)	(984)	(1.002)	(1.040)	TSNH khác	226	208	212	220
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>4.437</b>	<b>4.295</b>	<b>4.414</b>	<b>4.585</b>	<b>Tổng tài TSNH</b>	<b>25.067</b>	<b>22.141</b>	<b>22.394</b>	<b>22.712</b>
(Lỗ)/lãi HĐTC	1.070	1.015	1.202	1.003	Tài sản CDHH	3.862	5.307	4.735	4.171
Lợi nhuận khác	168	377	384	399	Đầu tư TCNH	3.673	4.195	4.195	4.195
<b>LNTT, lãi vay</b>	<b>5.675</b>	<b>5.686</b>	<b>6.000</b>	<b>5.986</b>	TSDH khác	717	813	828	860
Chi phí lãi vay	(27)	(34)	(40)	(39)	Xây dựng CBDD	122	141	141	141
<b>LNTT</b>	<b>5.647</b>	<b>5.652</b>	<b>5.960</b>	<b>5.947</b>	<b>Tổng TSDH</b>	<b>8.373</b>	<b>10.456</b>	<b>9.900</b>	<b>9.367</b>
Thuế TNDN	(1.153)	(1.079)	(1.197)	(1.181)	<b>TTS</b>	<b>33.439</b>	<b>32.597</b>	<b>32.293</b>	<b>32.079</b>
<b>LNST</b>	<b>4.495</b>	<b>4.573</b>	<b>4.763</b>	<b>4.766</b>	<b>Nợ &amp; VCSH</b>				
Lợi ích CĐTS	165	150	156	156	Vay và nợ NH	245	268	272	282
<b>LNST của CĐCTM</b>	<b>4.330</b>	<b>4.424</b>	<b>4.607</b>	<b>4.610</b>	Các khoản phải trả	8.212	8.381	8.544	8.774
EPS (đ)	3.291	3.347	3.592	3.594	Quỹ khen thưởng	199	231	236	245
<b>Sinh lời</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>8.657</b>	<b>8.880</b>	<b>9.051</b>	<b>9.300</b>
Tỷ suất LNG	29,2%	35,9%	36,1%	36,1%	Vay và nợ DH	169	168	168	168
Tỷ suất LNST	14,1%	17,7%	18,1%	17,4%	Phải trả dài hạn khác	176	549	558	579
ROE DuPont	18,2%	19,9%	22,1%	22,8%	<b>Nợ dài hạn</b>	<b>345</b>	<b>717</b>	<b>726</b>	<b>747</b>
ROA DuPont	12,8%	13,4%	14,2%	14,3%	<b>Tổng nợ</b>	<b>9.002</b>	<b>9.598</b>	<b>9.777</b>	<b>10.048</b>
Tỷ suất EBIT/doanh thu	17,8%	22,0%	22,8%	21,9%	Vốn góp CSH	12.826	12.826	12.826	12.826
LNTT / EBIT	99,5%	99,4%	99,3%	99,4%	LN chưa phân phối	9.218	7.047	6.408	5.767
LNST/LNTT	76,7%	78,3%	77,3%	77,5%	Các khoản khác	1.239	1.280	1.280	1.280
Vòng quay TTS	0,9x	0,8x	0,8x	0,9x	Lợi ích CĐTS	1.155	1.847	2.003	2.159
Đòn bẩy tài chính	1,4x	1,5x	1,6x	1,6x	<b>VCSH</b>	<b>24.437</b>	<b>23.000</b>	<b>22.516</b>	<b>22.032</b>
<b>HQVH</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>Tổng cộng NV</b>	<b>33.439</b>	<b>32.597</b>	<b>32.293</b>	<b>32.079</b>
Thời gian luân chuyển tiền	-74,9	-119,3	-125,6	-122,7	<b>TCTT</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Số ngày phải thu	17,5	19,2	12,2	11,7	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>22.781</b>	<b>21.044</b>	<b>19.002</b>	<b>19.152</b>
Số ngày tồn kho	34,8	44,1	45,5	46,2	<b>LNST</b>	<b>4.491</b>	<b>4.584</b>	<b>4.763</b>	<b>4.766</b>
Số ngày phải trả	127,1	182,6	183,3	180,7	Khấu hao	549	730	675	671
COGS / Hàng tồn kho	9,7x	8,4x	8,3x	8,0x	Thay đổi VLĐ	(799)	(1.453)	(1.253)	(1.017)
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>4.245</b>	<b>3.904</b>	<b>4.185</b>	<b>4.420</b>
CS thanh toán hiện hành	2,9x	2,5x	2,5x	2,4x	Mua sắm TSCĐ	(296)	(242)	(104)	(107)
CS thanh toán nhanh	2,7x	2,3x	2,2x	2,2x	Đầu tư khác	429	2.663	1.194	994
CS thanh toán tiền mặt	2,4x	2,1x	2,1x	2,1x	<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>136</b>	<b>2.423</b>	<b>1.090</b>	<b>887</b>
Nợ / Tài sản	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	Thay đổi nợ	(285)	(275)	4	10
Nợ / Vốn CSH	0,4x	0,4x	0,4x	0,5x	Cổ tức đã trả	(4.659)	(6.513)	(5.130)	(5.130)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>(4.943)</b>	<b>(6.788)</b>	<b>(5.126)</b>	<b>(5.120)</b>
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	<b>Tổng LCTT</b>	<b>(562)</b>	<b>(461)</b>	<b>149</b>	<b>187</b>
Khả năng TT lãi vay	206,7x	165,6x	149,0x	155,3x	Chênh lệch tỷ giá	(0)	(0)	-	-
					<b>Tiền cuối năm</b>	<b>4.478</b>	<b>4.017</b>	<b>4.166</b>	<b>4.353</b>

## V. PHỤ LỤC

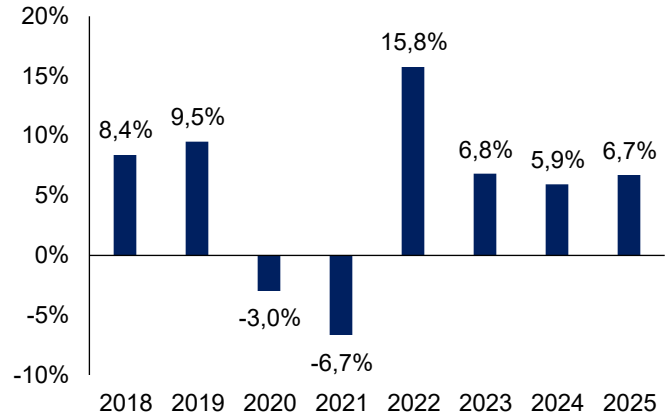
### 1. Tâm lý chi tiêu của người tiêu dùng Việt Nam vẫn tương đối thận trọng trong năm 2025 ([quay lại](#))

**Biểu đồ 13. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam chỉ tăng nhẹ trong 2025**



Nguồn: InforCUS Mekong Research

**Biểu đồ 14. Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng (loại yếu tố về giá) vẫn thấp hơn so với giai đoạn trước Covid**



Nguồn: NSO

### 2. Heineken mở rộng quy mô các sự kiện âm nhạc ra nhiều tỉnh thành trong năm 2025 ([quay lại](#))

Năm	STT	Sự kiện	Khu vực
2024	1	Đại nhạc hội Larue Đà Nẵng	Đà Nẵng
	2	Cúp Heineken 2024	Nha Trang
	3	The Tiger Remix	TP.HCM, Tiền Giang, Buôn Ma Thuột
	4	Heineken Countdown	Kiên Giang, Vũng Tàu, Quy Nhơn, Nha Trang
	5	Lễ hội âm nhạc Tiger Crystal Rave	Đà Nẵng, Vũng Tàu
	6	Đại nhạc hội Larue Quảng Nam	Quảng Nam
	7	Daesung fan day Tour: D's Road	TP.HCM
	8	Siêu trải nghiệm Kenverse	Tp.HCM
	9	Gameshow Ken League	Tp.HCM
	10	Đại nhạc hội ánh sáng Larue LumiFest	Đà Nẵng
	11	Đại nhạc hội Larue Quảng Nam	Quảng Nam
2025	1	Heineken Countdown	Nha Trang, TP. Hà Nội
	2	Đón cúp vô địch uefa champions league cùng huyền thoại Bastian Schweinsteiger	TP.HCM
	3	Stadium: siêu trải nghiệm Eefa Champions League tại Việt Nam	TP.HCM
	4	HEINEKEN 0.0 - 0.0BAR	Hà Nội, TP.HCM
	5	Đêm ra mắt Biểu Tượng Tiệc Chất - Heineken Silver phiên bản chai nhôm The Silver Coolture	TP.HCM
	6	Ra mắt Heineken Brut Lager	TP.HCM, Hà Nội
	7	Đại nhạc hội ánh sáng Larue LumiFest	Bến Tre, Đắk Nông, Cần Thơ, Đà Nẵng

8	Larue colorfest	Cần Thơ, Tiền Giang, Đà Nẵng, Quảng Nam
9	Đêm tự hào Đà Nẵng - Quảng Nam	Đà Nẵng, Quảng Nam
10	Tiger Remix	TP. Mỹ Tho - TP. HCM - TP. Buôn Ma Thuột
11	Tiger Street Football 2025!	TP.HCM, Nha Trang, Cần Thơ, TP.Hà Nội
12	Tiger Crystal Rave	Đà Nẵng, TP.HCM

*Nguồn: Heineken, FPTS tổng hợp*

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPT S dựa vào các nguồn thông tin mà FPT S coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPT S. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPT S có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPT S. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPT S nắm giữ 0 cổ phiếu SAB, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

**Trụ sở chính**

Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường  
Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Phường Hải Châu,  
Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888