

TCTCP BIA-RƯỢU-NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN (HSX: SAB)

Điểm nhấn từ cổ tức tiền mặt lớn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY25	Q1-FY25	+/- qoq	Q2-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	6.804	5.811	17,1%	8.086	-15,9%
Lợi nhuận sau thuế	1.207	793	52,2%	1.248	-3,3%
LNTT & lãi vay	1.292	826	56,5%	1.362	-5,1%
LNTT & lãi vay/DT thuần	19,0%	14,2%	478bps	16,8%	215bps

Nguồn: SAB, CTCK Rong Viet

Q2-FY25: Hưởng lợi từ chi phí NVL thấp bắt đầu ghi nhận, điểm nhấn thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) cần được chú ý

- KQKD SAB Q2-2025 âm đậm với doanh thu thuần 6.804 tỷ đồng (-15,9% YoY), 1.208 tỷ đồng (-3,3% YoY), do sụt giảm thị phần trước các đối thủ như Heneiken trên kênh sell-in (đại lý) và cách hạch toán chi phí thuế TTĐB. SAB chủ động giảm đơn hàng vào hệ thống phân phối, nhằm giảm tồn kho tại các đại lý của mình, chuẩn bị cho tăng giá bán từ H2-2025.
- Điểm nổi bật cần chú ý khiến doanh thu sụt mạnh 2 chữ số bất thường: Sabibeco (SBB) thành công ty con của SAB (sở hữu 65%) từ 2025. Thuế TTĐB của SBB khấu trừ từ doanh thu thuần hợp nhất của SAB, không ghi vào giá vốn như trước, khiến doanh thu SAB giảm mạnh.
- Đốm sáng trong làn sương mờ KQKD Q2 của Công ty đến từ việc tiết giảm được chi phí đầu vào khi SAB đã sử dụng hết phần nguyên vật liệu có giá cao trong năm 2024, và bước sang năm 2025, giá nguyên liệu đầu vào đã quay trở lại vùng giá trung bình.

Triển vọng FY25: Dự báo một năm khó khăn của ngành bia, tối ưu cấu trúc chi phí là điểm tựa duy nhất.

- Trong năm 2025, SAB vẫn gặp khó trong mở rộng doanh thu từ ảnh hưởng Nghị định 168 và tâm lý tiêu dùng FMCGs/bia yếu hậu Covid-19 cộng hưởng yếu tố mùa vụ tết không ủng hộ. Điểm tựa cho KQKD nằm ở tiết giảm chi phí NVL đầu vào khi giá mạch nha trở về mức bình thường hóa và giá nhôm đã được chốt từ đầu năm.
- Trong Q3-2025, chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 6.243 tỷ đồng (-8,9% YoY), LNST-Cty Mẹ đạt 1.096 tỷ đồng (-2,0% YoY), với các lý do tương tự Q2-2025.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của SAB đạt 25.802 tỷ đồng (-19,0% YoY). LNST/EPS đạt 4.120 tỷ đồng (-4,9% YoY) và 3.212 đồng trong năm 2025.

Quan điểm và khuyến nghị

Với định hướng giảm tiêu thụ bia đầu người ở mức cao của Việt Nam so với thế giới qua các Nghị định 100/2019/ND-CP, Nghị định 168, Dự thảo thuế tiêu thụ đặc biệt cho sản phẩm bia rượu, bức tranh ngành bia trong trung và dài hạn dự kiến còn nhiều khó khăn. Do đó, SAB sẽ tìm kiếm động lực tăng trưởng thông qua mở rộng thị phần (tập trung kênh xu hướng off-trade), tuy nhiên đây là nhiệm vụ nhiều thách thức trước cạnh tranh lớn với các hãng bia: Heineken, Carlsberg trong khi cấu trúc sản phẩm/mạng lưới phân phối không có nhiều khác biệt. Chiến lược tối ưu chi phí đầu vào (chốt giá NVL rẻ hơn) và chi phí quảng cáo, chiết khấu, được xem là chiến lược hiệu quả nhất của SAB trong các năm tới, giúp biên LN ròng DN dần quay về mức trung bình ngành (14,0-16,0%). Điểm nhấn ở khoản cổ tức tiền mặt lớn với 5.000 đồng/cổ phiếu trong ít nhất 2 năm 2025-26, với các lần chi trả thường niên (T6 & T12).

Chúng tôi thực hiện định giá bằng phương pháp so sánh (EVEBITDA) ngắn hạn và chiết khấu dòng tiền (DCF) dài hạn với tỷ trọng 50:50 cho SAB. Giá cổ phiếu xác định một năm tới của SAB ở mức **53.000 đồng/cổ phiếu (bao gồm cổ tức tiền mặt 5.000 đồng/cổ phiếu)**, tương ứng PE fwd 2025 15,0x. Dựa trên giá đóng cửa ngày 28/08/2025, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho SAB.

TÍCH LŨY

Giá thị trường (đồng)	46.550
Giá mục tiêu (đồng)	53.000

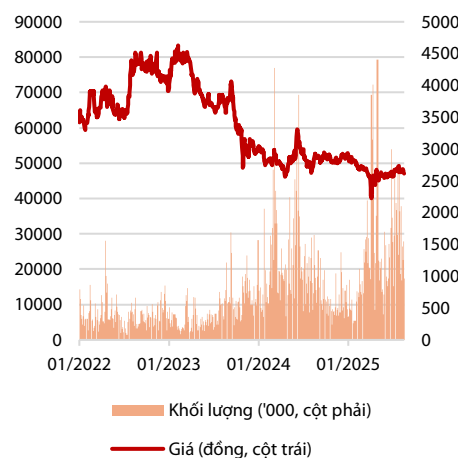
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 5.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	60.473
SLCPDLH (triệu CP)	1.283
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	1.531
Free Float (%)	10,4
Giá cao nhất 52 tuần	53.100
Giá thấp nhất 52 tuần	40.100
Beta	1,2

	FY24	Hiện tại
EPS	3.361	3.185
Tăng trưởng EPS (%)	7,4	-1,0
P/E	16,1	15,1
P/B	2,8	2,9
EV/EBITDA	12,9	11,9
ROE (%)	17,6	17,4

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Công ty TNHH Vietnam Beverage	53,59
Bộ Công thương	36,00
Khác	10,41
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	41,2

Nguyễn Bảo Hưng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

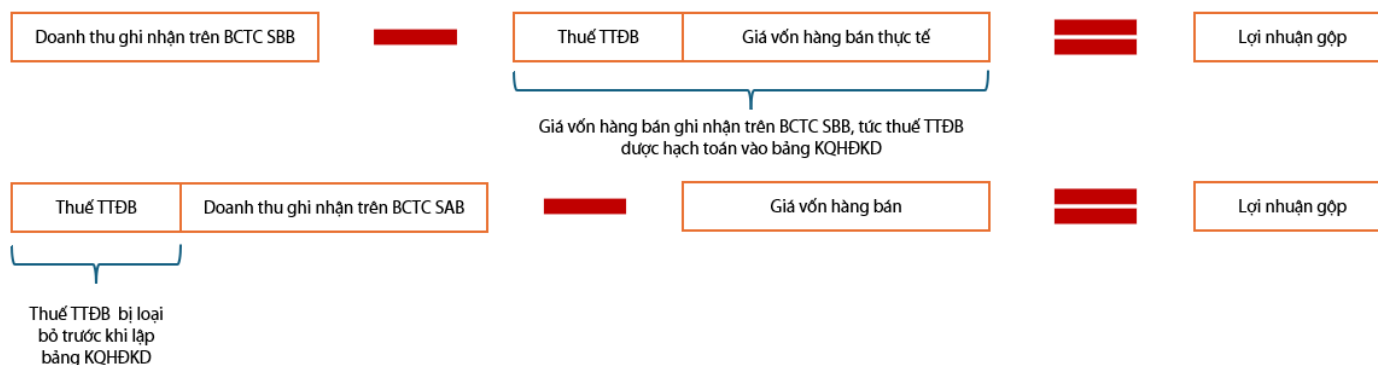
hung.nb@vdsc.com.vn

KQKD Q2-2025 hưởng lợi từ chi phí NVL thấp bắt đầu ghi nhận, điểm nhấn thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) cần được chú ý

Doanh thu thuần đạt 6.804 tỷ đồng (+17,1% QoQ, -15,9% YoY), phù hợp kỳ vọng chuyên viên. Trong đó:

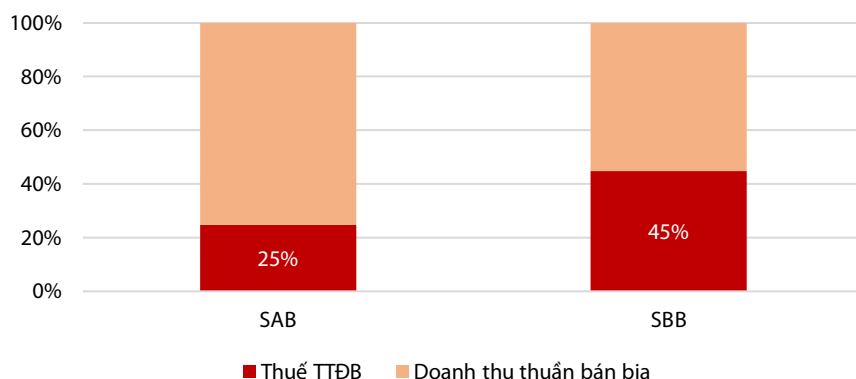
- Doanh thu thuần mảng bia sụt giảm đến 9,6% YoY, đạt 6.378 tỷ đồng chủ yếu do chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt tăng 22,8% YoY lên 2.944 tỷ đồng.
 - Chúng tôi nêu rõ lưu ý về cách ghi nhận thuế tiêu thụ đặc biệt của SAB sau thương vụ sáp nhập CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn - Bình Tây (Sabibeco hay SBB) thành công ty con (SAB sở hữu 65%) từ 2025 từ công ty liên kết (SAB sở hữu 21,8% trước đó) như trước. Vì vậy, tương tự SAB và các công ty con khác, chi phí thuế TTĐB của Sabibeco được khấu trừ trực tiếp từ doanh thu thuần hợp nhất của SAB thay vì được hạch toán vào giá vốn hàng bán như trước đây làm ảnh hưởng mạnh đến tăng trưởng doanh thu thuần SAB so với cùng kỳ. Tỷ lệ thuế TTĐB SAB gánh chịu trong tổng doanh thu ít hơn SBB, nên việc hợp nhất lại khiến chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt tăng cao nhưng doanh thu của SBB đóng góp cho SAB lại mức thấp, qua đó, làm giảm doanh thu thuần của SAB đáng kể. (Hình 1, 2)
 - Chúng tôi thực hiện loại bỏ tác động của thuế tiêu thụ đặc biệt để nhìn nhận rõ năng lực kinh doanh của SAB so với ngành và đối thủ cạnh tranh lớn nhất Heneiken. Qua đó, doanh thu gộp mảng bia (bao gồm thuế tiêu thụ đặc biệt) đạt 9.321 tỷ đồng (+13,4% QoQ, -1,0% YoY) do SAB chủ động giảm lượng hàng bán ra trên các đại lý phân phối (sell-in) của mình để đưa số ngày tồn kho về mức bình thường và phù hợp để áp dụng chiến lược tăng giá 1 chữ số từ T7-2025. Mặc dù, theo thông tin của SAB, mức thị phần của hãng có xu hướng gia tăng lại ở Q2 nhưng ở kênh đại lý – khách hàng (sell-out) nên SAB không được hưởng lợi. (Bảng 1)

Hình 1: Mô tả cách hạch toán thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) của SAB và SBB trước khi hợp nhất



Nguồn: SAB, SBB, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ lệ thuế TTĐB trên tổng doanh thu gộp bán bia năm 2024 (%)



Nguồn: SAB, SBB, CTCK Rồng Việt

- **Đáng lưu ý, các đối thủ cạnh tranh như Habeco, Heneiken lần lượt đạt các mức tăng trưởng doanh thu tốt 2,4% YoY, ~10,0% YoY trong Q2-2025** cũng cho thấy tín hiệu SAB đánh mất thị phần của mình trong một ngành bia phục hồi tốt ở Q2-2025 (theo chia sẻ từ đại diện Heneiken).
- **Doanh thu thuần mảng bán nguyên vật liệu (lúa mạch, hoa bia, lon nhôm, chai thủy tinh, và các vật liệu bao bì khác) đạt 395 tỷ đồng (+10,3% QoQ, -59,7% YoY)** vẫn đúng theo định hướng của Ban lãnh đạo, đặc biệt sau thương vụ Sabibeco. SAB nỗ lực giảm lượng nguyên liệu bán ra bên ngoài, ưu tiên sử dụng nội bộ cho sản xuất do hoạt động này cũng có biên lợi nhuận gộp thấp (dưới 1%).

Bảng 1: KQKD SAB trong Q2-2025 về doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2025	Q1-2025	+/- (qoq)	Q2-2024	+/- (yoy)	% Q2 sv 2025F của VDS
Doanh thu thuần	6.804	5.811	17,1%	8.086	-15,9%	25,2%
Bán bia	6.378	5.447	17,1%	7.059	-9,6%	
Khác	427	363	17,5%	1.028	-58,5%	
Tác động thuế TTĐB						
Doanh thu gộp mảng bia	9.321	8.220	13,4%	9.456	-1,4%	
Doanh thu thuần	6.378	5.447	17,1%	7.059	-9,6%	
Thuế tiêu thụ đặc biệt	2.944	2.773	6,2%	2.397	22,8%	

Nguồn: SAB, CTCK Rong Việt

Lợi nhuận gộp đạt 2.448 tỷ đồng (+30,8% QoQ, +0,3% YoY), tương ứng **biên LN gộp đạt 36,0% (+580bps YoY), cao hơn mức 32,3% của chúng tôi chủ yếu đến từ cách thức hạch toán thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) đã nêu ở phần doanh thu**. Biên LN gộp sau khi loại bỏ yếu tố thuế TTĐB này (tức tính trên doanh thu gộp) đạt 25,1% (+330bps QoQ, +183bps YoY), mức cải thiện nhẹ này đến từ việc SAB đã hưởng lợi nhanh hơn kỳ vọng từ việc bắt đầu sử dụng NVL mạch nha giá rẻ như các báo cáo chúng tôi đã đề cập trước đó.

SAB tăng chi chiết khấu để lấy lại một phần thị phần đã mất ở Q1-2025, đẩy tăng CPBH. Mặc dù vậy, hiệu quả đầu ra đã giúp tỷ trọng CPBH&QLDN/D.thu thuần của SAB giảm 102bps QoQ, đạt 17,0%.

Ngoài ra, KQKD quý này còn hưởng lợi từ việc không còn chi phí tài chính một lần (85 tỷ đồng) phát sinh từ thương vụ Sabibeco như Q1-2025, cấu thành từ (1) khoản lỗ 85 tỷ đồng từ đánh giá lại khoản đầu tư nắm giữ trước đó của Sabibeco – Công ty mà SAB nâng sở hữu từ 21,8% lên 65,0% từ T1-2025, (2) chi phí lãi vay đạt 11 tỷ đồng, +23,9% YoY do nợ vay ngắn hạn tăng gấp đôi YoY, có thể đến từ hợp nhất kinh doanh với Salibeco, theo quan điểm chúng tôi.

Tựu chung lại, LNST Cty Mẹ đạt 1.208 tỷ đồng (+52,2% QoQ, -3,3% YoY), vượt kỳ vọng chuyên viên 9%, chủ yếu do biên LN gộp phục hồi mạnh hơn dự kiến.

Bảng 2: KQKD SAB trong Q2-2025 về lợi nhuận và cơ cấu chi phí

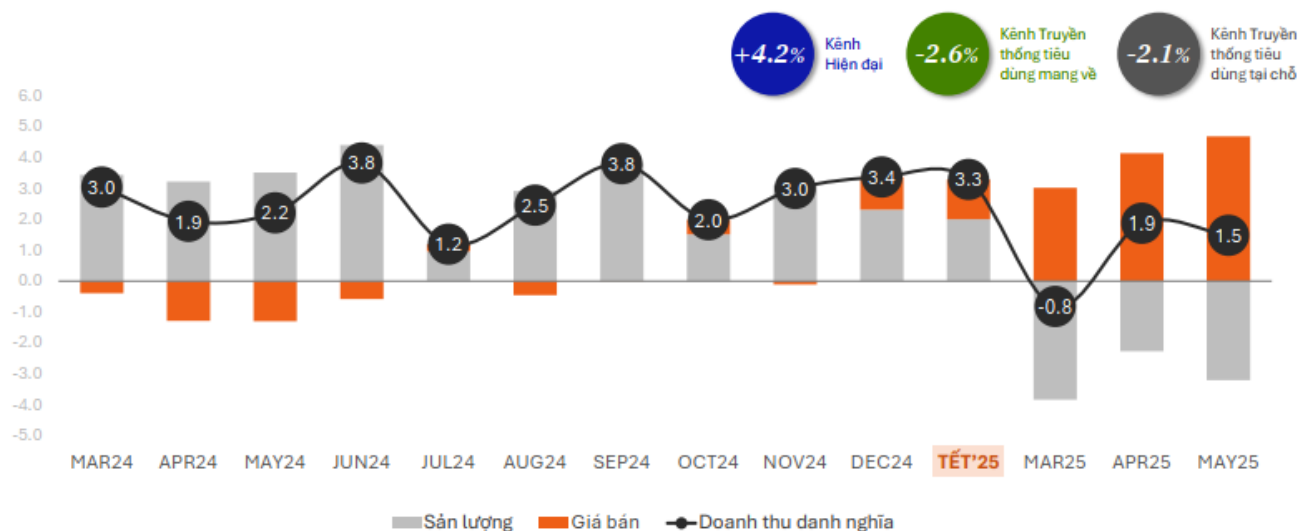
Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2025	Q1-2025	+/- (qoq)	Q2-2024	+/- (yoy)	% Q2 sv 2025F của VDS
Lợi nhuận gộp	2.448	1.872	30,8%	2.440	0,3%	
CPBH&QLDN	-1.156	-1.046	10,5%	-1.079	7,1%	
Lợi nhuận từ CTLKLD	34	53	-36,3%	28	20,9%	
Lợi nhuận tài chính ròng	240	152	58,0%	258	-7,0%	
Lợi nhuận khác	-5	-9	-45,9%	-13	-65,2%	
LNST-Cty Mẹ	1.207	793	52,2%	1.248	-3,3%	31,7%
Biên LN gộp	36,0%	32,2%	376	30,2%	580	
CPBH&QLDN/D.thu thuần	17,0%	18,0%	-102	13,3%	364	

Nguồn: SAB, CTCK Rong Việt

Hình 3: Tăng trưởng YoY thị trường hàng tiêu dùng nhanh (bao gồm bia) trong Q2-2025 (%), chủ yếu nhờ giá bán

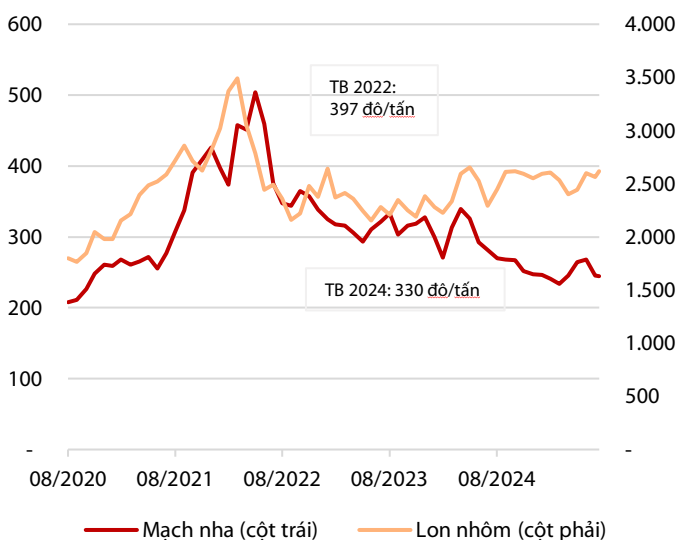
Việt Nam | Tăng trưởng so với cùng kỳ (%) | 70 ngành hàng FMCG

Tăng trưởng sản lượng 5 tháng đầu năm 2025



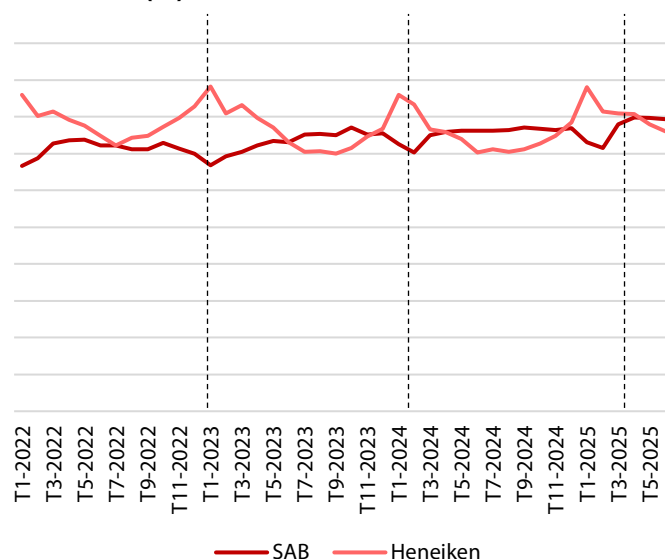
Nguồn: AC Nielsen, CTCK Rổng Việt

Hình 4: Diễn biến nguyên vật liệu đầu vào chính của SAB: mạch nha & nhôm (đô/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

Hình 5: Mô tả thị phần ngành bia của SAB & Heineken trên kênh sell-out (%)



Nguồn: SAB, CTCK Rổng Việt

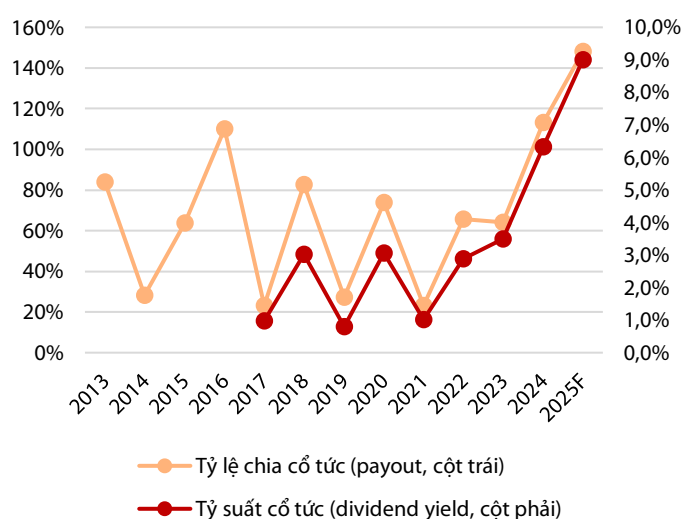
Cập nhật quan điểm về bối cảnh kinh doanh SAB sau Q2-2025

Với triển vọng kinh doanh bước vào pha bão hòa từ sau Covid-19 và các tác động từ gia tăng mạnh thuế tiêu thụ đặc biệt vẫn còn phía trước, điểm nhấn đầu tư chủ yếu ở mức chia cổ tức tiền mặt ngày càng tăng cao, cụ thể:

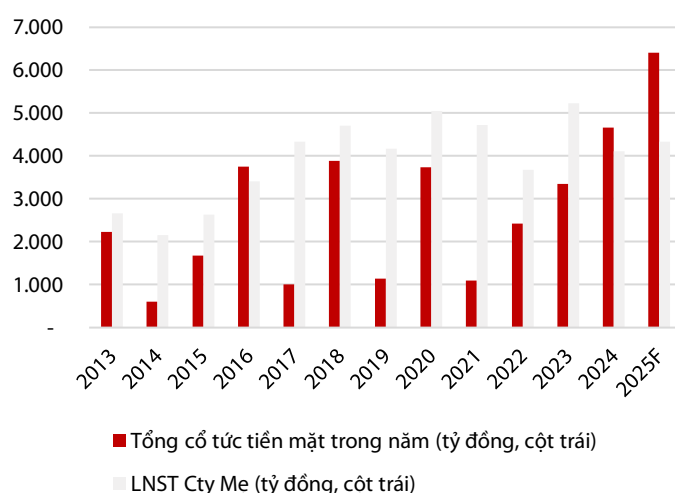
- SAB có động thái gia tăng tỷ lệ chia cổ tức (payout ratio) mạnh dần từ sau Covid-19 (thời điểm ngành bia bắt đầu ảm đạm) với 60-120%, với nguồn lấy từ LNST mỗi năm của Công ty và khoản lợi nhuận chưa phân phối (~9.200 tỷ đồng).
- Do tập đoàn Thaibev thực hiện thương vụ M&A Sabeco năm 2017 theo phương thức leverage buy-out, được tài trợ bởi khoản vay 4,8 tỷ đô từ 5 ngân hàng Thái, với lãi suất 2,4-3,0%/năm, nên việc triển vọng tăng trưởng LNST của ngành bia gặp khó khiến Thaibev có nhiều động lực hơn trong việc tăng tỷ lệ chia cổ tức để bù đắp lãi vay và mang lợi nhuận về Tập đoàn Mẹ. (Bảng 4, 5, 6)

SAB phù hợp với phương pháp đầu tư cổ tức (tỷ suất cổ tức 10,4%/năm) và đầu tư cổ phiếu bị định giá thấp sau những đợt sụt giảm mạnh của thị trường, đặc biệt khi giá thị trường SAB dần dịch chuyển về mức hợp lý (48.000đ/cổ phiếu), phản ánh những yếu tố tiêu cực của năm 2025.

Hình 6: Tỷ suất cổ tức SAB qua các năm (%)



Hình 7: Tổng cổ tức tiền mặt SAB chi qua các năm (tỷ đồng)



Nguồn: SAB, CTCK Rông Việt

Nguồn: SAB, CTCK Rông Việt

Bảng 3: Mô tả năng lực chi trả cổ tức tiền mặt các năm tới của SAB

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng cổ tức tiền mặt (tỷ đồng/năm)	6.413	6.413	6.413	6.309	3.860
Lấy từ:					
- LNST mỗi năm	4.120	4.306	4.073	3.831	3.860
- LN chưa phân phối mỗi năm	2.293	2.107	2.340	2.477	0
LN chưa phân phối còn lại cuối kỳ	6.925	4.818	2.478	0	1
Cổ tức tiền mặt trên cổ phiếu (đồng)	5.000	5.000	5.000	4.919	3.010
Tỷ suất cổ tức (dividend yield, %)	10,2%	10,2%	10,2%	10,0%	6,1%

Nguồn: SAB, CTCK Rông Việt

Bảng 4: Mô tả sơ bộ thương vụ mua bán sáp nhập SAB từ ThaiBev năm 2017

	Ghi chú
Giá trị đầu tư (tỷ đô)	4,8
Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	109.965
Nguồn vốn ThaiBev sử dụng mua lại SAB	Theo thông tin ThaiBev công bố trên sàn chứng khoán Singapore (SGX-ST), Toàn bộ giao dịch này được tài trợ bởi 5 khoản vay từ 5 ngân hàng Thái Lan. Lãi suất của các khoản vay này dao động từ 2.4% đến 3%/năm.
Tỷ lệ sở hữu	53,6%
Thời gian mua lại cổ phần SAB	18/12/2017

Nguồn: SAB, ThaiBev, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Mô tả lượng cổ tức tiền mặt ThaiBev nhận được từ SAB hằng năm

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cổ tức bằng tiền (đồng/cổ phiếu)	5.000	1.500	5.500	1.500	4.500	1.500	5.500
Số lượng cổ phần (triệu cổ phiếu)	641	641	641	641	641	641	1,283
Tổng cổ tức bằng tiền (tỷ đồng)	3.206	962	3.527	962	2.886	962	7.054
Cổ tức bằng tiền của ThaiBev (tỷ đồng)	1.719	516	1.890	516	1.547	516	3.781

Nguồn: SAB, ThaiBev, CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Mô tả tình hình lợi nhuận của khoản mua bán & sáp nhập SAB từ ThaiBev

	Giá trị (tỷ đồng)	Ghi chú
Lãi/lỗ từ chênh lệch giá cổ phiếu	-74.080	Tính theo giá đóng cửa ngày 31/12/2024 của SAB
Chi phí lãi vay (giả sử 2,5%/năm)	-19.244	Giả sử ThaiBev - Công ty mẹ chưa thực hiện trả khoản nợ gốc nào liên quan tới thương vụ
Cổ tức bằng tiền nhận về	19.559	
Tổng lãi/lỗ thương vụ	-73.765	Tính đến 31/12/2024

Nguồn: SAB, ThaiBev, CTCK Rồng Việt

Dự phóng Q3-2025: Vẫn gặp khó trong bối cảnh ngành bia xám màu

Bảng 7: Dự phóng KQKD Q3-2025 của SAB

	Q3-2025	+/-YoY	+/-QoQ	Giải định
Doanh thu gộp	9.123	-8,9%	-7,0%	Thị trường bia nhìn chung tăng trưởng thấp 1 chữ số (theo Heneiken) chủ yếu bởi giá bán do một mùa hè thiếu sự kiện lớn đi kèm Nghị định 168 theo quan điểm chúng tôi. Trong miếng bánh đó, SAB đã sụt giảm thị phần kênh sell-in từ đầu năm đến nay vào tay Heneiken do chỉ tập trung giảm lượng tồn kho cho đợt tăng giá bán ở mức một chữ số thấp từ H2-2025. Chúng tôi chưa nhận thấy những đợt phả về sản phẩm về phân khúc (vẫn tập trung phân khúc tầm trung) hay các chiến lược giá bán (sẽ tăng từ H2-2025) nên mức tăng trưởng SAB dự kiến vẫn thấp hơn trung bình ngành.
Thuế TTĐB mảng bia	-2.822	24,1%	-4,1%	Ảnh hưởng từ thương vụ Sabibeco như đã trình bày trên, đẩy tăng chi phí thuế TTĐB đáng kể trong khi doanh thu SBB đóng góp cho SAB lại thấp, tác động giảm hiệu quả doanh thu đầu ra của SAB
Giảm trừ doanh thu	-58	-14,1%	-8,3%	
Doanh thu thuần	6.243	-18,6%	-8,3%	
Bán bia	5.937	-14,4%	-6,9%	
Khác	305	-58,6%	-28,5%	
Lợi nhuận gộp	2.260	-0,8%	-7,7%	Tương tự Q2-2025, SAB cải thiện biên LN gộp so với cùng kỳ từ nguồn NVL (mạch nha) giá rẻ hơn cùng kỳ và cách hạch toán về thuế TTĐB như đã trình bày trên. SAB cũng thực hiện tăng giá bán ở mức một chữ số thấp từ T7-2025 hỗ trợ mức biên LN gộp tốt hơn QoQ.
CPBH&QLDN	-1.124	2,9%	-2,8%	SAB dự kiến tăng chi chiết khấu để lấy lại một phần thị phần đã mất ở H1-2025, đẩy tăng CPBH.
LN trước thuế và lãi vay	1.136	-4,2%	-12,1%	
Lợi nhuận từ CTLKLD	51	0,0%	50,9%	
Lợi nhuận tài chính ròng	240	-0,4%	0,0%	Việc không còn khoản chi phí tài chính đột biến từ thương vụ Sabibeco, giúp khoản này trở về mức cân bằng như năm 2024.
Lợi nhuận khác	-7	0,0%	45,3%	
Lợi nhuận trước thuế	1.420	-3,4%	-9,0%	
Thuế TNDN	-284	-8,3%	-8,6%	
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	40	-5,4%	-7,4%	
LNST Cty Mẹ	1.096	-2,0%	-9,2%	
Biên LN gộp	36,2%	+650bps	+22bps	
CPBH&QLDN/D.thu thuần	18,0%	+376bps	+101bps	
Biên LN ròng	18,2%	+274bps	-79bps	

Nguồn: SAB, CTCK Rông Việt

Định giá

Chúng tôi thực hiện định giá SAB dựa trên hai phương pháp chiết khấu dòng tiền trong dài hạn và so sánh (EVEBITDA) trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của SAB ở mức **53.000 đồng/cổ phiếu (đã bao gồm cổ tức tiền mặt)**.

Bảng 8: Tóm tắt định giá SAB

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (DCF)				
Đơn vị: Tỷ đồng	Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Lợi ích kinh tế	2025F
Mảng chính (kinh doanh bia rượu nước giải khát) (DCF, 5 năm, WACC: 10,2%, Exit EVEBITDA: 9,0x)	DCF	9,0	100%	59.056
Bất động sản đầu tư	GTSS		100%	249
Các CTLKLD	GTSS		100%	2.400
Giá trị VCSH (tỷ đồng)				61.705
Số lượng CPLH (triệu cổ)				1.283
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				48.110
PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH				
Đơn vị: Tỷ đồng	Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Lợi ích kinh tế	2025F
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	EVEBITDA	9,0	100%	61.434
Số lượng CPLH (triệu cổ)				1.283
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				47.900
BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ SAB (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)				
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu		
DCF (5 năm, WACC: 10,2%, Exit EVEBITDA 10,0x)	50%	48.100		
EVEBITDA (2025F EBITDA, 10,5x)	50%	47.900		
Tổng SAB	100%	48.000		
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		5.000		
PE mục tiêu 2025F		15,0		

Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

Bảng 9: Bảng độ nhạy giá trị VCSH SAB theo EVEBITDA trong phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) (đồng/cổ phiếu)

		Exit EVEBITDA						
		6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
WACC	7,2%	44.838	47.170	49.503	51.836	54.168	56.501	58.834
	8,2%	43.849	46.076	48.303	50.530	52.756	54.983	57.210
	9,2%	42.909	45.035	47.162	49.289	51.416	53.543	55.670
	10,2%	42.014	44.046	46.078	48.110	50.143	52.175	54.207
	11,2%	41.163	43.105	45.048	46.990	48.932	50.875	52.817
	12,2%	40.352	42.209	44.067	45.924	47.781	49.639	51.496
	13,2%	39.579	41.356	43.133	44.910	46.686	48.463	50.240

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Bảng độ nhạy giá trị VCSH SAB theo phương pháp EVEBITDA (đồng/cổ phiếu)

EPS (đồng)		EVEBITDA				
		7,0	8,0	9,0	10,0	11,0
2025F	4.909	40.244	44.072	47.899	51.727	55.555
2026F	5.461	41.839	46.097	50.354	54.612	58.869

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Phụ lục
Bảng 11: Kết quả kinh doanh Q2-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2025	Q1-2025	+/-QoQ	Q2-2024	+/-YoY	%Kế hoạch 2025	%Dự phóng 2025 của VDS
Doanh thu thuần	6.804	5.811	17,1%	8.086	-15,9%	15,2%	26,5%
Bán bìa	6.378	5.447	17,1%	7.059	-9,6%		
Khác	427	363	17,5%	1.028	-58,5%		
Lợi nhuận gộp	2.448	1.872	30,8%	2.440	0,3%		
CPBH&QLDN	-1.156	-1.046	10,5%	-1.079	7,1%		
LN trước thuế và lãi vay	1.292	826	56,5%	1.362	-5,1%		
Lợi nhuận từ CTLKLD (chủ yếu TCB)	34	53	-36,3%	28	20,9%		
Lợi nhuận tài chính ròng	240	152	58,0%	258	-7,0%		
Lợi nhuận khác	-5	-9	-45,9%	-13	-65,2%		
Lợi nhuận trước thuế	1.562	1.022	52,8%	1.634	-4,5%		
Thuế TNDN	-311	-223	39,6%	-315	-1,4%		
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	43	7	562,1%	71	-38,9%		
LNST Cty Mẹ	1.207	793	52,2%	1.248	-3,3%	25,0%	27,3%

Nguồn: SAB, CTCK Rông Việt

Bảng 12: Phân tích HĐKD Q2-2025 của SAB

Chỉ tiêu	Q2-2025	Q1-2025	+/-QoQ	Q2-2024	+/-YoY
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	36,0%	32,2%	+376bps	30,2%	+580bps
EBIT/Doanh thu	19,0%	14,2%	+478bps	16,8%	+215bps
TS lợi nhuận ròng	17,7%	13,6%	+410bps	15,4%	+231bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
- Số ngày tồn kho	34	51		37	
- Số ngày phải thu	9	8		4	
- Số ngày phải trả	37	38		37	
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	45%	23%		36%	

Nguồn: CTCK Rông Việt

KQ HKKD	Tỷ đồng			
	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	30.461	31.872	25.802	27.997
Giá vốn	21.370	22.554	16.720	18.020
Lãi gộp	9.091	9.318	9.083	9.977
Chi phí bán hàng & QLDN	5.280	4.881	4.818	5.256
Thu nhập từ HĐTC	1.067	1.067	1.012	917
Chi phí tài chính	82	25	114	15
Lợi nhuận khác	-82	-30	-30	-30
Lợi nhuận trước thuế	5.321	5.647	5.302	5.762
Thuế TNDN	1.115	1.153	1.027	1.119
Lợi ích cổ đông thiểu số	137	165	155	169
Lợi nhuận sau thuế	4.068	4.330	4.120	4.306
LNTT & lãi vay	3.788	4.440	4.173	4.714

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	%			
	2023A	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	-12,9	4,6	-19,0	8,5
LNTT và lãi vay	-30,6	17,2	-6,0	13,0
Lợi nhuận sau thuế	-21,6	6,4	-4,9	4,5
Tổng tài sản	-1,2	-1,8	-13,3	-6,8
Vốn chủ sở hữu	3,6	-4,1	-8,7	-8,7
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp/Doanh thu	29,8	29,2	35,2	35,6
LNTT và lãi vay/DoanhThu	12,4	13,9	16,2	16,8
LNST/Doanh thu	13,4	13,6	16,0	15,4
ROA	11,9	12,9	14,2	15,9
ROE	16,0	17,7	18,5	21,1
Hiệu quả hoạt động (ngày)				
Số ngày phải thu	6	6	7	8
Số ngày tồn kho	40	32	38	38
Số ngày phải trả	43	44	35	35
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	3,2	2,9	3,4	3,2
Nhanh	2,9	2,6	3,1	2,9
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng Nợ / VCSH	33,6	36,8	29,9	32,7
Vay ngắn hạn/VCSH	2,1	1,0	0,7	0,6
Tổng vay/VCSH	2,8	1,7	1,5	1,4

Bảng CĐKT	Tỷ đồng			
	2023A	2024A	2025F	2026F
Tiền	5.040	4.478	3.625	3.933
Đầu tư ngắn hạn	17.741	16.566	15.266	13.266
Khoản phải thu	1.229	1.818	985	1.104
Hàng tồn kho	2.318	1.979	1.741	1.876
Tài sản ngắn hạn khác	226	226	183	199
Tài sản cố định hữu hình	3.470	3.026	3.431	2.916
Tài sản cố định vô hình	923	957	998	974
Đầu tư dài hạn	3.673	2.032	2.032	2.032
Tài sản dài hạn khác	788	683	683	683
Tổng tài sản	34.057	33.439	28.977	27.017
Khoản phải trả	2.476	2.642	1.603	1.728
Vay và nợ ngắn hạn	530	245	160	113
Vay và nợ dài hạn	171	169	169	169
Vay và nợ khác	5.394	5.945	4.745	4.645
Quỹ khen thưởng phúc lợi	171	169	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tổng nợ	8.571	9.002	6.678	6.656
Vốn đầu tư của CSH	12.826	12.826	12.826	12.826
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	10.217	9.218	6.925	4.818
Thu nhập khác	47	57	57	57
Quỹ đầu tư và phát triển	1.122	1.182	1.182	1.182
Tổng vốn	25.485	24.437	22.299	20.361
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.273	1.155	1.310	1.479

Chỉ số định giá	2023A	2024A	2025F	2026F
EPS (đồng)	3.172	3.376	3.212	3.357
P/E (x)	19,6	16,6	14,9	14,3
BV (đồng)	19.871	19.053	17.386	15.876
P/B (x)	3,1	2,9	2,8	3,0
DPS (đồng/cp)	2.615	3.632	5.000	5.000
Tỷ suất cổ tức (%)	1,5	5,8	8,9	10,4

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
DCF	48.100	50%	24.050
EVEBITDA	47.900	50%	23.950
Giá mục tiêu (đồng)		100%	48.000

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN
08/2025	53.000	TÍCH LŨY	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vds.com.vn
🌐 www.vds.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2025.**