

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

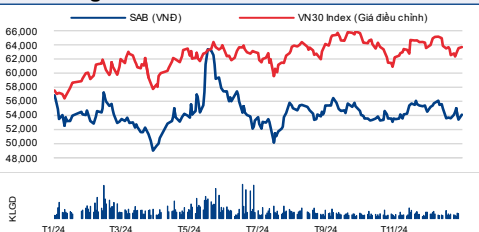
Giá mục tiêu: VNĐ68,200 (từ VNĐ69,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 26.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/1/2025)	54,100
Mã Bloomberg	SAB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	49,011-63,387
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	53,833
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	69,387
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,740
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,283
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,283
Slg CP NN được mua (tr.đv)	779
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	39.2%
Tỷ lệ freefloat	10.4%
Cổ đông lớn	Vietnam Beverage (53.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.80)	(2.35)	(5.62)
So với chỉ số	(0.73)	1.04	(15.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,439	3,378	1.8
2025F	3,684	3,633	1.4
2026F	3,730	3,811	(2.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Sabeco là một trong hai doanh nghiệp bia lớn nhất Việt Nam. Ngoài bia, công ty còn sản xuất nước giải khát, rượu, cồn và các sản phẩm khác.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Cổ phiếu phòng thủ; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với SAB lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 2% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 68.200đ. SAB có những đặc điểm phòng thủ vững chắc giúp cổ phiếu có vị thế tốt, theo quan điểm của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 1% và 3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025, cho thấy lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng 9% trong năm ngoài và 7% trong năm nay. Sau khi giành được thêm thị phần, HSC tin rằng SAB có triển vọng lợi nhuận vững chắc hơn toàn ngành.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 3 tháng qua, cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 2 năm là 14,7 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 19,5 lần, trong khi đó SAB cũng có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 14,7 lần, sát với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 26%.

Sự kiện: Tăng thuế tiêu thụ đặc biệt từ năm 2026

HSC dự báo mức tiêu thụ bia nói chung sẽ phục hồi 5% trong năm 2025, trước khi thị trường phải đối mặt với những bất lợi đến từ Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt mới. Với giả định mức thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ tăng lên 80% trong năm 2026, 85% trong năm 2027 và 90% trong năm 2028, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của ngành bia sẽ lần lượt giảm xuống còn 3% trong năm 2026 và 2% mỗi năm trong năm 2027 và 2028.

Về mặt tích cực, SAB tiếp tục giành thêm thị phần và chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì. Điều này giúp Công ty đạt được mức tăng trưởng doanh thu thuần ổn định hơn so với toàn ngành.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025, giảm dự báo năm 2026

HSC tăng 1% và 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 và 2025 dựa trên kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận thuần sẽ cao hơn, nhờ chi phí quảng cáo và khuyến mãi hiệu quả hơn khi Công ty tập trung vào hoạt động tiếp thị kỹ thuật số. Cho năm 2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm 1% do ảnh hưởng của thuế tiêu thụ đặc biệt lên sản lượng tiêu thụ.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2026 là 6%, sát với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

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

HSC tăng 4% giá mục tiêu lên 68.200đ (từ 65.600đ, điều chỉnh cho cổ tức) nhờ lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025. Đáng lưu ý, chúng tôi tăng giá mục tiêu mặc dù giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2026 và đưa ra ước tính sơ bộ đến năm 2028 do tác động của việc tăng thuế tiêu thụ đặc biệt.

Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 26,1%, dẫn đến quyết định nâng khuyến nghị lên Mua vào của chúng tôi. HSC nhận thấy SAB là một cổ phiếu phòng thủ với dòng tiền tự do ổn định và lợi suất cổ tức cao 6,5%/năm, mặc dù mức tăng trưởng lợi nhuận chỉ giới hạn ở một chữ số.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/1.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,059	4,381	5,306	5,757 ▲	5,817
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	5,203	4,118	4,501	4,822	4,882
EPS ĐC (đồng)	3,992	3,132	3,439	3,684	3,730
DPS (đồng)	5,000	3,500	3,500	3,500	3,500
BVPS (đồng)	36,084	18,878	18,791	18,945	19,139
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.46	15.1	12.5	11.5	11.4
P/E ĐC (lần)	13.6	17.3	15.7	14.7	14.5
Lợi suất cổ tức (%)	9.24	6.47	6.47	6.47	6.47
P/B (lần)	1.50	2.87	2.88	2.86	2.83
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	45.1	(21.5)	9.81	7.13	1.25
ROAE (%)	23.5	17.4	18.6	19.9	20.0

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

Nâng khuyến nghị lên Mua vào do định giá

HSC tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 nhưng giảm dự báo cho năm 2026 do lo ngại tốc độ tăng trưởng của ngành sẽ chậm lại khi thuế tiêu thụ đặc biệt tăng. Nhằm phản ánh việc lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025, chúng tôi tăng 2% giá mục tiêu lên 68.200đ (từ 65.600đ, điều chỉnh cho cổ tức) và nâng khuyến nghị đối với SAB lên Mua vào. Nhờ có dòng tiền tự do ổn định và lợi suất cổ tức cao ở mức khoảng 6,5% mỗi năm, SAB thể hiện rõ là một cổ phiếu phòng thủ vững chắc mặc dù mức tăng trưởng lợi nhuận còn hạn chế, ước tính ở mức một chữ số. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 26% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 18,5 lần.

Ngành bia: Dự kiến chịu ảnh hưởng từ việc tăng thuế tiêu thụ đặc biệt

Ngành bia Việt Nam phục hồi chậm trong năm 2024, với sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng 2,5%. Sự dịch chuyển của người tiêu dùng sang các sản phẩm trung cấp và các kênh siêu thị, cửa hàng đã giúp SAB giành thêm thị phần trong cả 2 năm 2023 và 2024, trong khi Heineken Vietnam mất thị phần.

Trong năm 2025, HSC dự báo nhu cầu bia sẽ tăng 5% so với cùng kỳ, nhờ người tiêu dùng thích nghi được với các quy định cấm lái xe sau khi uống rượu bia và sự cải thiện niềm tin của người tiêu dùng, đặc biệt là trong nửa cuối năm 2025. Tuy nhiên, thuế tiêu thụ đặc biệt dự kiến sẽ tăng mạnh từ năm 2026, điều này có thể sẽ làm giảm sản lượng tiêu thụ bia.

Quốc hội sẽ bỏ phiếu thông qua luật Thuế tiêu thụ đặc biệt mới vào tháng 5/2025. Giả định Phương án 2 được thông qua – với mức thuế tiêu thụ đặc biệt mới là 80% trong năm 2026, sau đó tăng dần lên 100% vào năm 2030 – chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ bia sẽ giảm xuống mức 3% trong năm 2026, 2% trong năm 2027 và 2% trong năm 2028.

Thị phần của SAB nhiều khả năng sẽ tiếp tục mở rộng

Thị phần của SAB ước tính đã tăng 80 điểm cơ bản trong năm 2024, cao hơn so với mức tăng 70 điểm cơ bản trong năm 2023. Có 3 yếu tố chính dẫn đến mức tăng trưởng này:

- Kênh siêu thị, cửa hàng tăng mạnh: SAB có sự hiện diện tích cực ở kênh siêu thị, cửa hàng, vốn ít bị ảnh hưởng bởi Nghị định 100. Chúng tôi ước tính thị phần của kênh siêu thị, cửa hàng tăng lên 42,4% trong năm 2024 từ mức 42% trong năm 2023. Kênh siêu thị, cửa hàng đóng góp 75% tổng sản lượng tiêu thụ trong năm 2024.
- KQKD của các sản phẩm trung cấp: Các sản phẩm trung cấp có doanh thu vượt trội hơn các sản phẩm cao cấp do đáp ứng thị hiếu của người tiêu dùng trong bối cảnh suy thoái kinh tế. Do các sản phẩm trung cấp đóng góp lên đến 74% sản lượng tiêu thụ của SAB trong năm 2023, Công ty sẽ hưởng lợi từ xu hướng này.
- Tăng trưởng tại thị trường miền Bắc: Niềm tin và sức chi tiêu của người tiêu dùng tại thị trường miền Bắc có vẻ mạnh hơn miền Nam và miền Trung. Doanh thu tại miền Bắc đóng góp 17% tổng doanh thu của SAB trong năm 2023, và chúng tôi ước tính đã tăng lên 20% trong năm 2024.

Chúng tôi tin rằng Công ty sẽ tiếp tục giành thêm thị phần trong năm 2025, tận dụng lợi thế từ mức giá bán phải chăng. Từ năm 2026 trở đi, thuế tiêu thụ đặc biệt cao hơn sẽ nới rộng mức chênh lệch về giá bán của các sản phẩm trung cấp và các sản phẩm cao cấp, tích cực hỗ trợ cho xu hướng tăng trưởng thị phần của SAB.

Nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 nhưng giảm dự báo cho năm 2026 do lo ngại tốc độ tăng trưởng của ngành sẽ chậm lại khi thuế tiêu thụ đặc biệt tăng. Nhằm phản ánh tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025, chúng tôi tăng 2% giá mục tiêu lên 68.200đ (từ 65.600đ, điều chỉnh cho cổ tức) và nâng khuyến nghị đối với SAB lên Mua vào.

Nhờ có dòng tiền tự do ổn định và lợi suất cổ tức cao ở mức khoảng 6,5%/năm, SAB thể hiện rõ là một cổ phiếu phòng thủ vững chắc mặc dù mức tăng trưởng lợi nhuận còn hạn chế, ước tính ở mức một chữ số.

Ngành bia: Dự kiến phục hồi trong năm 2025, sau đó chứng lại trong năm 2026

Ngành bia của Việt Nam phục hồi chậm trong năm 2024, với sản lượng tiêu thụ tăng chỉ 2,5%, theo dự báo của HSC. Sự dịch chuyển của người tiêu dùng sang các sản phẩm trung cấp và các kênh siêu thị, cửa hàng đã giúp SAB giành được thị phần trong cả 2 năm 2023 và 2024, trong khi Heineken Vietnam mất thị phần. Trong năm 2025, HSC dự báo nhu cầu bia sẽ tăng 5% so với cùng kỳ, nhờ người tiêu dùng thích nghi được với các quy định cấm lái xe sau khi uống rượu bia và sự cải thiện niềm tin của người tiêu dùng, đặc biệt là trong nửa cuối năm 2025. Tuy nhiên, thuế tiêu thụ đặc biệt dự kiến sẽ tăng mạnh từ năm 2026, điều này có thể sẽ ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ bia. Giả định Phương án 2 được thông qua – với mức thuế tiêu thụ đặc biệt mới là 80% trong năm 2026, sau đó tăng dần lên 100% vào năm 2030 – chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ bia sẽ giảm xuống mức 3% trong năm 2026, 2% trong năm 2027 và 2% trong năm 2028.

Năm 2024: Phục hồi chậm

Do sức mua chung vẫn còn yếu và Chính phủ tiếp tục thực thi nghiêm khắc Nghị định 100 về việc cấm uống rượu bia khi lái xe, sức tiêu thụ bia của Việt Nam trong năm 2024 phục hồi chậm hơn dự báo của HSC. Trong năm 2024, sản lượng sản xuất bia giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ xuống 4.487 triệu lít. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của ngành tăng 2,5% so với cùng kỳ lên 4.091 triệu lít trong năm 2024 (thấp hơn 3% so với dự báo trước đó ở mức 4.200 triệu lít).

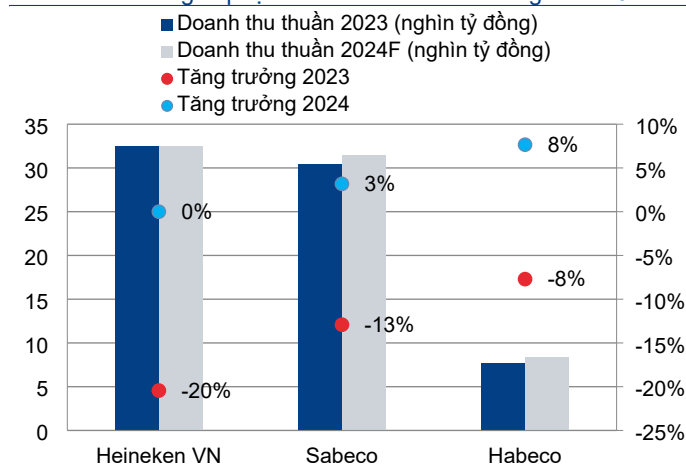
Bối cảnh cạnh tranh

HSC lưu ý rằng doanh thu thuần của Heineken Vietnam, công ty bia lớn nhất của cả nước, giảm 20% trong năm 2023 và dự kiến doanh thu thuần của Heineken năm 2024 sẽ đi ngang do quy định cấm uống bia rượu khi lái xe làm giảm tiêu thụ bia tại kênh nhà hàng và nhu cầu sản phẩm cao cấp giảm. Thị phần của Heineken trong năm 2023 và 2024 giảm xuống lần lượt còn 41,8% và 41,5%, theo ước tính của chúng tôi.

Trong khi đó, thị phần của SAB tăng trong cả 2 năm (với doanh thu thuần giảm 13% trong năm 2023 nhưng tăng 3% trong năm 2024). Chúng tôi ước tính thị phần của SAB cải thiện lên mức 35% trong năm 2023 và lên 35,8% trong năm 2024 nhờ vị thế dẫn đầu trong kênh tạp hóa - siêu thị, phân khúc sản phẩm trung cấp và vị thế vững chắc tại thị trường miền Bắc. HSC sẽ phân tích chi tiết hơn về vấn đề này trong phần thảo luận về SAB ở trang 4.

Bảng 1: KQKD của các công ty lớn trong ngành bia

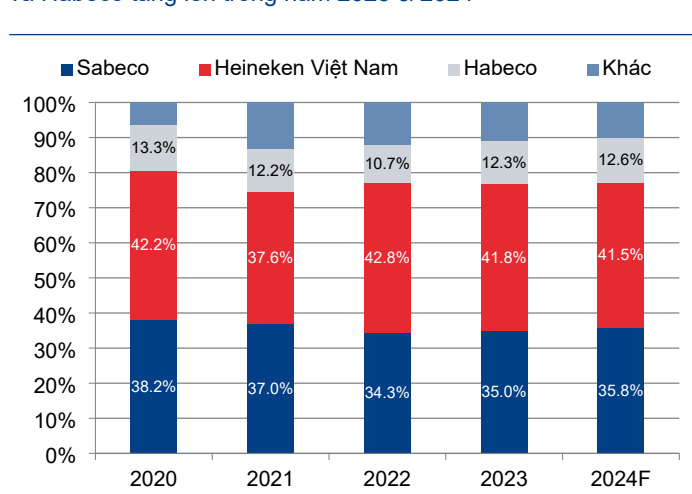
Doanh thu thuần của Heineken Việt Nam giảm 20% trong năm 2023 và nhiều khả năng đi ngang trong năm 2024. KQKD của SAB có khả năng tiếp tục cao hơn Heineken trong năm 2024



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 2: Thị phần của các công ty lớn ngành bia

Heineken Việt Nam đánh mất thị phần trong khi thị phần của SAB và Habeco tăng lên trong năm 2023 & 2024

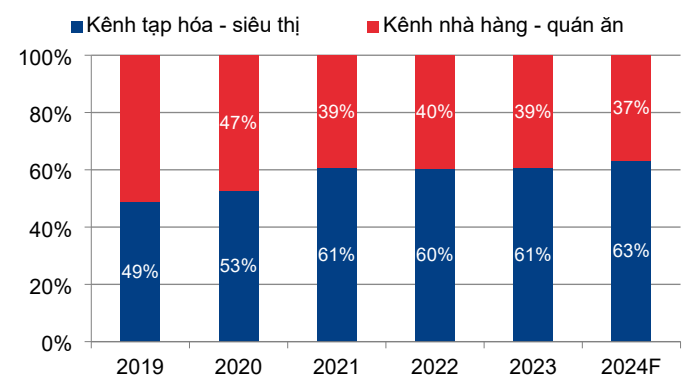


Nguồn: HSC ước tính

Các xu hướng của ngành: Kênh siêu thị, cửa hàng và sản phẩm trung cấp đang chiếm ưu thế

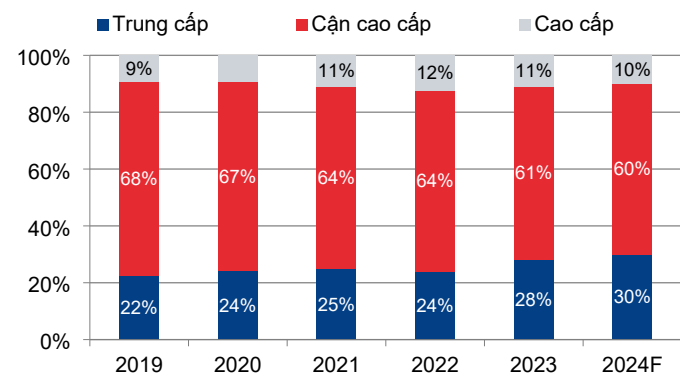
Do đại dịch COVID-19 và Nghị định 100, mức đóng góp sản lượng tiêu thụ của kênh nhà hàng, quán ăn trong ngành bia giảm xuống 37% trong năm 2024, từ 51% trong năm 2019, theo ước tính của HSC dựa trên dữ liệu của Euromonitor. Nói cách khác, kênh tạp hóa - siêu thị đang chiếm ưu thế. Sabeco hưởng lợi từ xu hướng này nhờ đang nắm thị phần lớn nhất trong kênh tạp hóa - siêu thị (42% trong năm 2023 và 42,4% trong năm 2024).

Biểu đồ 3: Đóng góp vào sản lượng tiêu thụ theo kênh bán hàng, ngành bia
Thị phần của kênh nhà hàng - quán ăn đã giảm dần kể từ năm 2020



Nguồn: Euromonitor, HSC ước tính

Bảng 4: Đóng góp vào sản lượng tiêu thụ theo phân khúc, ngành bia
Tỷ trọng của phân khúc bia trung cấp đã tăng lên trong năm 2023 & 2024



Nguồn: HSC ước tính

Đồng thời, niềm tin của người tiêu dùng kém dẫn đến việc chuyển sang tiêu thụ các sản phẩm bia rẻ hơn. Chúng tôi dự báo mức đóng góp của phân khúc sản phẩm trung cấp tăng lên 30% trong năm 2024, từ mức 24% trong năm 2022. Có đến 74% sản lượng tiêu thụ của SAB thuộc phân khúc sản phẩm trung cấp, do đó điều này giúp Công ty hưởng lợi.

Triển vọng năm 2025

Cho năm 2025, HSC kỳ vọng nhu cầu bia sẽ cải thiện hơn, ở mức 5% so với cùng kỳ nhờ niềm tin của người tiêu dùng cải thiện nhẹ, khả năng thích nghi của người tiêu dùng với Nghị định 100 tốt hơn sau 2 năm áp dụng và số lượng du khách quốc tế dự kiến tăng 17%.

Thuế tiêu thụ đặc biệt dự kiến tăng từ năm 2026

Theo tờ trình của Chính phủ được thảo luận tại kỳ họp của Quốc hội trong tháng 10/2024, thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia sẽ được điều chỉnh tăng từ năm 2026 với 2 phương án được trình bày trong bảng 5. Mặc dù quyết định cuối cùng có thể sẽ được đưa ra tại kỳ họp Quốc hội vào tháng 5/2025, Chính phủ có khuynh hướng ưu tiên Phương án 2, tức là áp dụng mức thuế cao (80% trong năm 2026, 85% trong năm 2027, 90% trong năm 2028, 95% trong năm 2029 và 100% trong năm 2030). Do đó, chúng tôi sử dụng Phương án 2 cho giả định cơ sở trong việc phân tích triển vọng của ngành bia và SAB.

Có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng ngành từ năm 2028

Hiện tại, sản phẩm bia bị tính thuế tiêu thụ đặc biệt 65% (tỷ lệ % dựa trên doanh thu sau thuế), tương đương với mức 39,4% doanh thu trước thuế. Nếu thuế tiêu thụ đặc biệt tăng 15%, 20% và 25% (tỷ lệ % dựa trên doanh thu sau thuế) lên mức thuế 80%, 85% và 90% (từ 65%), chi phí cho thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ tăng lần lượt 5,1%, 6,6% và 8% trong các năm 2026, 2027 và 2028.

Để bù đắp cho các khoản chi phí này, các công ty bia sẽ phải tăng giá bán bình quân, dẫn đến nhu cầu bia giảm. Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định các công ty bia sẽ tăng bình quân 5%, 2% và 1% giá bán bình quân, và tốc độ tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ của toàn ngành sẽ giảm xuống mức 3%, 2% và 2% trong các năm 2026, 2027 và 2028, từ mức 5% trong năm 2025.

Bảng 5: Đề xuất của Chính phủ về thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia

	Phương án 1 (kịch bản tích cực nhất)	Phương án 2 (kịch bản cơ sở)
Hiện tại	65%	65%
2025	65%	65%
2026	70%	80%
2027	75%	85%
2028	80%	90%
2029	85%	95%
Từ năm 2030	90%	100%

Nguồn: Phương tiện truyền thông

Bảng 6: Phân tích các kịch bản về thuế tiêu thụ đặc biệt, ngành bia & SAB

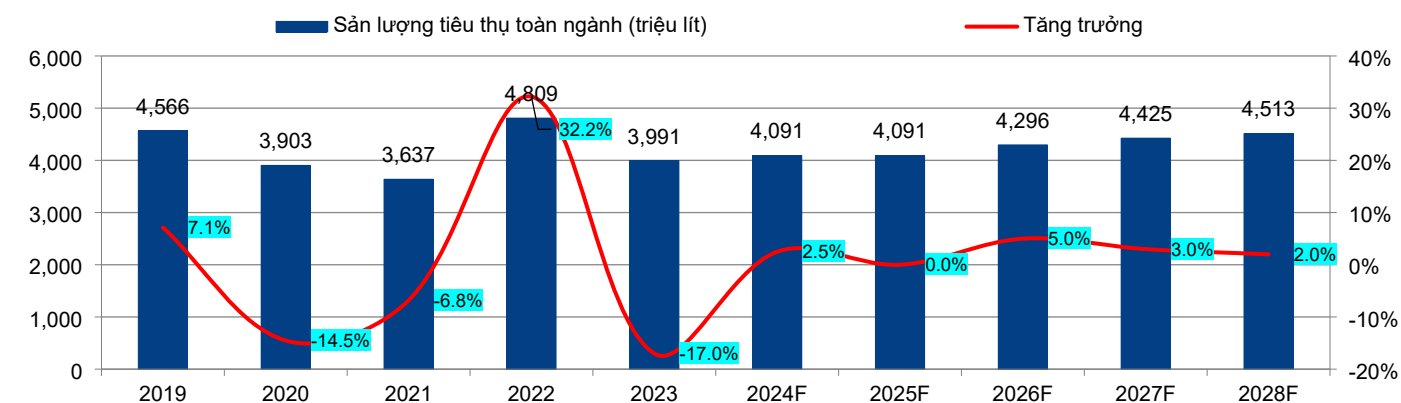
Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, thuế suất tiêu thụ đặc biệt đối với sản phẩm bia sẽ tăng 80-90% trong giai đoạn 2026-2028, và điều này sẽ cản trở đà tăng trưởng lợi nhuận của SAB

	2023	2024F	2025F	Kịch bản 2 (kịch bản cơ sở)			Kịch bản 1 (kịch bản tích cực nhất)		
				2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Thuế suất tiêu thụ đặc biệt (chi phí thuế / doanh thu sau thuế)	65.0%	65.0%	65.0%	80.0%	85.0%	90.0%	70.0%	75.0%	80.0%
Thuế suất tiêu thụ đặc biệt (chi phí thuế / doanh thu trước thuế)	39.4%	39.4%	39.4%	44.4%	45.9%	47.4%	41.2%	42.9%	44.4%
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của ngành	-17.0%	2.5%	5.0%	3.0%	2.0%	2.0%	4.0%	3.0%	3.0%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 7: Sản lượng tiêu thụ ngành bia (kịch bản cơ sở, giả định thuế suất tiêu thụ đặc biệt sẽ tăng lên 80% trong năm 2026)

Sản lượng tiêu thụ được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 5% trong năm 2025, sau đó giảm xuống 3% trong năm 2026 và 2% trong năm 2027-2028



Nguồn: HSC ước tính

SAB: Triển vọng tốt hơn toàn ngành

HSC ước tính thị phần của SAB cải thiện 80 điểm cơ bản trong năm 2024 sau khi tăng 70 điểm cơ bản trong năm 2023, nhờ vị thế dẫn đầu trong kênh tạp hóa - siêu thị, phân khúc sản phẩm trung cấp và vị thế vững chắc tại thị trường miền Bắc. Chúng tôi tin rằng Công ty sẽ tiếp tục mở rộng thị phần trong năm 2025, trong bối cảnh sức mua chưa phục hồi hoàn toàn. Từ năm 2026, mức thuế tiêu thụ đặc biệt cao hơn sẽ nới rộng hơn nữa sự chênh lệch về giá của phân khúc sản phẩm trung cấp và sản phẩm cao cấp. Do đó, xu hướng mở rộng thị phần sẽ tiếp diễn. Chúng tôi tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 nhưng giảm dự báo cho năm 2026 do tốc độ tăng trưởng của toàn ngành sẽ chậm lại sau khi áp dụng mức thuế tiêu thụ đặc biệt mới. Nhằm phản ánh việc lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025, chúng tôi tăng 2% giá mục tiêu lên 68.200đ (từ 65.600đ, điều chỉnh cho cổ tức) và nâng khuyến nghị đối với SAB lên Mua vào.

SAB mở rộng thị phần trong năm 2023 và 2024

Dường như SAB tiếp tục giành thêm thị phần trong năm 2024. HSC dự báo sản lượng tiêu thụ của SAB trong năm 2024 tăng 4,8% so với cùng kỳ lên 1.465 triệu lít, giúp mở rộng thị phần lên 35,8% trong năm 2024 từ 35% trong năm 2023, đánh dấu 2 năm tăng liên tiếp sau 5 năm giảm (từ năm 2018 đến năm 2022).

Có 3 nguyên nhân chính dẫn đến thị phần tăng:

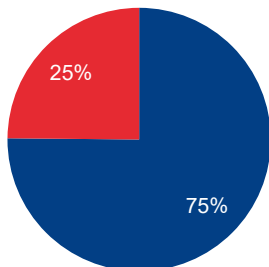
- (1) **SAB có sự hiện diện tích cực ở kênh tạp hóa - siêu thị, vốn ít bị ảnh hưởng hơn bởi Nghị định 100:** Sau khi áp dụng Nghị định 100, mức sụt giảm sản lượng tiêu thụ ở kênh tạp hóa - siêu thị (SAB chiếm ưu thế) nhỏ hơn mức sụt giảm ở kênh nhà hàng, quán ăn (Heineken chiếm ưu thế). Chúng tôi ước tính thị phần của SAB ở kênh tạp hóa - siêu thị tăng lên 42,4% trong năm 2024 từ mức 42% trong năm 2023. Kênh tạp hóa - siêu thị đóng góp 75% tổng sản lượng tiêu thụ của Công ty trong năm 2024.
- (2) **Sản phẩm trung cấp bán chạy hơn sản phẩm cao cấp:** Kể từ năm 2023, nhiều người tiêu dùng bắt đầu chuyển từ sản phẩm cao cấp (Heineken, Tiger, v.v...) sang phân khúc sản phẩm trung cấp (Sabeco (SAB, giá mục tiêu: 68.200đ), Habeco (BHN, chưa khuyến nghị) v.v...). Các sản phẩm trung cấp đóng góp đến 74% sản lượng tiêu thụ của SAB trong năm 2023, do đó SAB được hưởng lợi từ xu hướng này.
- (3) **Mức đóng góp cao hơn của thị trường miền Bắc:** Niềm tin và sức chi tiêu của người tiêu dùng tại thị trường miền Bắc có vẻ mạnh hơn miền Nam và miền Trung. Theo kết quả nghiên cứu trong tháng 11/2024 của Infocus Mekong Research, niềm tin của người tiêu dùng tại thị trường miền Bắc đạt 59,5/110 điểm, cao hơn mức 51,6 điểm tại miền Nam và 47,8 điểm tại miền Trung. Trong khi đó, tỷ lệ nhân viên làm việc toàn thời gian tại miền Bắc là 71%, cao hơn so với mức 54% ở miền Nam và 33% ở miền Trung.

Doanh thu tại miền Bắc đóng góp 17% doanh thu của SAB trong năm 2023 và chúng tôi tin rằng mức đóng góp này đã tăng trong năm 2024, lên khoảng 20%. Đáng lưu ý, SAB đã trở thành công ty bia lớn thứ 2 tại thị trường miền Bắc, chỉ đứng sau Habeco (BHN; chưa khuyến nghị).

Biểu đồ 8: Đóng góp vào sản lượng tiêu thụ theo kênh bán hàng, SAB

HSC ước tính kênh tạp hóa – siêu thị đã đóng góp 75% vào sản lượng tiêu thụ trong năm 2024

■ Kênh tiêu thụ tạp hóa - siêu thị ■ Kênh tiêu thụ nhà hàng - quán ăn

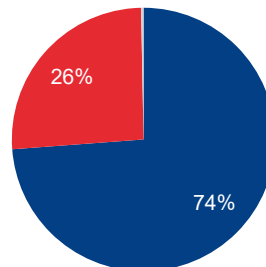


Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 9: Đóng góp vào sản lượng tiêu thụ theo phân khúc, SAB

Theo ước tính của chúng tôi, phân khúc bia trung cấp đã đóng góp 74% vào sản lượng tiêu thụ trong năm 2024

■ Trung cấp ■ Cận cao cấp ■ Cao cấp



Nguồn: HSC ước tính

Triển vọng trong năm 2025

Cho năm 2025, trong bối cảnh sức mua vẫn còn yếu, HSC dự báo SAB sẽ tiếp tục giành thêm thị phần nhờ vào 3 lợi thế được thảo luận bên trên. Chúng tôi kỳ vọng thị phần của Công ty trong năm 2025 sẽ ở mức 35,9% (so với mức 35,8% trong năm 2024).

Từ năm 2026 trở đi, mức thuế tiêu thụ đặc biệt cao hơn sẽ được áp dụng. Do thuế tiêu thụ đặc biệt được tính dựa trên giá bán, mức thuế cao sẽ nới rộng khoảng cách chênh lệch về giá bán của các sản phẩm trung cấp và sản phẩm cao cấp. Do đó, chúng tôi tin rằng SAB sẽ có lợi thế cạnh tranh và tiếp tục giành thêm thị phần từ các công ty sản xuất bia cao cấp. Thị phần của Công ty được dự báo sẽ cải thiện lên lần lượt 36,3%, 36,4% và 36,6% trong năm 2026, 2027 và 2028.

Trong mô hình dự báo lợi nhuận, HSC giả định SAB sẽ tăng 5% giá bán trong năm 2026, 2% trong năm 2027 và 1% trong năm 2028 để bù cho phần chi phí tăng thêm của thuế tiêu thụ đặc biệt.

Do giá bán bình quân tăng, sản lượng tiêu thụ được dự báo sẽ tăng chậm lại trong năm 2026, nhưng vẫn tốt hơn toàn ngành. Từ đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng chậm lại, lần lượt ở mức 1,3%, 4,7% và 0,3% trong năm 2026, 2027 và 2028.

Bảng 10: Phân tích kịch bản thuế tiêu thụ đặc biệt, SAB

Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, thuế suất tiêu thụ đặc biệt đối với sản phẩm bia sẽ tăng 80-90% trong giai đoạn 2026-2028, và điều này sẽ cản trở đà tăng trưởng lợi nhuận của SAB

	2023	2024F	2025F	Kịch bản 2 (kịch bản cơ sở)			Kịch bản 1 (Kịch bản tích cực nhất)		
				2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Thuế suất tiêu thụ đặc biệt (Chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt/ Doanh thu sau thuế)	65.0%	65.0%	65.0%	80.0%	85.0%	90.0%	70.0%	75.0%	80.0%
Tăng giá bán	5.0%	1.0%	0.0%	5.0%	2.0%	1.0%	2.0%	2.0%	1.0%
Thị phần	35.0%	35.8%	35.9%	36.3%	36.4%	36.6%	36.3%	36.4%	36.6%
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ	-15.4%	4.8%	5.3%	4.1%	2.3%	2.6%	5.2%	3.3%	2.6%
Doanh thu sau thuế (tỷ đồng)	30,707	31,683	32,547	33,166	33,839	34,343	33,582	34,678	35,635
Doanh thu sau thuế mảng bia (tỷ đồng)	26,923	27,921	28,607	29,305	29,787	30,088	29,725	30,633	31,391
Chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt (tỷ đồng)	8,872	9,647	11,117	13,952	15,342	16,659	12,704	14,066	15,365
Thuế suất tiêu thụ đặc biệt hiện hành (Chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt/Doanh thu sau thuế mảng bia)	33.0%	34.6%	38.9%	47.6%	51.5%	55.4%	42.7%	45.9%	48.9%
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,118	4,501	4,822	4,882	5,113	5,130	5,049	5,307	5,358
Tăng trưởng	-21.2%	9.3%	7.1%	1.3%	4.7%	0.3%	4.7%	5.1%	1.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Dự báo lợi nhuận, SAB

Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2024-2025 nhưng giảm nhẹ dự báo cho năm 2026

	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	30,461	32,197	33,981	35,662		31,430	32,287	33,166	-2%	-5%	-7%
Tăng trưởng	-13%	6%	6%	5%		3%	3%	3%			
Lợi nhuận thuần	4,118	4,435	4,689	4,953		4,501	4,822	4,882	1%	3%	-1%
Tăng trưởng	-21%	8%	6%	6%		9%	7%	1%			

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo mới: Tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025, giảm cho năm 2026

HSC giảm bình quân 5% dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2024-2026 do:

- Điều chỉnh giảm bình quân 3% dự báo tăng trưởng của toàn ngành; và
- Điều chỉnh tăng bình quân 60 điểm cơ bản đối với thị phần của SAB.

Dự báo doanh thu thuần mới của chúng tôi cho thấy tốc độ tăng trưởng hàng năm là 3% trong 3 năm. Mặc dù giảm dự báo doanh thu thuần, chúng tôi vẫn tăng lần lượt 1% và 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 và 2025 dựa trên kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận thuần sẽ cao hơn, nhờ chi phí quảng cáo và khuyến mại hiệu quả hơn khi Công ty tập trung vào hoạt động tiếp thị kỹ thuật số.

Cho năm 2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm 1% do ảnh hưởng của thuế tiêu thụ đặc biệt lên sản lượng tiêu thụ.

Bảng 12: Giả định doanh thu, SAB

Thị phần của SAB được kỳ vọng sẽ tăng lên trong năm 2025-2026

	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Sản lượng tiêu thụ toàn ngành (triệu lít)	3,991	4,200	4,410	4,631		4,091	4,296	4,425	-3%	-3%	-4%
Tăng trưởng	-5%	5%	5%	5%		-1%	4%	3%			
Thị phần của SAB	35.0%	35.4%	35.4%	35.4%		35.8%	35.9%	36.3%	40	50	90
Sản lượng tiêu thụ của SAB (triệu lít)	1,397	1,487	1,561	1,639		1,465	1,542	1,606	-2%	-1%	-2%
Tăng trưởng	-15%	6%	5%	5%		5%	5%	4%			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Dự báo tỷ suất lợi nhuận, SAB

Chúng tôi nâng dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần nhờ hạ giả định chi phí quảng cáo và khuyến mãi

	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh (điểm cơ bản)		
	2023	2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29.8%	30.3%	30.5%	30.9%		29.7%	31.1%	31.1%	-58	57	16
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	17.3%	16.1%	16.3%	16.4%		14.7%	15.1%	15.4%	-140	-122	-104
Tỷ suất lợi nhuận thuần	13.5%	13.8%	13.8%	13.9%		14.3%	14.9%	14.7%	52	113	82

Nguồn: HSC ước tính

Nâng khuyến nghị lên Mua vào, tăng giá mục tiêu lên 68.200đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 4% giá mục tiêu lên 68.200đ (so với 65.600đ trước đó, dựa trên cơ sở điều chỉnh cổ tức) do lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 mặc dù chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 nhằm phản ánh tác động của việc tăng thuế tiêu thụ đặc biệt.

Chúng tôi lưu ý rằng giá mục tiêu 65.600đ trước đó được xác định trước khi Công ty trả cổ tức bằng tiền với tỷ lệ 4.000đ/cp. Sau khi chi trả cổ tức, thị giá của cổ phiếu được điều chỉnh giảm 4.000đ/cp.

Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 26,1%, dẫn đến quyết định nâng khuyến nghị lên Mua vào của chúng tôi. Sau khi tiến hành đánh giá ngành và công ty, HSC nhận thấy SAB là một cổ phiếu phòng thủ đặc trưng với dòng tiền tự do ổn định

và lợi suất cổ tức cao 6,5%/năm, mặc dù mức tăng trưởng lợi nhuận chỉ giới hạn ở một chữ số.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá SAB, với các tính toán cơ bản được thể hiện trong Biểu đồ 8-9 và Bảng 10-12. Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 10,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 14: Tính toán WACC, SAB

WACC là 10,5%

	Giá trị
Tỷ trọng của vốn CSH	99.1%
Beta	0.88
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro	7.5%
Chi phí vốn CSH	10.6%
Tỷ trọng nợ	0.9%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ	6.2%
Chi phí nợ sau thuế	5.0%
WACC	10.5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, SAB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	31,430	32,287	33,166	33,839	34,343
Tỷ suất EBIT	18.4%	19.2%	18.9%	19.4%	19.2%
EBIT	5,778	6,196	6,274	6,574	6,597
- Thuế đã điều chỉnh	(1,156)	(1,239)	(1,255)	(1,315)	(1,319)
NOPLAT	4,623	4,957	5,019	5,259	5,277
+ Khấu hao	585	592	611	639	645
- Thay đổi vốn lưu động	(338)	(396)	(293)	(327)	(302)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(370)	(570)	(120)	(120)	(120)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	4,500	4,583	5,217	5,452	5,500

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Giá trị dài hạn, SAB

	Đơn vị	Cuối 2025
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	5,500
WACC dài hạn		10.5%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
WACC - tốc độ tăng trưởng dài hạn		8.5%
Dòng tiền dài hạn * (1+ tốc độ tăng trưởng dài hạn) / (WACC - tốc độ tăng trưởng dài hạn)	Tỷ đồng	65,624
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	48,573
EBITDA dài hạn		9.1 lần

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Định giá cuối năm 2024 & 2025, SAB

	Đơn vị	Cuối 2025
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	22,335
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	46,075
Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	68,410
Tiền mặt/(nợ) thuần	Tỷ đồng	20,679
Lợi ích của cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	(1,584)
Giá trị DCF	Tỷ đồng	87,506
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	1,282.6
Giá trị DCF của cổ phiếu	Đồng	68,227

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Phân tích độ nhạy, SAB

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	68,994	66,440	64,150	62,086	60,215
	1.5%	71,451	68,608	66,076	63,806	61,760
	2.0%	74,234	71,046	68,227	65,717	63,467
	2.5%	77,410	73,806	70,646	67,851	65,363
	3.0%	81,071	76,958	73,385	70,251	67,480

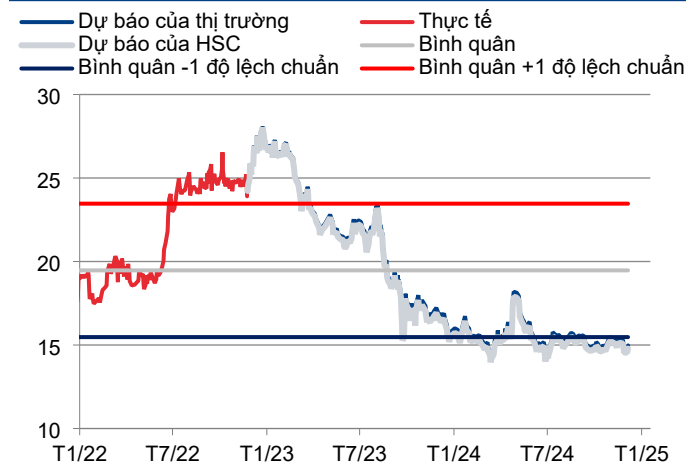
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5,6% và diễn biến kém tích cực hơn VN Index 14,8% trong 12 tháng qua, SAB đang giao dịch với mức định giá thấp với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,7 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 19,9 lần. Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 14,7 lần, sát với bình quân các công ty cùng ngành ở châu Á ở mức 15 lần.

Biểu đồ 19: P/E trượt dự phóng 1 năm, SAB

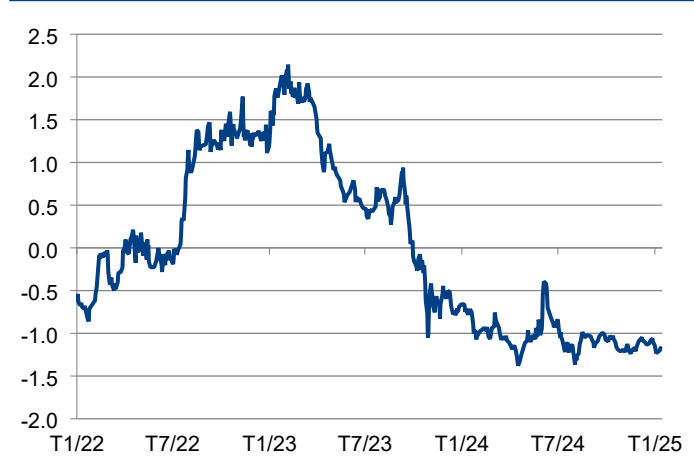
SAB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2022
Nguồn: HSC

Biểu đồ 20: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

...thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 19,5 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2022
Nguồn: HSC

Bảng 21: Định giá các công ty bia tại châu Á

SAB đang giao dịch với định giá sát với các công ty cùng ngành tại châu Á

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		Tăng trưởng EPS	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025
Tsingtao Brewery	Hồng Kông	11,650	22.7	20.98	9.81	9.08	-2.2%	8.3%
China Resources Beer	Hồng Kông	9,920	13.66	12.32	7.45	6.91	-1.3%	10.7%
Chongqing Brewery Co. Ltd.	Trung Quốc	3,758	20.61	19.53	6.81	6.44	-6.9%	5.6%
Budweiser APAC	Hồng Kông	12,199	15.35	13.55	5.56	5.14	-15.5%	13.3%
ThaiBev	Singapore	9,945	11.35	10.53	10.65	10.1	-18.6%	5.7%
Carlsberg Malaysia	Bursa Malaysia	1,366	17.66	16.46	12.35	11.72	6.7%	7.5%
Heineken Malaysia	Bursa Malaysia	1,667	17.44	16.95	11.86	11.49	14.3%	2.8%
Trung vị		9,920	17.4	15.0	9.8	9.1	-2.2%	7.5%
Sabeco	Việt Nam	2,822	15.7	14.7	10.7	9.7	9.8%	7.1%

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	34,979	30,461	31,430	32,287	33,166
Lợi nhuận gộp	10,771	9,091	9,340	10,033	10,301
Chi phí BH&QL	(5,273)	(5,280)	(4,619)	(4,868)	(5,095)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	5,498	3,811	4,721	5,165	5,206
Lãi vay thuần	978	1,340	1,016	990	1,026
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	323	232	79.2	70.7	70.0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	13.9	(12.8)	(1.88)	3.62	3.62
LN TT	6,813	5,370	5,814	6,229	6,306
Chi phí thuế TNDN	(1,334)	(1,115)	(1,163)	(1,246)	(1,261)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(276)	(137)	(150)	(161)	(163)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	5,203	4,118	4,501	4,822	4,882
Lợi nhuận thuần ĐC	5,203	4,118	4,501	4,822	4,882
EBITDA ĐC	6,059	4,381	5,306	5,757	5,817
EPS (đồng)	7,983	3,132	3,439	3,684	3,730
EPS ĐC (đồng)	3,992	3,132	3,439	3,684	3,730
DPS (đồng)	5,000	3,500	3,500	3,500	3,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	641	1,283	1,283	1,283	1,283
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	641	1,283	1,283	1,283	1,283
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	4,069	5,040	5,312	5,607	5,666
Đầu tư ngắn hạn	19,411	17,741	15,741	15,741	16,241
Phải thu khách hàng	338	467	482	495	509
Hàng tồn kho	2,194	2,318	2,522	2,698	2,917
Các tài sản ngắn hạn khác	848	988	1,028	1,064	1,102
Tổng tài sản ngắn hạn	26,860	26,553	25,086	25,606	26,434
TSCĐ hữu hình	3,369	2,890	2,459	2,248	2,217
TSCĐ vô hình	924	923	913	903	893
Bất động sản đầu tư	153	279	262	245	228
Đầu tư dài hạn	26.3	57.2	1,644	1,644	1,644
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,188	2,230	2,278	1,962	2,008
Tài sản dài hạn khác	945	1,124	1,374	1,596	1,167
Tổng tài sản dài hạn	7,605	7,503	8,931	8,597	8,158
Tổng cộng tài sản	34,465	34,057	34,017	34,203	34,592
Nợ ngắn hạn	659	530	530	530	530
Phải trả người bán	2,766	2,476	2,304	2,089	1,932
Nợ ngắn hạn khác	4,131	3,815	4,013	4,060	4,167
Tổng nợ ngắn hạn	9,214	8,225	8,157	7,999	7,985
Nợ dài hạn	374	171	154	138	125
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	36.6	50.8	52.5	52.9	54.3
Nợ dài hạn khác	249	125	129	130	133
Tổng nợ dài hạn	660	347	336	322	312
Tổng nợ phải trả	9,874	8,571	8,493	8,320	8,297
Vốn chủ sở hữu	23,140	24,212	24,101	24,299	24,547
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,451	1,273	1,423	1,584	1,747
Tổng vốn chủ sở hữu	24,591	25,485	25,524	25,883	26,294
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,465	34,057	34,017	34,203	34,592
BVPS (đ)	36,084	18,878	18,791	18,945	19,139
Nợ thuần/(tiền mặt)	(3,036)	(4,339)	(4,628)	(4,938)	(5,011)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	5,498	3,811	4,721	5,165	5,206
Khấu hao	(561)	(570)	(585)	(592)	(611)
Lãi vay thuần	978	1,340	1,016	990	1,026
Thuế TNDN đã nộp	(1,330)	(1,100)	(1,163)	(1,246)	(1,261)
Thay đổi vốn lưu động	(187)	(1,109)	(338)	(396)	(293)
Khác	(1,142)	(1,572)	(2,726)	(1,104)	(1,150)
LCT thuần từ HKKD	4,379	1,940	2,095	4,001	4,140
Đầu tư TS dài hạn	(533)	(284)	(370)	(570)	(120)
Góp vốn & đầu tư	(22,641)	(17,562)	1,975	316	(546)
Thanh lý	20,293	19,198	0	0	0
Khác	1,014	1,364	1,078	1,052	1,088
LCT thuần từ HĐĐT	(1,868)	2,716	2,683	798	422
Cổ tức trả cho CSH	(2,419)	(3,354)	(4,489)	(4,489)	(4,489)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	371	(331)	(17.1)	(15.4)	(13.8)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(2,048)	(3,685)	(4,506)	(4,504)	(4,503)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,606	4,069	5,040	5,312	5,607
LCT thuần trong kỳ	463	971	272	295	58.9
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.20)	(0.18)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,069	5,040	5,312	5,607	5,666
Dòng tiền tự do	3,846	1,656	1,725	3,431	4,020

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	30.8	29.8	29.7	31.1	31.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	17.3	14.4	16.9	17.8	17.5
Tỷ suất LNT (%)	14.9	13.5	14.3	14.9	14.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.6	20.8	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	32.6	(12.9)	3.18	2.73	2.72
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	48.9	(27.7)	21.1	8.50	1.05
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	43.6	(20.9)	9.31	7.13	1.25
Tăng trưởng EPS (%)	45.1	(60.8)	9.81	7.13	1.25
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	45.1	(21.5)	9.81	7.13	1.25
Tăng trưởng DPS (%)	42.9	(30.0)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	62.6	112	102	95.0	93.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	23.5	17.4	18.6	19.9	20.0
ROACE (%)	22.7	14.9	18.3	19.8	19.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.08	0.89	0.92	0.95	0.96
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.80	0.51	0.44	0.77	0.80
Số ngày tồn kho	33.1	39.6	41.7	44.3	46.6
Số ngày phải thu	5.09	7.98	7.97	8.12	8.12
Số ngày phải trả	41.7	42.3	38.1	34.3	30.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(13.0)	(17.7)	(19.0)	(20.1)	(20.2)
Nợ/tài sản (%)	3.10	2.19	2.15	2.09	2.03
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.18	0.17	0.14	0.12	0.12
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.92	3.23	3.08	3.20	3.31
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.95	2.18	2.11	2.05	1.99
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.46	15.1	12.5	11.5	11.4
P/E (lần)	6.78	17.3	15.7	14.7	14.5
P/E ĐC (lần)	13.6	17.3	15.7	14.7	14.5
P/B (lần)	1.50	2.87	2.88	2.86	2.83
Lợi suất cổ tức (%)	9.24	6.47	6.47	6.47	6.47

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn