

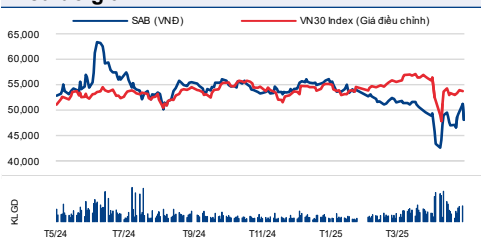
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ68,300
Tiềm năng tăng/giảm: 42.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/4/2025)	48,100
Mã Bloomberg	SAB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,600-63,387
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	49,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	61,691
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,372
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	31,872	33,258	35,208
EBITDA đc (tỷ đồng)	4,986	5,824	6,017
LNTT (tỷ đồng)	5,647	6,311	6,518
LNT ĐC (tỷ đồng)	4,330	4,864	5,023
FCF (tỷ đồng)	3,949	3,845	4,173
EPS ĐC (đồng)	3,291	3,716	3,838
DPS (đồng)	3,500	3,500	3,500
BVPS (đồng)	18,153	18,344	18,647
T.trưởng EBITDA (%)	13.8	16.8	3.32
T.trưởng EPS ĐC (%)	5.08	12.9	3.28
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	15.6	17.5	17.1
Tỷ suất LNTT (%)	17.7	19.0	18.5
Tỷ suất LNT ĐC (%)	13.6	14.6	14.3
Tỷ lệ LN trả CT (%)	106	94.2	91.2
Nợ thuần/VCSH (%)	(17.0)	(18.6)	(19.0)
ROAE (%)	18.2	20.8	21.2
ROACE (%)	17.5	20.9	21.3
EV/doanh thu (lần)	1.84	1.76	1.66
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.8	10.1	9.73
P/E ĐC (lần)	14.6	12.9	12.5
P/B (lần)	2.65	2.62	2.58
Lợi suất cổ tức (%)	7.28	7.28	7.28

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

Q1/2025: KQKD thấp hơn kỳ vọng

- KQKD Q1/2025 thấp hơn kỳ vọng của HSC. Sản lượng tiêu thụ giảm và chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt tăng sau khi hợp nhất Sabibeco dẫn đến doanh thu thuần giảm 19% so với cùng kỳ.
- Trong khi đó, lợi nhuận thuần giảm 20% so với cùng kỳ xuống 793 tỷ đồng, thấp hơn 26% so với dự báo, đa phần do doanh thu giảm.
- Sau khi giảm 2% trong 1 tháng qua, SAB đang giao dịch với P/E trượt dạt phóng 1 năm là 13 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 3/2022 ở mức 19,4 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị và giữ nguyên giá mục tiêu trong khi đang xem xét lại dự báo lợi nhuận.

Sự kiện: KQKD Q1/2025 và ĐHCĐ

KQKD Q1/2025 đáng thất vọng, so với kỳ vọng của HSC. Do sản lượng tiêu thụ giảm, doanh thu thuần giảm 19% so với cùng kỳ xuống 5.811 tỷ đồng, trong khi doanh thu gộp - trước khi trừ chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt - giảm nhẹ hơn ở mức 11% so với cùng kỳ đạt 8.320 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần Q1/2025 đạt 793 tỷ đồng, giảm 20% so với cùng kỳ và thấp hơn 26% so với dự báo của chúng tôi ở mức 1.078 tỷ đồng, đa phần do doanh thu giảm.

Chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt tăng đáng kể trong Q1/2025 do hợp nhất công ty Sabibeco vào sổ sách của SAB vào cuối tháng 12/2024, sau khi SAB mua thêm 43,2% cổ phần (từ mức 16,4%). Giao dịch này cũng làm tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu tăng lên 13% trong Q1/2025 (so với 11,7% trong Q1/2024) và tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 32,2% (từ 29,2% trong Q1/2024).

Đánh mất thị phần trong Q1/2025

Mặc dù thông tin chi tiết về thị phần chưa được công bố, HSC nhận thấy Heineken ghi nhận doanh thu thuần và sản lượng tiêu thụ bia tăng trưởng ở mức ở mức 13-15% và Habeco (BHN; chưa khuyến nghị) cũng ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 11% - cả hai đều cao hơn đáng kể so với SAB. Dữ liệu này cho thấy nhiều khả năng SAB đánh mất thị phần trong Q1/2025, sau khi mở rộng thị phần và trở thành nhà sản xuất bia lớn nhất trong năm 2024.

Hoãn tăng thuế tiêu thụ đặc biệt trong 1 năm

Trong bối cảnh tình hình kinh tế bất ổn liên quan đến chính sách thuế của ông Trump, Bộ Tài chính đã đề xuất Ủy ban Kinh tế và Tài chính của Quốc hội hoãn thời gian áp dụng Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt mới trong 1 năm, sang năm 2027 (thay vì năm 2026 trong đề xuất trước đó). Bộ Tài chính cũng đề xuất phương án thuế ưu đãi hơn, trong đó thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia sẽ tăng lên 70%, 75%, 80%, 85% và 90% trong 5 năm, thấp hơn mức đề xuất ban đầu là 80%, 85%, 90%, 95% và 100%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/5.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD hợp nhất Q1/2025, SAB

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	% so với cùng kỳ	Q1/25 HSCF	2025 HSCF	% 2025 HSCF
Doanh thu thuần	7,183	5,811	-19%	7,503	33,258	17%
Lợi nhuận gộp	2,100	1,872	-11%	2,333	10,408	18%
Chi phí BH&QL	(1,051)	(1,046)	0%	(1,196)	(5,173)	20%
LNTT	1,303	1,022	-22%	1,405	6,518	16%
Lợi nhuận thuần	997	793	-20%	1,078	4,864	16%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29.2%	32.2%		15.7%	31.3%	
Chi phí BH&QL / Doanh thu	-14.6%	-18.0%		-18.2%	-15.6%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	13.9%	13.6%		14.4%	14.6%	

Nguồn: SAB, HSC ước tính

Chúng tôi nhận thấy đây là thông tin tích cực đối với SAB và ngành bia. Trong dự báo hiện tại, chúng tôi giả định Quốc hội sẽ thông qua phương án tính thuế ở mức cao hơn - sẽ dẫn đến giá bán cho người tiêu dùng cao hơn - sẽ có hiệu lực từ năm 2026.

KHKD năm 2025 của BLĐ sát với dự báo của HSC

Tại ĐHCĐ, BLĐ đề mục tiêu kinh doanh năm 2025 với doanh thu gộp (trước khi trừ chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt) ở mức 44.819 tỷ đồng, tăng trưởng 9% và LNST 4.835 tỷ đồng, tăng trưởng 8%. KHKD sát với dự báo của HSC.

Trong năm 2025, Công ty sẽ tập trung vào 4 mảng chiến lược chính:

- Đầu tiên, SAB tập trung tối ưu hóa danh mục sản phẩm và tăng cường sự hiện diện trên thị trường bằng cách thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và nâng cao vị thế trên thị trường.
- Thứ 2, ưu tiên cải thiện hiệu quả chuỗi cung ứng nhằm nâng cao hiệu suất hoạt động.
- Thứ 3, Công ty sẽ đẩy mạnh đổi mới thương hiệu để giữ vững khả năng cạnh tranh và đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của người tiêu dùng.
- Cuối cùng, SAB vẫn cam kết tăng trưởng bền vững, tích hợp việc quan tâm các vấn đề xã hội cùng với yếu tố môi trường và xã hội vào chiến lược kinh doanh của Công ty.

Duy trì khuyến nghị/giá mục tiêu; xem xét lại dự báo lợi nhuận

Giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua và 11% trong 3 tháng qua, SAB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 3/2022 ở mức 19,4 lần.

HSC duy trì khuyến nghị và giữ nguyên giá mục tiêu. Tuy nhiên, do KQKD Q1/2025 thấp hơn kỳ vọng trong khi thời gian áp dụng thuế tiêu thụ đặc biệt mới được trì hoãn, chúng tôi xem xét lại dự báo lợi nhuận.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	30,461	31,872	33,258	35,208	36,244
Lợi nhuận gộp	9,091	9,318	10,408	10,864	11,214
Chi phí BH&QL	(5,280)	(4,881)	(5,173)	(5,442)	(5,625)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,811	4,437	5,235	5,422	5,589
Lãi vay thuần	1,340	1,017	990	1,011	1,038
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	232	197	75.4	73.9	71.6
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(12.8)	(4.50)	10.8	10.8	10.8
LN TT	5,370	5,647	6,311	6,518	6,709
Chi phí thuế TNDN	(1,115)	(1,153)	(1,262)	(1,304)	(1,342)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(137)	(165)	(185)	(191)	(197)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,118	4,330	4,864	5,023	5,170
Lợi nhuận thuần ĐC	4,118	4,330	4,864	5,023	5,170
EBITDA ĐC	4,381	4,986	5,824	6,017	6,199
EPS (đồng)	3,132	3,291	3,716	3,838	3,950
EPS ĐC (đồng)	3,132	3,291	3,716	3,838	3,950
DPS (đồng)	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,283	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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,040	4,478	4,858	5,027	5,182
Đầu tư ngắn hạn	17,741	16,566	16,866	17,366	17,866
Phải thu khách hàng	467	433	452	478	493
Hàng tồn kho	2,318	1,979	2,130	2,390	2,585
Các tài sản ngắn hạn khác	988	1,611	1,695	1,812	1,875
Tổng tài sản ngắn hạn	26,553	25,067	26,001	27,074	28,001
TSCĐ hữu hình	2,890	2,484	2,028	1,743	1,444
TSCĐ vô hình	923	957	947	937	927
Bất động sản đầu tư	279	268	251	234	217
Đầu tư dài hạn	57.2	1,368	1,368	1,368	1,368
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,230	2,305	1,995	2,048	2,101
Tài sản dài hạn khác	1,124	990	1,197	1,238	1,309
Tổng tài sản dài hạn	7,503	8,373	7,787	7,568	7,366
Tổng cộng tài sản	34,057	33,439	33,787	34,642	35,367
Nợ ngắn hạn	530	245	245	245	245
Phải trả người bán	2,476	2,642	2,409	2,310	2,138
Nợ ngắn hạn khác	3,815	4,354	4,501	4,786	4,921
Tổng nợ ngắn hạn	8,225	8,657	8,590	8,869	8,875
Nợ dài hạn	171	169	152	137	124
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	50.8	49.2	49.9	53.1	54.6
Nợ dài hạn khác	125	127	128	136	139
Tổng nợ dài hạn	347	345	331	326	318
Tổng nợ phải trả	8,571	9,002	8,920	9,196	9,193
Vốn chủ sở hữu	24,212	23,282	23,527	23,916	24,446
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,273	1,155	1,340	1,531	1,728
Tổng vốn chủ sở hữu	25,485	24,437	24,867	25,447	26,174
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,057	33,439	33,787	34,642	35,367
BVPS (đ)	18,878	18,153	18,344	18,647	19,061
Nợ thuần/(tiền mặt)	(4,339)	(4,063)	(4,460)	(4,645)	(4,813)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	3,811	4,437	5,235	5,422	5,589
Khấu hao	(570)	(549)	(589)	(595)	(610)
Lãi vay thuần	1,340	1,017	990	1,011	1,038
Thuế TNDN đã nộp	(1,100)	(1,157)	(1,262)	(1,304)	(1,342)
Thay đổi vốn lưu động	(1,109)	574	(335)	(136)	(273)
Khác	(1,572)	(1,175)	(1,073)	(1,116)	(1,140)
LCT thuần từ HKKD	1,940	4,245	4,145	4,473	4,482
Đầu tư TS dài hạn	(284)	(296)	(300)	(300)	(350)
Góp vốn & đầu tư	(17,562)	(21,223)	9.37	(553)	(553)
Thanh lý	19,198	20,268	0	0	0
Khác	1,364	1,387	1,033	1,053	1,078
LCT thuần từ HĐĐT	2,716	136	742	200	175
Cổ tức trả cho CSH	(3,354)	(4,659)	(4,489)	(4,489)	(4,489)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(331)	(285)	(16.9)	(15.2)	(13.7)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(3,685)	(4,943)	(4,506)	(4,504)	(4,503)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,069	5,040	4,478	4,858	5,027
LCT thuần trong kỳ	971	(562)	381	169	155
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.18)	(0.35)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,040	4,478	4,858	5,027	5,182
Dòng tiền tự do	1,656	3,949	3,845	4,173	4,132

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	29.8	29.2	31.3	30.9	30.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.4	15.6	17.5	17.1	17.1
Tỷ suất LNT (%)	13.5	13.6	14.6	14.3	14.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.4	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(12.9)	4.63	4.35	5.86	2.94
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(27.7)	13.8	16.8	3.32	3.02
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(20.9)	5.16	12.3	3.28	2.92
Tăng trưởng EPS (%)	(60.8)	5.08	12.9	3.28	2.92
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.5)	5.08	12.9	3.28	2.92
Tăng trưởng DPS (%)	(30.0)	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	112	106	94.2	91.2	88.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.4	18.2	20.8	21.2	21.4
ROACE (%)	14.9	17.5	20.9	21.3	21.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.89	0.94	0.99	1.03	1.04
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.51	0.96	0.79	0.82	0.80
Số ngày tồn kho	39.6	32.0	34.0	35.8	37.7
Số ngày phải thu	7.98	7.01	7.22	7.17	7.18
Số ngày phải trả	42.3	42.8	38.5	34.6	31.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(17.7)	(17.0)	(18.6)	(19.0)	(19.3)
Nợ/tài sản (%)	2.19	1.52	1.46	1.40	1.34
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.17	0.10	0.08	0.08	0.08
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.23	2.90	3.03	3.05	3.16
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.92	1.84	1.76	1.66	1.62
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.4	11.8	10.1	9.73	9.45
P/E (lần)	15.4	14.6	12.9	12.5	12.2
P/E ĐC (lần)	15.4	14.6	12.9	12.5	12.2
P/B (lần)	2.55	2.65	2.62	2.58	2.52
Lợi suất cổ tức (%)	7.28	7.28	7.28	7.28	7.28

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