

Báo cáo ngành bia

01/11/2017

TÍCH CỰC

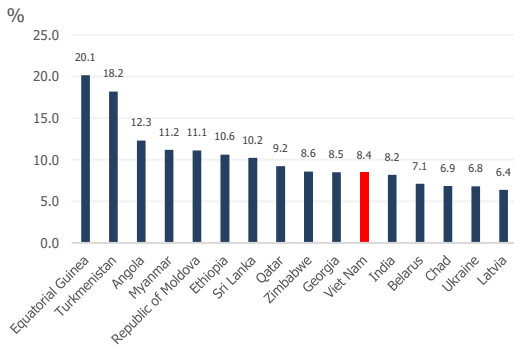


Cổ phiếu trong ngành

Công ty	Khuyến nghị	Giá thị trường	Giá mục tiêu
Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước Giải khát Sài Gòn (SAB VN)	PHTT	286,900	308,000
Tổng CTCP Bia – Rượu - Nước Giải khát Hà Nội (BHN VN)	BÁN	109,200	55,000

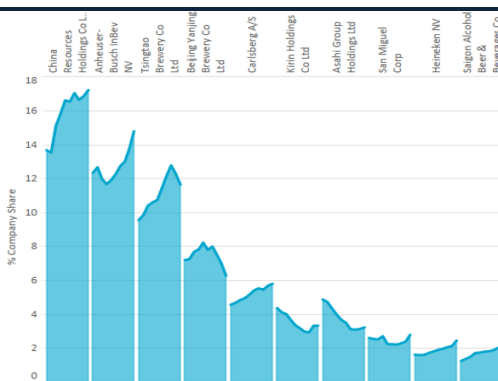
Ghi chú: giá theo VND, giá thị trường tại ngày 01/11/2017

Top các quốc gia tăng trưởng tiêu thụ bia (2000 – 2014)



Nguồn: WHO, MBS Research

Top thị phần về sản lượng các công ty bia trong Châu Á TBD



Nguồn: EMI, MBS Research

Dương Nguyễn, Trưởng nhóm

Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn

+84 982 268 088

Nguyễn Thạch Thảo, Chuyên viên phân tích cao cấp

Thao.NguyenThach@mbs.com.vn

+84 907 655 495

Tốc độ tăng trưởng hấp dẫn

Thị trường bia Việt Nam mang trong mình các yếu tố của một thị trường nhiều tiềm năng với cơ cấu dân số trẻ, thu nhập đang tăng trưởng nhanh và cơ cấu sản phẩm chuyển dịch tích cực. Trong một thị trường bia hấp dẫn, với quy mô lớn trong khu vực và thế giới, các công ty bia trên thị trường trở thành các cơ hội đầu tư giá trị. Đặc biệt đối với Tổng Công ty Cổ phần Bia – Rượu – Nước Giải khát Sài Gòn (Sabeco, SAB VN), chúng tôi đánh giá cao quy mô, tốc độ tăng trưởng và hiệu quả hoạt động của Sabeco khi so sánh trong khu vực. Do đó, chúng tôi kỳ vọng đợt thoái vốn sắp tới tại Sabeco của Bộ Công Thương sẽ là một trong số các thương vụ hấp dẫn trong khu vực, đặc biệt đối với các công ty bia lớn trên thế giới muốn gia tăng thị phần tại Châu Á - Thái Bình Dương. Chúng tôi định giá Sabeco ở mức 308,000 đồng/cổ phiếu, với P/E mục tiêu là 40x; tổng lợi nhuận đầu tư kỳ vọng đạt 9.0%.

Trẻ, thu nhập tăng và thích giao lưu

Việt Nam nổi lên là một thị trường tiêu thụ bia với tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ cao (2000 - 2014: 8.4% CAGR) nhờ vào thu nhập tăng trưởng nhanh và dân số trẻ. Độ tuổi trung bình của người Việt Nam là 30.1 so với 37.6 của Trung Quốc.

Bia cao cấp ngày càng được ưa chuộng hơn

Ngoài tiềm năng do dung tích thị trường lớn và tăng trưởng cao, dân số trẻ và thu nhập tăng còn tác động tới xu hướng tiêu dùng trên thị trường bia Việt Nam. Người tiêu dùng có xu hướng tiêu thụ các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp hơn. Từ năm 2012 - 2016, phân khúc sản phẩm bia cao cấp ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất, với mức tăng trung bình 15% so với mức tăng trung bình 4.8% của phân khúc trung cấp và giá rẻ.

Chi tiêu cho bia vẫn chưa cao

Tiêu thụ bia phụ thuộc vào mức giá và thu nhập của người tiêu dùng, do đó chỉ số khả năng chi trả (affordability index) thể hiện mức độ chi tiêu hiện nay của các quốc gia đối với bia. Người Việt ngày càng chi tiêu nhiều hơn cho các dòng bia cao cấp, tuy nhiên chi tiêu bia trên thu nhập ở Việt Nam hiện nằm ở mức tương đối thấp so với các nước khác trong khu vực. Cụ thể, mức chi tiêu cho 0.5 lít bia lager ở Việt Nam chiếm 0.58% thu nhập/tháng, so với mức 0.9% và 1.04% của Thái Lan và Malaysia.

Vị thế của ngành bia Việt Nam

Thị trường bia Trung Quốc với sự hiện diện của những người khổng lồ sản xuất bia trong nước sẽ là thị trường cạnh tranh gay gắt, trong khi thị trường Nhật Bản khó xâm nhập và bắt đầu bão hòa. Thị trường Việt Nam sẽ là một thị trường hấp dẫn cho các công ty bia trên thế giới, đặc biệt với việc bán cổ phần của công ty bia nội địa lớn nhất về thị phần – Sabeco, sẽ giúp các công ty bia lớn gia tăng thị phần và sự hiện diện tại khu vực Châu Á - Thái Bình Dương. Xét trên các thị trường bia tương đồng với thị trường bia Việt Nam về mặt quy mô và tốc độ tăng trưởng, các công ty bia Việt Nam giao dịch với mức giá gần với mức trung bình nhưng lại có hiệu quả hoạt động cao hơn hẳn mức trung bình, đặc biệt đối với Sabeco.

Tổng Công ty Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco, SAB VN). Vị thế hấp dẫn

Công ty bia hàng đầu thị trường Việt Nam – một trong những thị trường có tốc độ tăng trưởng cao và quy mô lớn của khu vực Châu Á – Thái Bình Dương. Bên cạnh đó, Sabeco sở hữu quy mô nhà máy lớn, hoạt động khá hiệu quả và đang có chiều hướng cải thiện đáng kể. Chúng tôi áp dụng phương pháp P/E để định giá cổ phiếu doanh nghiệp này. Dựa trên thống kê về các thị trường có mức tăng trưởng tương tự Việt Nam, mức P/E hợp lý cho Sabeco là 40x. Giá trị một cổ phần Sabeco đạt 308,000 đồng/cổ phiếu; tổng lợi nhuận đầu tư kỳ vọng đạt 9.0%. **PHŨ HỢP THỊ TRƯỜNG.**

Rủi ro từ đợt thoái vốn: Trong trường hợp nhà nước và các nhà đầu tư chiến lược không tìm được tiếng nói chung, dẫn đến đợt thoái vốn diễn biến chậm hoặc tệ hơn là không thể tiếp tục triển khai, thì khi đó, Sabeco chỉ đơn thuần là một công ty hoạt động riêng lẻ trong nội bộ thị trường Việt Nam. Mặc dù, vẫn sẽ có tăng trưởng khá cho doanh thu, nhưng biên lợi nhuận sẽ khó mở rộng. Và theo chúng tôi, mức P/E hợp lý khi đó sẽ chỉ xấp xỉ 25-30x, tương ứng với mức P/E của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng khác tại Việt Nam.

M ụ c l ụ c

I. Ngành bia

1. Văn hóa bia	3
2. Trẻ, thu nhập tăng và thích giao lưu	4
3. Bia cao cấp ngày càng được ưa chuộng hơn	5
4. Chi tiêu cho bia vẫn chưa cao	6
5. Chuỗi giá trị ngành	7
6. Vị thế ngành bia	8

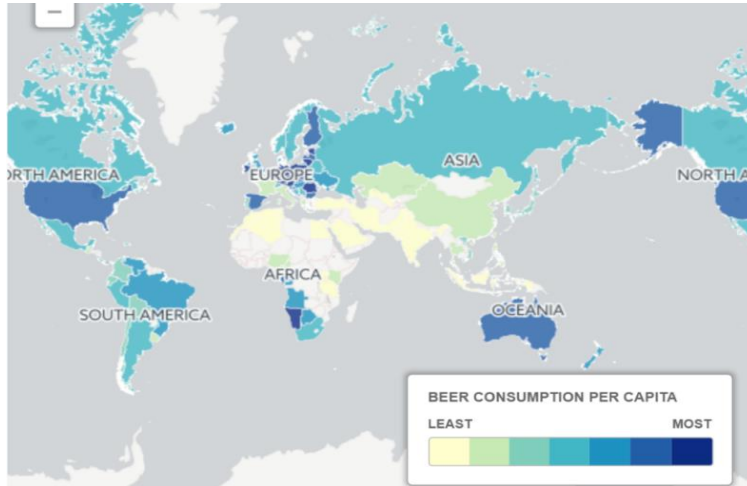
II. Công ty trong ngành

1. Tổng Công ty Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco, SAB VN)	10
2. Tổng Công ty Bia – Rượu – Nước giải khát Hà Nội (Habeco, BHN VN)	12

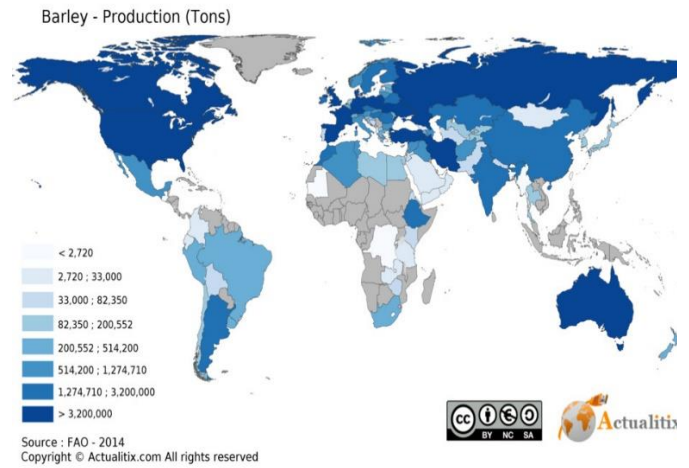
Văn hóa bia

Phân bố các quốc gia tiêu thụ nhiều bia trên thế giới theo sự phân bố gieo trồng của cây lúa mạch, loại nguyên liệu chính của sản xuất bia. Nguyên nhân gốc rễ đến từ nhu cầu tích trữ lương thực các loại cây ngũ cốc, qua quá trình lên men tạo thành loại thức uống có cồn. Do đó, việc tiêu thụ bia của một quốc gia, một phần chi phối bởi các điều kiện địa lý và thiên nhiên.

Biểu 1: Tiêu thụ bia trên người năm 2015



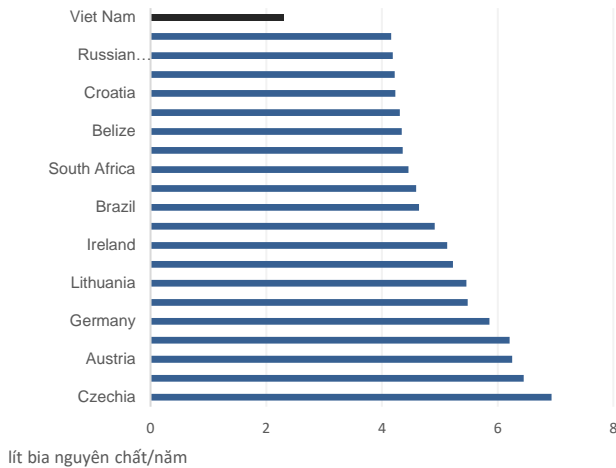
Biểu 2: Phân bố vùng trồng lúa mạch trên thế giới



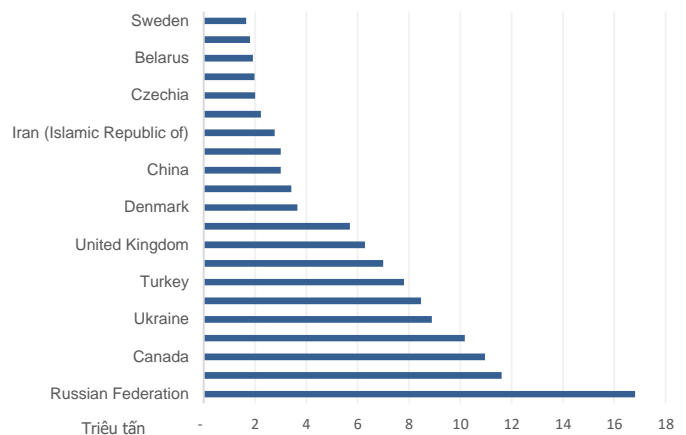
(Nguồn: Kirin, WHO, FAO, MBS Research)

Châu Âu là cái nôi của công nghiệp sản xuất bia của thế giới với lịch sử lâu đời và điều kiện địa lý thuận lợi. Điều này lý giải cho việc top các quốc gia tiêu thụ bia trên đầu người, Châu Âu chiếm đa số. Trong khi đó, Việt Nam không nằm trong danh sách các quốc gia tiêu thụ bia bình quân đầu người cao nhất thế giới, đồng thời cũng không phải là vùng trồng nguyên liệu.

Biểu 3: Tiêu thụ bia đầu người năm 2014



Biểu 4: Top các quốc gia sản xuất lúa mạch năm 2014

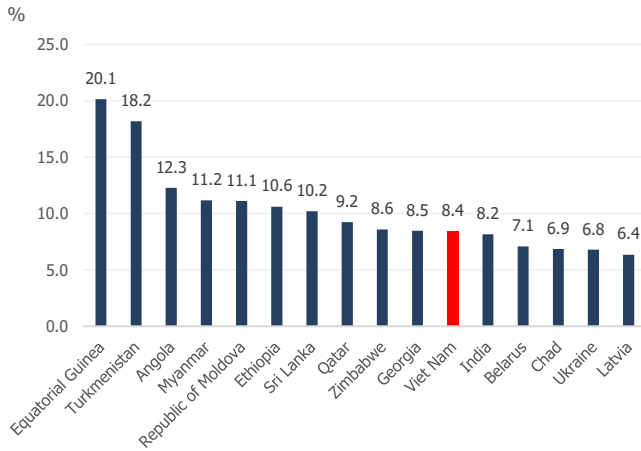


(Nguồn: WHO, MBS Research)

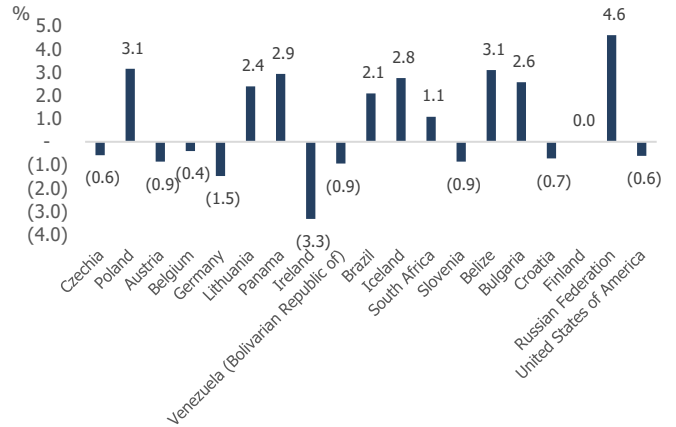
Chúng tôi cho rằng, việc không có lợi thế trong vùng trồng nguyên liệu lúa mạch và không phải trong danh sách các quốc gia tiêu thụ bia hàng đầu thế giới trong hiện tại, ngược lại khiến cho thị trường bia Việt Nam trở thành một trong số các thị trường bia hấp dẫn trên thế giới. Tiêu thụ bia trên đầu người của Việt Nam hiện nay chỉ nằm ở mức 2.31 lít nguyên chất/người/năm, bằng 47% so với Venezuela, quốc gia tiêu thụ bia trên đầu người thứ 10 thế giới.

Trẻ, thu nhập tăng và thích giao lưu

Biểu 5: Top các quốc gia tăng trưởng tiêu thụ bia (2000 – 2014)



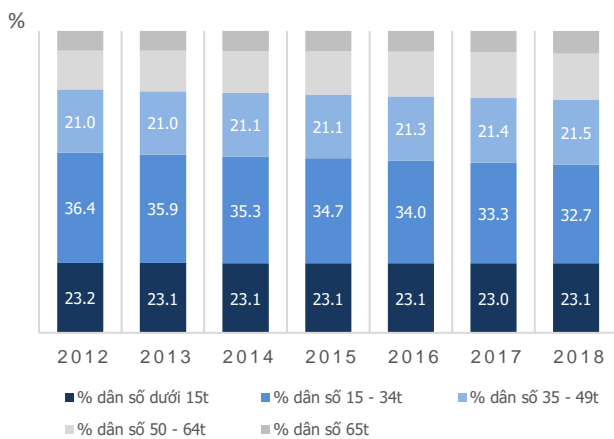
Biểu 6: Tăng trưởng tiêu thụ bia của top 10 (2000 – 2014)



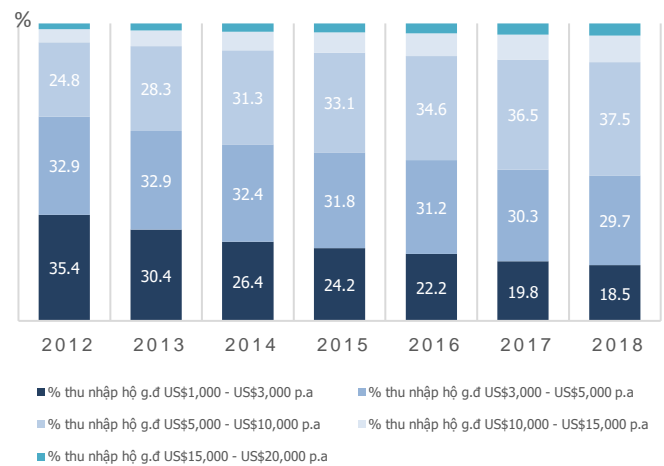
(Nguồn: WHO, MBS Research)

Việt Nam nổi lên là một thị trường tiêu thụ bia với tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ cao (mức tăng trưởng tiêu thụ bia trên đầu người (2000 - 2014: 8.4%)) nhờ vào: i) thu nhập tăng trưởng nhanh (2018E: 3%) cao hơn các nước khác như Thái Lan (2018E: -0.1%) và Trung Quốc (2018E: 1.6%); ii) dân số trẻ. Độ tuổi trung bình của người Việt Nam là 30.1 so với 37.6 của Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục trong thời gian tới do: i) tỷ lệ dân số trẻ của Việt Nam vẫn tiếp tục duy trì. Tỷ lệ dân số Việt Nam trong độ tuổi 15 – 34 tuổi và dưới 15 tuổi chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng dân số. Đây sẽ là nhóm khách hàng chính đóng góp vào tăng trưởng tiêu thụ bia trong thời gian tới. ii) Tăng trưởng thu nhập của hộ gia đình ở Việt Nam sẽ vẫn duy trì ở Top các quốc gia trong khu vực nhờ vào tốc độ tăng trưởng cao của nền kinh tế.

Biểu 7: Cơ cấu dân số Việt Nam



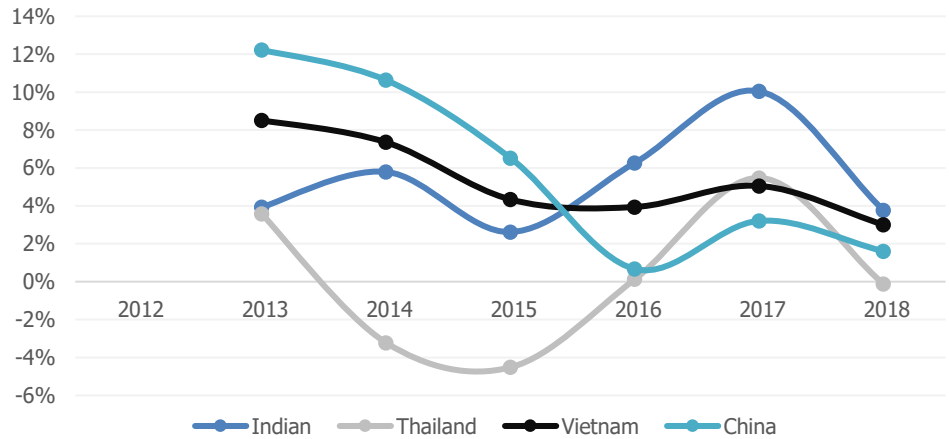
Biểu 8: Cơ cấu thu nhập hộ gia đình Việt Nam



(Nguồn: EIU, MBS Research)

Người trẻ thường thích giao lưu và xu hướng gia tăng của thu nhập sẽ hỗ trợ việc tiêu thụ các sản phẩm được ưa chuộng. Bia chính là sản phẩm được lựa chọn và thỏa mãn nhu cầu giao lưu của giới trẻ. Với đặc điểm này, mục đích sử dụng bia phổ biến nhất khi: i) gặp gỡ bạn bè và đối tác, ii) khi ăn và iii) tham gia sự kiện, với tỷ lệ lần lượt là 24%, 14% và 8% theo thống kê của Buzzmetrics.

Biểu 9: Tăng trưởng thu nhập hộ gia đình một số nước Châu Á 2012 - 2018

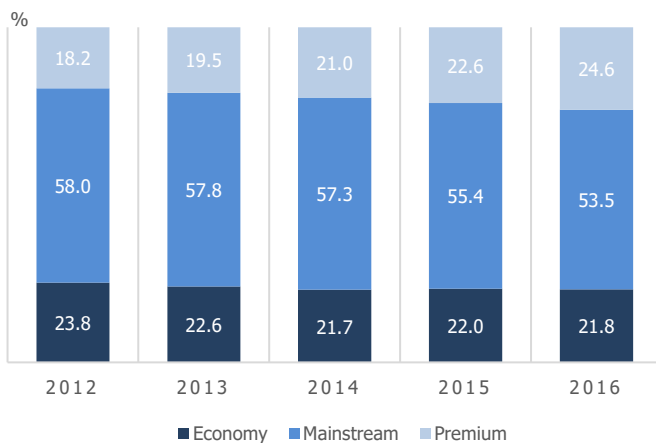


(Nguồn: EIU, MBS Research)

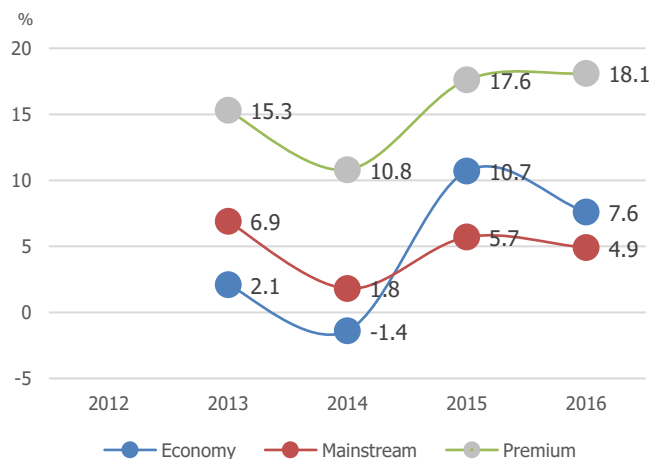
Bia cao cấp ngày càng được ưa chuộng hơn

Ngoài tiềm năng do dung tích thị trường lớn và tăng trưởng cao, dân số trẻ và thu nhập tăng còn tác động tới xu hướng tiêu dùng trên thị trường bia Việt Nam. Người tiêu dùng có xu hướng tiêu thụ các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp hơn. Từ năm 2012 - 2016, phân khúc sản phẩm bia cao cấp ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất, với mức tăng trung bình 15% so với mức tăng trung bình 4.8% của phân khúc giá rẻ và trung cấp.

Biểu 10: Thị phần các phân khúc bia tại Việt Nam



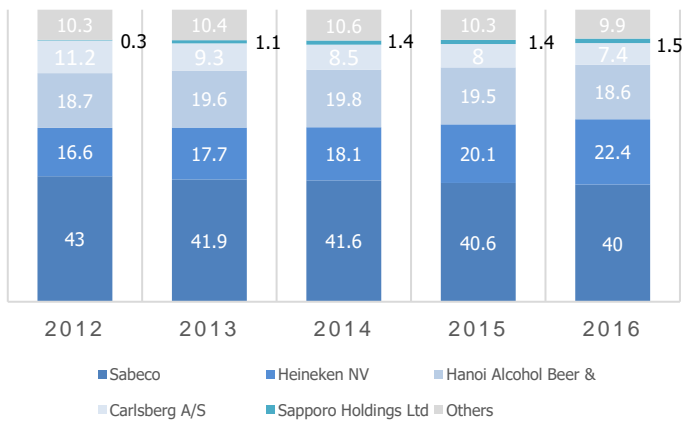
Biểu 11: Tăng trưởng các phân khúc bia 2012 - 2014



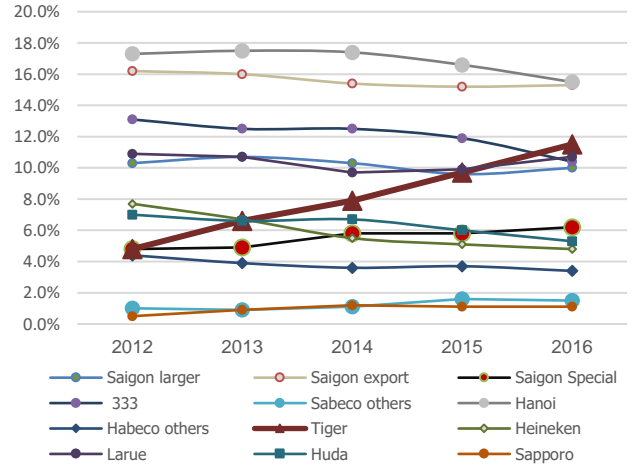
(Nguồn: EMI, MBS Research)

Từ năm 2012 đến nay, Heineken NV chứng kiến tốc độ tăng trưởng sản lượng liên tục, với tốc độ tăng trưởng trung bình 12% so với mức tăng trung bình của ngành là 8%. Đóng góp chính trong sự tăng trưởng sản lượng đến từ nhãn hàng Tiger (trung cao cấp) với mức tăng thị phần kỷ lục lên 11.5% năm 2016 từ mức 4.8% năm 2012. Thị phần của Tiger gia tăng từ việc chiếm thị trường của các dòng bia trung cấp như Bia 333 và Bia Hà Nội.

Biểu 12: Thị phần sản lượng các công ty bia chính



Biểu 13: Thị phần của các nhãn hiệu bia



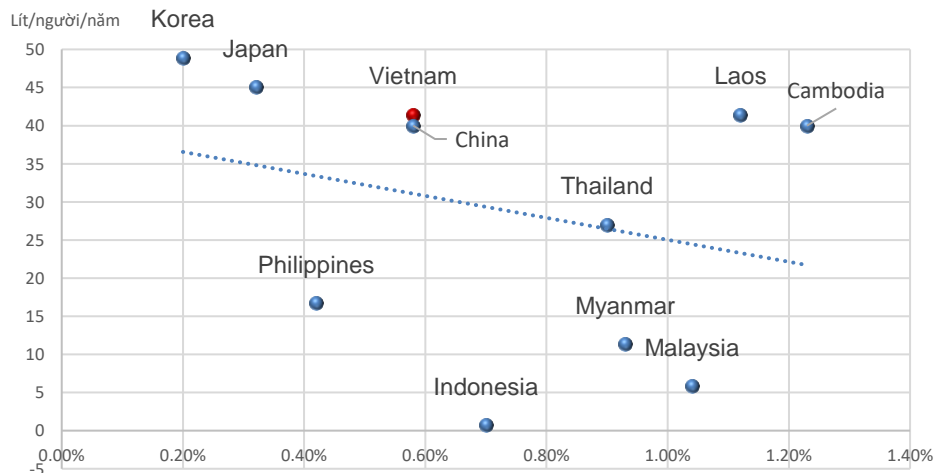
(Nguồn: EMI, MBS Research)

Chi tiêu cho bia vẫn chưa cao

Tiêu thụ bia phụ thuộc vào mức giá và thu nhập của người tiêu dùng, do đó chỉ số khả năng chi trả (affordability index) thể hiện mức độ chi tiêu hiện nay của các quốc gia đối với bia. Người Việt ngày càng chi tiêu nhiều hơn cho các dòng bia cao cấp, tuy nhiên chi tiêu bia trên thu nhập ở Việt Nam hiện nằm ở mức tương đối thấp so với các nước khác trong khu vực. Cụ thể, mức chi tiêu cho 0.5l bia lager ở Việt Nam chiếm 0.58% thu nhập/tháng, so với mức 0.9% và 1.04% của Thái Lan và Malaysia.

Chúng tôi kỳ vọng với mức thu nhập đang gia tăng và việc chi tiêu cho bia vẫn đang nằm ở mức trung bình thấp hiện nay sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng bia ở thị trường Việt Nam trong thời gian tới. Người Việt tiêu thụ 41.4 lít bia/năm và 0.5 lít bia chiếm 0.58% thu nhập so với mức 48.9 lít bia/năm và 0.2% thu nhập của Hàn Quốc.

Biểu 14: Mức độ tiêu thụ bia trên khả năng chi trả các nước Châu Á (2015)



(Nguồn: EMI, MBS Research)

Chuỗi giá trị của ngành

Sau đây là chuỗi giá trị ngành chúng tôi có được sau khi thực hiện thu thập dữ liệu từ các công ty con, công ty liên kết của Sabeco và Habeco. 2 công ty này nắm giữ trên 50% thị phần bia Việt Nam. Với con số thị phần ở mức chi phối như trên, chúng tôi cho rằng dữ liệu thu được từ 2 công ty đại diện chung cho toàn ngành bia Việt Nam.

Biểu 15: Chuỗi giá trị ngành bia Việt Nam



(Nguồn: Sabeco, Habeco, MBS Research)

Phần thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) là phần chiếm tỷ trọng nhiều nhất trong chuỗi giá trị này, khoảng 41%, và người chịu thuế sau cùng chính là người tiêu dùng bia. Ví dụ tổng quan, một lít bia có giá bán lẻ khi đến tay người tiêu dùng là 24,000 đồng, thì trong đó, người tiêu thụ đã phải trả ~ 8,000 đồng cho nhà máy sản xuất bia, ~ 3,800 đồng cho khâu phân phối và bán lẻ, cuối cùng mức cao nhất là ~ 12,200 đồng cho cơ quan thuế.

Giải thích thêm về thuế TTĐB, phần thuế này được tính dựa trên giá bán bình quân cho các cơ sở kinh doanh thương mại ngoài tập đoàn. Do đó, dòng bia càng cao cấp thì số thuế tuyệt đối mà người tiêu dùng phải chi ra càng cao.

Vị thế của ngành bia Việt Nam

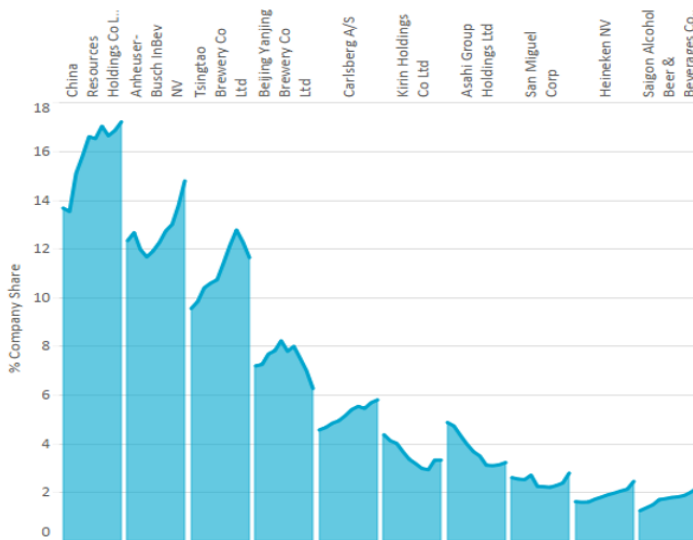
Khu vực Châu Á - Thái Bình Dương chiếm tỷ trọng tiêu thụ bia lớn nhất trên toàn cầu, chiếm 34.8% sau khi vượt khu vực Châu Âu về tiêu thụ bia vào năm 2008. Trung Quốc, Nhật Bản và Việt Nam là 3 thị trường tiêu thụ bia lớn nhất trong khu vực, theo thứ tự. Các công ty nội địa chiếm vị thế cao về sản lượng tiêu thụ bia trong khu vực này bên cạnh các công ty bia lớn trên thế giới. Bên cạnh đó, các công ty sản xuất bia này đều đã phân chia bản đồ tiêu thụ bia tại 3 quốc gia trên.

Sản lượng tiêu thụ bia lớn nhất tại thị trường Trung Quốc thuộc về 5 công ty với 3 công ty nội địa (China Resources Holdings, Tsingtao Brewery và Beijing Yanjing Brewery) và 2 công ty thế giới (Anheuser – Busch InBev và Carlsberg). Trong khi người Nhật chỉ tiêu thụ bia nội địa, còn tại thị trường Việt Nam thì 2 công ty có sản lượng tiêu thụ bia lớn nhất là Sabeco và Heineken.

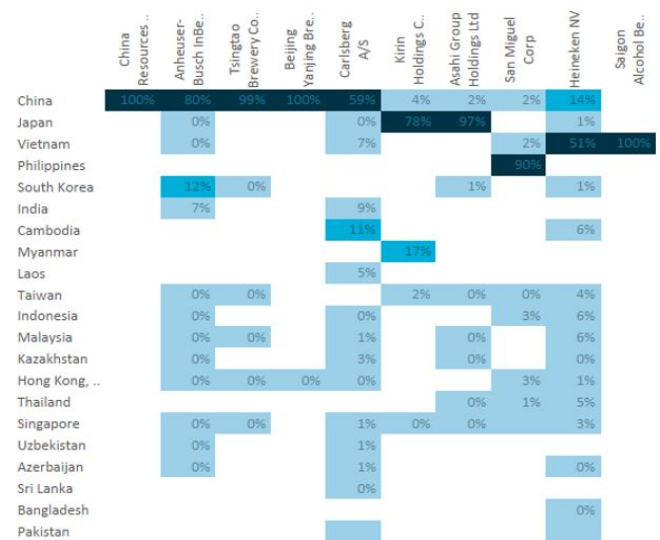
Thị trường bia Trung Quốc với sự hiện diện của những người khổng lồ sản xuất bia trong nước sẽ là thị trường cạnh tranh gay gắt, trong khi thị trường Nhật Bản khó xâm nhập và bắt đầu bão hòa. Thị trường Việt Nam sẽ là một thị trường hấp dẫn cho các công ty bia trên thế giới đặc biệt với việc bán cổ phần của công ty bia nội địa lớn nhất về thị phần – Sabeco.

Sabeco hiện tại đang đứng thứ 10 trong khu vực Châu Á - Thái Bình Dương về sản lượng tiêu thụ bia với ~ 2% thị phần. Việc chiếm lĩnh thị phần lớn tại thị trường Việt Nam, ngoài tiềm năng tăng trưởng nhanh, còn giúp doanh nghiệp sản xuất bia chiếm lĩnh các thị trường bia lân cận vốn chưa có sự xuất hiện của những công ty chi phối lớn như Lào và Campuchia.

Biểu 16: Top thị phần về sản lượng các công ty bia trong Châu Á TBD



Biểu 17: Phân bố sản lượng các công ty sản xuất bia trong Châu Á TBD



(Nguồn: EMI, MBS Research)

Xét trên các thị trường bia tương đồng với thị trường bia Việt Nam về mặt quy mô và tốc độ tăng trưởng, các công ty bia Việt Nam giao dịch với mức giá gần với mức trung bình nhưng lại có hiệu quả hoạt động cao hơn hẳn mức trung bình, đặc biệt đối với Sabeco. Chúng tôi đánh giá cao quy mô, tốc độ tăng trưởng và hiệu quả hoạt động của Sabeco khi so sánh trong khu vực. Do đó, chúng tôi kỳ vọng đợt thoái vốn sắp tới tại Sabeco của Bộ Công Thương sẽ là một trong số các thương vụ hấp dẫn trong khu vực, đặc biệt đối với các công ty bia lớn trên thế giới muốn gia tăng thị phần tại khu vực Châu Á - Thái Bình Dương.

Bảng 1: Các công ty so sánh trong khu vực

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (\$bn)	P/E	Doanh thu:Y (\$bn)	Dthu CAGR (5Yr)	EBIT/DT (2016)	EBIT/DT (2015)	EBIT/DT (2014)	EBIT/DT (2013)	EBIT/DT (2012)	ROE Avg (5Yr)
SAIGON BEER ALCOHOL BEVERAGE	Vietnam	7.90	38.6	1.37		15.4	13.5	11.9			28.0
TSINGTAO BREWERY CO LTD-A	China	5.98	38.8	3.60	2.4	5.2	4.3	7.2	7.2	8.2	12.1
SAN MIGUEL CORP	Philippines	4.71	22.0	14.44		14.5	12.0	7.2	7.4	7.4	3.6
UNITED BREWERIES LTD	India	3.40	98.4	0.67	5.5	7.9	10.6	8.8	5.7	8.6	11.5
BEIJING YANJING BREWERY CO-A	China	2.73	51.8	1.55	(0.9)	3.5	5.4	7.9	7.2	6.9	4.9
GUANGZHOU ZHUJIANG BREWERY-A	China	2.05	76.0	0.48	(0.1)	2.4	1.3	2.1	3.3	2.8	0.7
TOP FRONTIER INVESTMENT HOLD	Philippines	1.92	14.3	14.44		14.1	11.5	6.8	4.1		0.6
XIN JIANG READY HEALTH IND-A	China	1.92	19.1	1.35	51.4	8.5	7.3	11.8	16.3	12.0	10.0
CHONGQING BREWERY CO-A	China	1.54	40.4	0.44	3.5	4.5	(3.7)	1.9	7.0	7.8	15.0
HANOI BEER ALCOHOL & BEVERAG	Vietnam	1.11	36.6	0.45		10.9	10.9				13.8
HITEJINRO HOLDINGS CO LTD	South Korea	0.22	68.9	1.63	(2.1)	7.0	7.6	5.7	8.6	8.8	(0.1)
IFB AGRO INDUSTRIES LTD	India	0.10	19.5	0.12	7.2	3.6	3.7	1.9	7.3	8.3	12.9
Trung bình (%)			43.71	3.38	8.34	8.11	7.02	6.65	7.40	7.86	9.41

(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

TỔNG CÔNG TY BIA – RƯỢU – NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN (HOSE: SAB)

Báo cáo cập nhật

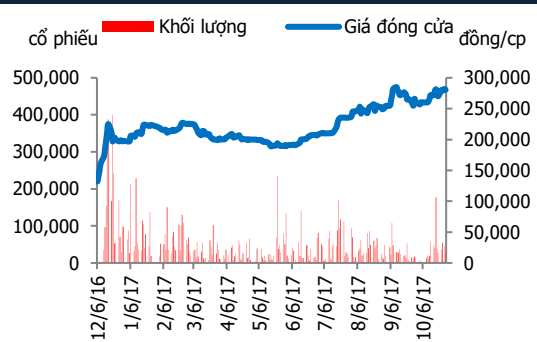
01/11/2017

Khuyến nghị	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG
Giá mục tiêu (đồng)	308,000
Tiềm năng tăng giá	7.6%
Cổ tức tiền mặt	40%
Suất sinh lợi cổ tức	1.4%
Cổ tức cổ phiếu	0.0%

Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (đồng)	286,900
Số lượng CP lưu hành	641,281,186
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	183,984
% sở hữu nước ngoài	9.90%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	50%

Biểu đồ giá



Dương Nguyễn, Trưởng nhóm

Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn

+84 982 268 088

Nguyễn Thạch Thảo, Chuyên viên phân tích cao cấp

Thao.NguyenThach@mbs.com.vn

+84 907 655 495

Vị thế hấp dẫn

- Công ty bia hàng đầu thị trường Việt Nam – một trong những thị trường có tốc độ tăng trưởng cao và quy mô lớn của khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, nơi tiêu thụ bia lớn nhất thế giới.
- Nhà nước có kế hoạch thoái vốn tại Sabeco, góp phần tạo thêm sự hấp dẫn cho cổ phiếu.
- Hành động:** Khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** với giá mục tiêu 12 tháng 308,000 đồng/cổ phiếu.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đưa ra đánh giá **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cổ phiếu Tổng Công ty Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco) dựa trên các luận điểm sau đây:

- Tiềm năng tăng trưởng:** Sabeco sở hữu quy mô nhà máy lớn, hoạt động khá hiệu quả và đang có chiều hướng cải thiện đáng kể, đặc biệt trong 2 năm gần đây 2015-2016. Công suất nhà máy của công ty được ước tính ~ 1.8 tỷ lít/năm, đứng số 1 thị trường, theo sau đó là Heineken ~ 0.8 tỷ lít/năm. Tăng trưởng sản lượng trong giai đoạn này của công ty đạt trên 8.0%/năm, cao hơn trung bình ngành là ~ 7-8%/năm. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) mở rộng lần lượt từ 25.1% lên 27.0% và 13.9% lên 15.4%. Trong đó, chúng tôi cho rằng sản phẩm Saigon Special – sản phẩm cho phân khúc cao cấp đầu tiên của Sabeco chính là động lực chính cho sự tăng trưởng và cải thiện nói trên.
- Chúng tôi cũng kỳ vọng sự cải thiện này sẽ tiếp tục khi có sự đóng góp của cổ đông chiến lược, thông qua (i) giảm giá mua nguyên vật liệu và (ii) phát triển nhanh dòng hàng bia cao cấp. Hai yếu tố này sẽ góp phần tăng trưởng doanh thu thông qua tăng giá bán và cải thiện biên lợi nhuận của công ty hơn nữa. Tổng hòa các yếu tố, chúng tôi kỳ vọng công ty đạt **tốc độ tăng trưởng kép về doanh thu và lợi nhuận ròng ở mức 9.9% và 15.5%/năm trong giai đoạn 5 năm 2016-2021**. Đây là mức tăng trưởng hấp dẫn, đặc biệt với công ty có quy mô lớn như Sabeco.
- Vị thế doanh nghiệp:** Khi nhìn vào một bức tranh lớn hơn tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, chúng tôi nhận thấy rằng Sabeco đang hoạt động tại thị trường bia Việt Nam – thị trường có tốc độ tăng trưởng đứng thứ 2 tại khu vực, sau Myanmar và có quy mô đứng thứ 3, sau Trung Quốc và Nhật Bản. Trong khi thị trường Myanmar vẫn còn khá bé, thì 2 thị trường Trung Quốc và Nhật Bản lại ưa chuộng dòng bia nội địa. Thực tế trên, kết hợp với việc nhà nước đang có ý định thoái vốn tại Sabeco, làm cổ phiếu Sabeco trở thành cổ phiếu ngành bia có thể được gọi là hấp dẫn số 1 tại khu vực này. Việc sở hữu Sabeco khả năng giúp các công ty bia nước ngoài khai thác sâu hơn thị trường Việt Nam, và còn có thể là bàn đạp để tiếp cận các thị trường chưa phát triển khác như Lào, Campuchia, Myanmar, v.v...
- Để phản ánh cả 2 yếu tố tăng trưởng nội tại tiềm năng và vị thế của Sabeco trong ngành bia khu vực, chúng tôi áp dụng phương pháp P/E để định giá cổ phiếu doanh nghiệp này. Dựa trên thống kê về các thị trường có mức tăng trưởng tương tự Việt Nam, chúng tôi áp dụng mức P/E hợp lý cho Sabeco là 40x. **Giá trị 1 cổ phần Sabeco khi đó ở mức 308,000 đồng/cổ phiếu; tổng lợi nhuận đầu tư kỳ vọng đạt 9.0%. PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG.**

Rủi ro

Rủi ro từ đợt thoái vốn: Trong trường hợp nhà nước và các nhà đầu tư chiến lược không tìm được tiếng nói chung, dẫn đến đợt thoái vốn diễn biến chậm hoặc tệ hơn là không thể tiếp tục triển khai, thì khi đó, Sabeco chỉ đơn thuần là một công ty hoạt động riêng lẻ trong nội bộ thị trường Việt Nam. Mặc dù, vẫn sẽ có tăng trưởng khá cho doanh thu, nhưng biên lợi nhuận sẽ khó mở rộng. Và theo chúng tôi, mức P/E hợp lý khi đó sẽ chỉ xấp xỉ 25-30x, tương ứng với mức P/E của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng khác tại Việt Nam.

Bảng 2: Dự phóng kết quả kinh doanh

KQKD (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	24,611	27,144	30,569	33,445	36,717	40,357	44,406	48,910
<i>Tăng trưởng (%)</i>	2.5%	10.3%	12.6%	9.4%	9.8%	9.9%	10.0%	10.1%
<i>Sản lượng bia tiêu thụ (triệu lít)</i>	1,356	1,466	1,590	1,717	1,855	2,003	2,163	2,336
COGS	18,426	19,646	22,301	24,248	26,253	28,452	30,862	33,503
Lợi nhuận gộp	6,184	7,498	8,268	9,197	10,464	11,905	13,544	15,407
<i>Tăng trưởng (%)</i>	5.6%	21.2%	10.3%	11.2%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	25.1%	27.6%	27.0%	27.5%	28.5%	29.5%	30.5%	31.5%
Chi phí bán hàng	2,342	2,683	2,782	3,043	3,341	3,672	4,041	4,451
Chi phí quản lý doanh nghiệp	912	1,154	782	855	939	1,032	1,136	1,251
Lợi nhuận hoạt động	2,930	3,661	4,704	5,299	6,184	7,201	8,367	9,705
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-5.7%	24.9%	28.5%	12.6%	16.7%	16.4%	16.2%	16.0%
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	11.9%	13.5%	15.4%	15.8%	16.8%	17.8%	18.8%	19.8%
Lợi nhuận tài chính	278	297	682	412	583	789	1,042	1,352
Lợi nhuận khác	44	36	15	15	15	15	15	15
Thu nhập từ cty liên doanh, liên kết	344	372	306	382	419	461	507	559
LNTT	3,595	4,366	5,707	6,108	7,201	8,466	9,932	11,631
<i>Tăng trưởng (%)</i>	0.5%	21.4%	30.7%	7.0%	17.9%	17.6%	17.3%	17.1%
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	14.6%	16.1%	18.7%	18.3%	19.6%	21.0%	22.4%	23.8%
Lợi nhuận ròng	2,627	3,317	4,478	4,840	5,707	6,709	7,871	9,217
<i>Tăng trưởng (%)</i>	8.7%	26.2%	35.0%	8.1%	17.9%	17.6%	17.3%	17.1%
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	10.7%	12.2%	14.6%	14.5%	15.5%	16.6%	17.7%	18.8%
EPS pha loãng (đồng/cổ phiếu)	3,553	4,485	6,055	6,545	7,717	9,072	10,643	12,464
<i>Tăng trưởng (%)</i>	8.7%	26.2%	35.0%	8.1%	17.9%	17.6%	17.3%	17.1%

(Nguồn: MBS Research)

Bảng 3: Dự phóng bảng cân đối kế toán

CĐKT (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	10,571	12,198	10,714	13,357	16,733	20,855	25,913	32,055
Tiền và các khoản tương đương tiền	6,755	7,936	3,445	5,887	8,996	12,825	17,559	23,345
Đầu tư ngắn hạn	782	943	3,174	3,174	3,174	3,174	3,174	3,174
Phải thu khách hàng	551	621	551	641	704	774	852	938
Hàng tồn kho	1,845	1,922	2,126	2,325	2,517	2,728	2,959	3,213
Tài sản ngắn hạn khác	637	776	1,418	1,329	1,341	1,354	1,368	1,384
Tài sản dài hạn	11,199	9,812	8,479	8,991	9,559	10,189	10,888	11,666
Đầu tư dài hạn	2,264	2,220	1,939	2,321	2,740	3,201	3,708	4,267
Tài sản cố định	5,312	4,925	4,555	4,686	4,834	5,003	5,195	5,414
Tài sản dài hạn khác	3,623	2,667	1,985	1,985	1,985	1,985	1,985	1,985
TỔNG TÀI SẢN	21,770	22,010	19,193	22,348	26,292	31,044	36,801	43,721
Nợ phải trả	9,282	9,921	6,760	7,120	7,688	8,342	9,111	9,963
Nợ ngắn hạn	8,151	9,173	6,474	6,895	7,525	8,220	8,990	9,841
Nợ dài hạn	1,131	748	286	225	164	121	121	121
Vốn chủ sở hữu	11,572	11,094	11,387	13,983	17,125	20,948	25,612	31,302
Lợi ích cổ đông thiểu số	915	996	1,046	1,245	1,479	1,755	2,078	2,456
TỔNG NỢ VÀ VỐN CSH	21,770	22,010	19,193	22,348	26,292	31,044	36,801	43,721
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phiếu)	16,668	15,698	16,381	21,805	26,704	32,666	39,939	48,812

(Nguồn: MBS Research)

TỔNG CÔNG TY BIA – RƯỢU – NƯỚC GIẢI KHÁT HÀ NỘI (HOSE: BHN)

Báo cáo cập nhật

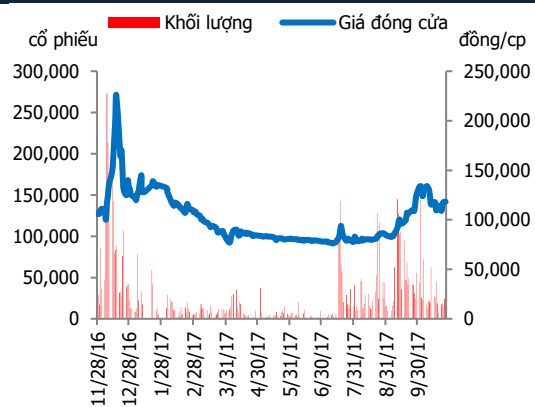
01/11/2017

Khuyến nghị	BÁN
Giá mục tiêu (đồng)	55,000
Tiềm năng tăng giá	-46.2%
Cổ tức tiền mặt	15.0%
Suất sinh lợi cổ tức	1.4%
Cổ tức cổ phiếu	0.0%

Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (đồng)	109,200
Số lượng CP lưu hành	231,800,000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	25,313
% sở hữu nước ngoài	17.54%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	50%

Biểu đồ giá



Dương Nguyễn, Trưởng nhóm
Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn
+84 982 268 088

Nguyễn Thạch Thảo, Chuyên viên phân tích cao cấp
Thao.NguyenThach@mbs.com.vn
+84 907 655 495

Tụt lại phía sau

- Công ty bia nội địa, hoạt động chủ yếu tại các tỉnh miền Bắc. Nhà nước đang có kế hoạch thoái vốn tại Habeco.
- Hành động:** Khuyến nghị **BÁN** với giá mục tiêu 12 tháng ở mức 55,000 đồng/cổ phiếu.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đưa ra đánh giá **BÁN** đối với cổ phiếu Tổng Công ty Bia – Rượu – Nước giải khát Hà Nội (Habeco) dựa trên các luận điểm sau đây:

- Hoạt động kinh doanh trong 2 năm 2015-2016 của Habeco không thực ấn tượng: (i) tốc độ tăng trưởng sản lượng đều thấp hơn trung bình ngành (2-3%/năm so với 7-8%/năm), do không có nhiều dòng sản phẩm mới được đưa ra thị trường hay dòng sản phẩm mới không thành công; (ii) không tăng được giá bán, do Habeco phần nhiều hướng đến thị trường bia giá rẻ (economy lagers); và (iii) mặc dù biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 25.7% lên 27.8% nhưng biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) lại chỉ xoay quanh mức ~ 11%, có thể nói, Habeco phải chi khá nhiều cho hoạt động khuyến mãi, bán hàng, nhưng mức doanh thu nhận lại được chưa cao. Ngay tại Hà Nội, khu vực hoạt động chính của Habeco thì doanh nghiệp đã không còn nắm thế độc tôn. Thay vào đó, ngày càng nhiều người tiêu dùng ưa thích sản phẩm của các đối thủ cạnh tranh khác hơn, như Saigon Special, Heineken, Tiger, Carlsberg, v.v...
- Trong tương lai, Habeco cần phải thực hiện tái cơ cấu toàn diện nếu muốn giữ vững được thị phần và/hoặc nâng cao vị thế trong môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt. Cụ thể, thứ nhất (i), tăng tính nhận diện thông qua mở rộng thị phần hoạt động ra ngoài khu vực miền Bắc, điều này đồng nghĩa với thêm chi phí cho việc xây dựng nhà máy tại khu vực mới hoặc tăng chi phí vận tải. Tuy nhiên, do hiệu quả hoạt động tại Habeco vẫn chưa tốt, nhiều nhà máy bia vẫn đang ghi nhận lỗ lũy kế, nên chúng tôi không cho rằng doanh nghiệp sẽ mạnh tay thực hiện. Trong kế hoạch kinh doanh đề ra, doanh nghiệp vẫn chưa đề cập đến các chiến lược như chúng tôi chờ đợi. Thứ 2 (ii), đa dạng hóa đối tượng khách hàng thông qua đa dạng hóa danh mục sản phẩm, đặc biệt là dòng sản phẩm cao cấp theo xu hướng phát triển của thị trường. Chúng tôi lưu ý, Habeco đã từng thất bại với Bia Trúc Bạch (2010), và từ đó đến nay, doanh nghiệp vẫn chưa thử đưa ra thị trường sản phẩm nào khác. Tóm lại, mặc dù cải tổ là rất cần thiết, tuy nhiên, Habeco có vẻ sẽ tiếp tục giữ tính thận trọng và sẽ không quá sáng tạo hay đổi mới hoạt động kinh doanh, nên chúng tôi kỳ vọng công ty đạt **tốc độ tăng trưởng kép về doanh thu và lợi nhuận ròng khiêm tốn ở mức 4.3% và 0.9%/năm trong giai đoạn 5 năm 2016-2021**.
- Chúng tôi cũng áp dụng phương pháp P/E cho cổ phiếu Habeco. Tuy nhiên, mức P/E hợp lý mà chúng tôi sử dụng cho doanh nghiệp thấp hơn tương đối so với con số của Sabeco; do, không giống Sabeco, vị thế Habeco vẫn chỉ co cụm ở mức quốc gia, hay chính xác hơn là ở mức vùng miền (các tỉnh phía Bắc). Cụ thể, chúng tôi áp dụng mức P/E 20x cho cổ phiếu Habeco. **Giá trị 1 cổ phần Habeco khi đó ở mức 55,000 đồng/cổ phiếu; tổng lợi nhuận đầu tư kỳ vọng đạt -44.8%. BÁN.**

Bảng 4: Dự phóng kết quả kinh doanh

KQKD (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	9,173	9,638	9,996	10,537	10,962	11,404	11,863	12,341
Tăng trưởng (%)	42.3%	5.1%	3.7%	5.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Sản lượng bia tiêu thụ (triệu lít)	499	511	526	547	563	580	598	616
COGS	6,815	7,021	7,212	7,603	7,909	8,228	8,559	8,904
Lợi nhuận gộp	2,358	2,618	2,784	2,934	3,053	3,176	3,304	3,437
Tăng trưởng (%)	-7.6%	11.0%	6.3%	5.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Biên lợi nhuận (%)	25.7%	27.2%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%
Chi phí bán hàng	970	1,162	1,188	1,423	1,535	1,654	1,779	1,913
Chi phí quản lý doanh nghiệp	373	408	509	580	603	627	652	679
Lợi nhuận hoạt động	1,015	1,048	1,087	932	915	895	872	845
Tăng trưởng (%)	-18.0%	3.3%	3.7%	-14.2%	-1.8%	-2.2%	-2.6%	-3.0%
Biên lợi nhuận (%)	11.1%	10.9%	10.9%	8.8%	8.3%	7.8%	7.3%	6.8%
Lợi nhuận tài chính	121	87	71	82	108	137	163	191
Lợi nhuận khác	25	36	(135)	35	35	35	35	35
Thu nhập từ cty liên doanh, liên kết	27	36	27	30	31	32	34	35
LNTT	1,187	1,207	1,050	1,080	1,089	1,099	1,103	1,107
Tăng trưởng (%)	-5.5%	1.6%	-13.0%	2.8%	0.9%	0.9%	0.4%	0.3%
Biên lợi nhuận (%)	12.9%	12.5%	10.5%	10.2%	9.9%	9.6%	9.3%	9.0%
Lợi nhuận ròng	832	887	801	819	826	834	837	839
Tăng trưởng (%)	10.2%	6.7%	-9.7%	2.2%	0.9%	0.9%	0.4%	0.3%
Biên lợi nhuận (%)	9.1%	9.2%	8.0%	7.8%	7.5%	7.3%	7.1%	6.8%
EPS pha loãng (đồng/cổ phiếu)	2,957	3,154	2,848	2,911	2,937	2,964	2,975	2,984
Tăng trưởng (%)	10.2%	6.7%	-9.7%	2.2%	0.9%	0.9%	0.4%	0.3%

(Nguồn: MBS Research)

Bảng 5: Dự phóng bảng cân đối kế toán

ÇĐKT (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	4,167	5,140	5,171	5,683	6,355	7,049	7,763	8,489
Tiền và các khoản tương đương tiền	2,536	2,514	1,724	2,118	2,731	3,364	4,014	4,674
Đầu tư ngắn hạn	410	1,156	1,838	1,838	1,838	1,838	1,838	1,838
Phải thu khách hàng	235	250	308	289	300	312	325	338
Hàng tồn kho	803	835	938	1,041	1,083	1,127	1,173	1,220
Tài sản ngắn hạn khác	183	385	363	397	402	408	413	419
Tài sản dài hạn	5,199	4,797	4,609	4,593	4,566	4,528	4,479	4,418
Đầu tư dài hạn	289	249	240	270	301	333	367	402
Tài sản cố định	4,531	4,150	3,965	3,919	3,861	3,790	3,708	3,612
Tài sản dài hạn khác	379	398	404	404	404	404	404	404
TỔNG TÀI SẢN	9,365	9,936	9,781	10,276	10,921	11,577	12,242	12,907
Nợ phải trả	3,697	3,849	3,243	3,254	3,292	3,335	3,381	3,426
Nợ ngắn hạn	2,668	2,899	2,523	2,598	2,699	2,805	2,915	3,023
Nợ dài hạn	1,028	951	720	657	593	530	466	403
Vốn chủ sở hữu	4,792	5,201	5,664	6,135	6,730	7,332	7,937	8,545
Lợi ích cổ đông thiểu số	877	886	874	886	898	911	923	936
TỔNG NỢ VÀ VỐN CSH	9,365	9,936	9,781	10,276	10,921	11,577	12,242	12,907
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phiếu)	19,765	21,397	22,880	26,468	29,033	31,630	34,241	36,863

(Nguồn: MBS Research)

Liên hệ

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Nguyễn Thị Huyền Dương – (duong.nguyenthihuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm KVPN

Ngân hàng, Hàng không

Phạm Thiên Quang (Quang.PhamThien@mbs.com.vn)

Điện, Công nghiệp, Xây dựng

Nguyễn Ngọc Hoàng (Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn)

Cao su, sẫm lốp

Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)

MBS Institutional sales

Nguyễn Thị Minh Phương (Phuong2.Nguyenminh@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Nguyễn Thị Huyền Dương – (duong.nguyenthihuyen@mbs.com.vn)

Nguyễn Thạch Thảo (Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)

Lâm Trần Tân Sĩ (Si.LamTranTan@mbs.com.vn)

Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi [(giá mục tiêu – giá hiện tại) + cổ tức]/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2017 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.