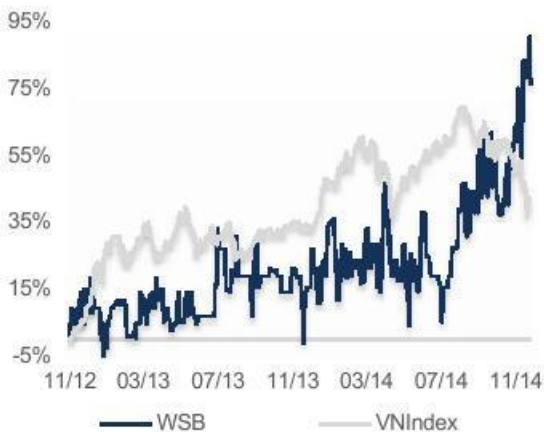


CÔNG TY CỔ PHẦN BIA SÀI GÒN - MIỀN TÂY (UPCOM: WSB)

Phạm Lê Duy Nhân Chuyên viên phân tích Email: nhanpld@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7593	Giá hiện tại:	40.000	-18%	-7%	0%	+7%	+18%
	Giá mục tiêu:	54.500	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tăng/giảm:	36,3%					
	Tỷ suất cổ tức (F)	7%	MUA				

Biến động giá WSB, 12/2012 – 12/2014

Thông tin giao dịch

Giá hiện tại	40.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	40.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	20.800
Số lượng CP niêm yết (triệu CP)	14,5
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	14,5
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	N/A
Vốn điều lệ (tỷ VND)	145
Vốn hóa (tỷ VND)	580

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Bia Sài Gòn – Miền Tây
Địa chỉ	KCN Trà Nóc, P.Trà Nóc, Q.Bình Thủy, TP.Cần Thơ
Doanh thu chính	Sài Gòn Export, Sài Gòn Lager (450, 355), Lon 333
Chi phí chính	Malt, nước, bao bì, houblon
Lợi thế cạnh tranh	Thị trường tiêu thụ, tổng công suất nhà máy
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu, rủi ro cạnh tranh

Cơ cấu cổ đông	(%)
Tổng CTCP Bia – Rượu – NGK Sài Gòn	51
Khác	49

QUY MÔ NHỎ, HIỆU QUẢ CAO

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu WSB của CTCP Bia Sài Gòn – Miền Tây, niêm yết trên sàn UPCOM. Đây là một doanh nghiệp sản xuất bia có quy mô tương đối nhỏ nhưng hoạt động rất hiệu quả trong năm 2014 và tiềm năng tăng trưởng còn cao hơn nữa trong năm 2015 thông qua việc gia tăng năng lực sản xuất.

Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng ngân lưu tự do FCFF, chúng tôi xác định giá trị nội tại một cổ phiếu WSB trong vòng 12 tháng tới là **54.500 đồng/cp**, cao hơn **36,3%** so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn. Rủi ro kinh doanh lớn nhất đối với doanh nghiệp chính là áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng; những chính sách liên quan đến quản lý và kiểm soát việc tiêu thụ bia, rượu và đồ uống có cồn; lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt từ 50% hiện tại lên đến 65% vào năm 2018 và việc phụ thuộc lớn vào công ty mẹ là Sabeco ở cả đầu vào nguyên liệu và đầu ra sản phẩm. Rủi ro đầu tư cần xem xét đến là vấn đề thanh khoản thấp.

Kết quả định giá bằng phương pháp so sánh với các công ty niêm yết trong nước hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bia cho ra giá tham khảo của WSB cuối năm 2014 là **44.900 đồng/cp** và cuối năm 2015 là **53.800 đồng/cp**, tương ứng với mức bình quân P/E là 8,0.

2014: Việc nhà máy Sóc Trăng (công suất 50 triệu lít/năm) được đưa vào sản xuất và tiêu thụ gần 35 triệu lít bia lon 333 tạo động lực tăng trưởng mạnh mẽ. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần trong năm này đạt 764,2 tỷ đồng (+136% yoy), LNST ước đạt 81,7 tỷ đồng (+83,3% yoy) tương ứng với EPS 2014 đạt 5.632 đồng/cp.

2015: Động lực tăng trưởng chính được kỳ vọng ở việc đẩy mạnh sản lượng bia lon 333 và nâng cao công suất bia SG Export tại nhà máy Cần Thơ từ 25 triệu lít lên 50 triệu lít/năm, dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2014. Ước tính doanh thu thuần đạt 1.009 tỷ đồng, LNST đạt 95,7 tỷ đồng tương ứng với EPS 2015 đạt 6.603 đồng/cp.

Có thể tóm gọn lại những lợi thế, tiềm năng và rủi ro của WSB như sau:

- Thị trường phía Nam sông Hậu bao gồm các tỉnh, thành phố: An Giang, Kiên Giang, Cần Thơ, Hậu Giang, Sóc Trăng, Bạc Liêu và Cà Mau. Tổng dân số 9,3 triệu người, thu nhập bình quân

năm 2012 đạt hơn 22 triệu đồng/năm. Đây là thị trường rộng lớn và giàu tiềm năng, có văn hóa bia rượu rõ nét và phù hợp với phân khúc phổ thông.

- Thương hiệu bia Sài Gòn có thể mạnh lâu đời với 139 năm tồn tại và phát triển, dòng sản phẩm đa dạng ở từ phổ thông đến cao cấp.
- Tổng công suất thiết kế hiện tại lớn nhất trong khu vực, đạt 100 triệu lít/năm. Có khả năng sản xuất đa dạng các loại bia lon, bia chai để linh động với thị hiếu, thị trường. Có khả năng chuyển đổi danh mục sản phẩm sang các phân khúc cao cấp hơn.
- Hưởng lợi lớn do mức thuế thu nhập doanh nghiệp thực tế rất thấp (2014F: 6,8%; 2015F: 8,7%, 03 năm tiếp theo dao động từ 7-10%). Lãi suất cho vay trung, dài hạn để đầu tư nhà máy ở mức thấp so với mặt bằng chung hiện nay, vào khoảng 7-8,5%/năm.
- Đầu vào nguyên vật liệu chính và đầu ra tiêu thụ được đảm bảo bởi Sabeco, tuy nhiên điều này cũng dẫn đến những rủi ro trong dài hạn do doanh nghiệp không có tính độc lập tương đối trong hoạt động sản xuất kinh doanh.
- Rủi ro trong ngắn và trung hạn là lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt lên mức 65% vào 2018 và cắt giảm thuế nhập khẩu theo cam kết trong các Hiệp định FTA, đặc biệt là TPP.

Số liệu tổng hợp dự phóng giai đoạn 2013-2018F

Chỉ tiêu	Đvt	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F
SG Lager 450	tỷ	30,5	38,3	26,1	0,0	0,0	0,0
SG Lager 355	tỷ	0,0	6,7	28,4	0,0	0,0	0,0
SG Export 355	tỷ	522,1	521,3	723,9	601,7	625,8	650,8
Bia lon 333	tỷ	0,0	659,2	868,7	939,2	1.035,4	1.141,4
Bia hơi	tỷ	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tổng doanh thu	tỷ	552,7	1.225,7	1.647,1	1.541,0	1.661,3	1.792,3
Doanh thu thuần	tỷ	323,8	764,2	1.008,7	945,7	990,5	1.041,2
LN gộp	tỷ	67,3	123,5	163,1	164,0	178,8	197,6
LN sau thuế	tỷ	58,6	81,7	97,9	112,7	132,1	152,1
EPS	đồng/cp	4.040	5.632	6.751	7.776	9.112	10.486
DPS	đồng/cp	2.300	2.816	3.375	3.888	4.556	5.243
Tăng trưởng DT thuần	%	0,1%	136,0%	32,0%	-6,3%	4,7%	5,1%
Tăng trưởng LN gộp	%	-10,1%	83,3%	32,1%	0,6%	9,0%	10,5%
Tăng trưởng LNST	%	-30,4%	39,4%	19,9%	15,2%	17,2%	15,1%
Tỷ suất LN gộp	%	20,8%	16,2%	16,2%	17,3%	18,0%	19,0%
Tỷ suất LNST	%	10,6%	6,7%	5,9%	7,3%	8,0%	8,5%
ROE	%	16,3%	20,8%	22,4%	23,0%	23,9%	24,4%
ROA	%	8,4%	7,5%	7,5%	8,7%	10,3%	11,9%
P/E	lần	9,9	7,10	5,9	5,1	4,4	3,8
P/B	lần	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9

Nguồn: WSB; FPTSE-F

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Kết quả định giá theo phương pháp FCFF

Giá định mô hình	Giá trị	Tổng hợp định giá	Đơn vị	Giá trị	
WACC 2014	11,8%	Thời gian dự phóng	năm	5	
CP sử dụng nợ 2014	7,6%	Tổng hiện giá dòng tiền	tỷ	1.174	
CP sử dụng vốn 2014	17,8%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	tỷ	99,3	
Lãi suất phi rủi ro*	7,0%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	tỷ	522	
Phần bù rủi ro	5,0%	Giá trị vốn cổ phần	tỷ	751	
Hệ số Beta 2014	1,31	Lợi ích cổ đông thiểu số	tỷ	-	
Tăng trưởng bình quân 2014-2018	26,3%	Đầu tư tài chính	tỷ	-	
Tăng trưởng dài hạn	3,6%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	tỷ	751	
Thuế suất dài hạn	20%	Số cổ phiếu lưu hành	triệu	14,5	
			Giá kỳ vọng 12 tháng	đồng/cp	54.544

*Lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm

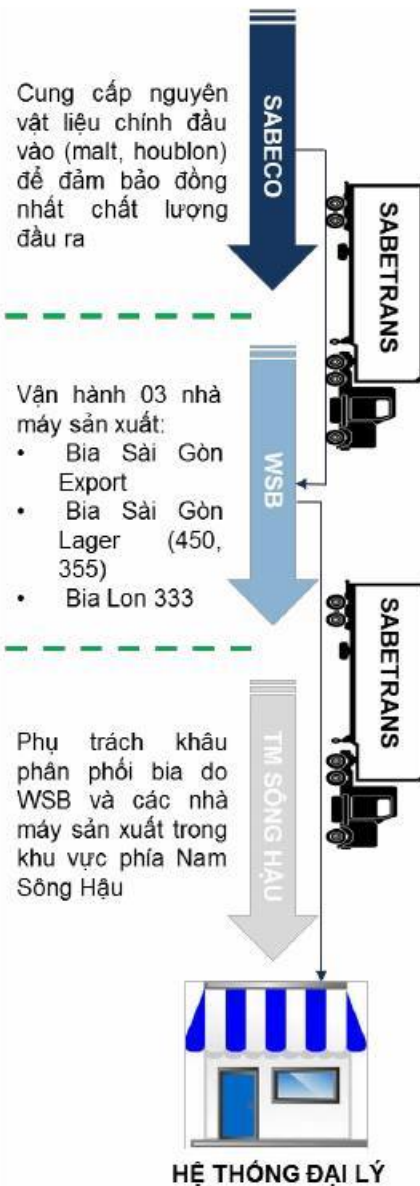
Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần (sau thuế tiêu thụ đặc biệt) của WSB trong giai đoạn 2013-2018F đạt mức bình quân 26,3%/năm, tăng trưởng dài hạn đạt 3,6%/năm. Theo kết quả định giá FCFF, giá mục tiêu năm 2015 của WSB là **54.500 đồng/cp**, cao hơn giá thị trường hiện tại **36,3%**. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** cổ phiếu WSB cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

Định giá theo phương pháp so sánh

Tên doanh nghiệp	Mã chứng khoán	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 2013 (tỷ đồng)	ROE	12-T P/E	12-T P/B
CTCP Bia Sài Gòn Miền Tây	WSB VN	558,25	323,81	16,3%	7,4	1,50
CTCP Bia Thanh Hóa	THB VN	337,02	402,36	15,2%	8,15	1,43
CTCP Bia Hà Nội - Hải Dương	HAD VN	180,00	202,76	22,7%	7,07	1,13
CTCP Bia Sài Gòn Miền Trung	SMB VN	516,35	745,48	11,8%	8,72	1,38
Trung bình					8,0	1,3
Phương pháp P/E		7,6	7,8	8,0	8,2	8,4
EPS 2015 (đồng/cp)	6.751	51.167	52.518	53.868	55.218	56.568

Xét các công ty cùng ngành đang niêm yết tại Việt Nam có tính chất hoạt động tương đồng; quy mô vốn hóa, doanh thu cũng như hiệu quả kinh doanh không có sự khác biệt lớn, P/E bình quân đạt 8,0 lần. Theo đó, với EPS (2015) ước đạt 6.751 đồng/cp thì giá mục tiêu cuối năm 2015 theo phương pháp so sánh P/E là **53.800 đồng/cp**. Theo kết quả định giá tham khảo này, chúng tôi cho rằng thị trường vẫn chưa phản ánh đầy đủ và hợp lý giá trị cổ phiếu WSB, trong tương quan với các doanh nghiệp cùng ngành.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH



Vị thế doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Bia Sài Gòn – Miền Tây (WSB) là công ty con của Tổng Công ty Cổ phần Bia – Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco). Là một đơn vị thành viên do Sabeco nắm cổ phần chi phối 51%, WSB hiện đang vận hành 03 nhà máy sản xuất các loại bia mang thương hiệu bia Sài Gòn.

WSB là một mắt xích nằm giữa trong chuỗi giá trị của Sabeco, chỉ đảm nhiệm duy nhất khâu sản xuất. Trong khi đó, những nguyên vật liệu chính đầu vào sẽ được cung cấp trực tiếp từ công ty mẹ, và sản phẩm đầu ra được phân phối bởi một công ty thành viên khác, cụ thể ở đây là CTCP Thương Mại Sabeco Sông Hậu. Đơn vị chịu trách nhiệm vận chuyển vật tư phục vụ sản xuất đến WSB và bia thành phẩm từ WSB đến các đại lý là CTCP Vận tải và Giao nhận Sài Gòn (Sabetrans).

Vị trí địa lý

Tại khu vực phía Nam Sông Hậu, ngoài các nhà máy bia của WSB còn có các nhà máy sản xuất bia khác sản xuất bia mang thương hiệu bia Sài Gòn, như CTCP Bia Sài Gòn Tây Đô, CTCP Bia Sài Gòn Bạc Liêu và CTCP Bia Sài Gòn – Kiên Giang. Các công ty này đều là công ty liên kết của Sabeco. Ngoài ra, tại khu vực này không có nhà máy của các thương hiệu bia nào khác.

Theo chúng tôi được biết, sản lượng sản xuất từ các công ty này chủ yếu được tiêu thụ tại khu vực phía Nam Sông Hậu, cho nên dẫn đến sự cạnh tranh nội bộ về đầu ra sản phẩm. Trên thực tế, công ty mẹ Sabeco và CTCP Thương mại Sabeco Sông Hậu đóng vai trò điều phối rất lớn, ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của WSB nói riêng và các công ty thành viên sản xuất bia Sài Gòn trong khu vực nói chung. CTCP Thương mại Sabeco Sông Hậu hiện có 5 chi nhánh tại Sóc Trăng, Bạc Liêu, Cà Mau, Kiên Giang, An Giang, trên 80 nhà phân phối và 8 hội quán Bia Sài Gòn.

Các nhà máy sản xuất bia Sài Gòn trong khu vực



- Nhà máy bia Sài Gòn-Miền Tây
- Nhà máy bia Sài Gòn-Tây Đô
- Nhà máy bia Sài Gòn-Bạc Liêu
- Nhà máy bia Sài Gòn-Kiên Giang

Nguồn: FPTs tổng hợp

Nguyên vật liệu đầu vào

- Nguyên liệu tạo nên bia thành phẩm: malt, houblon, nước, gạo, men

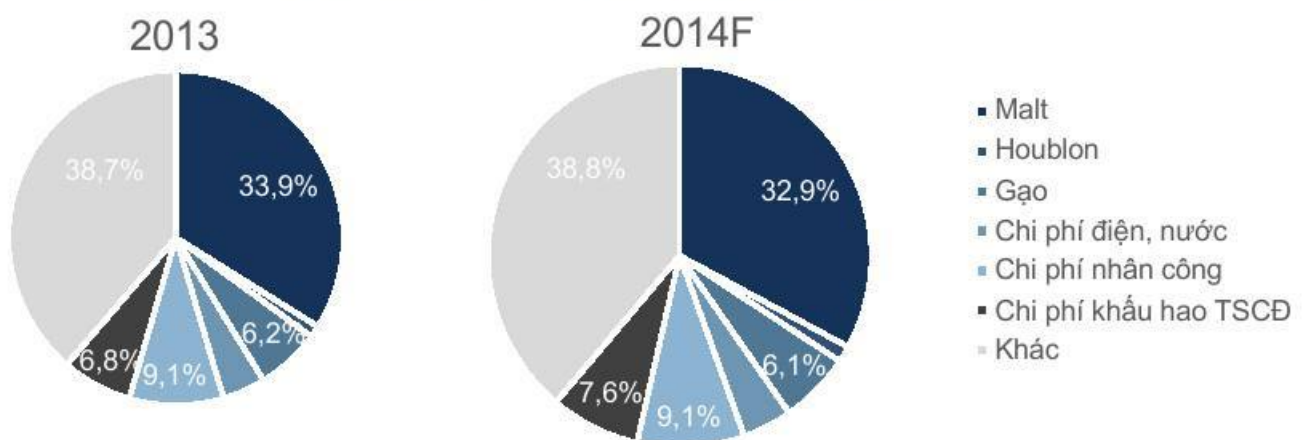
Hiện tại, hoạt động nhập khẩu, thu mua nguyên vật liệu chính (malt, houblon) do Công ty mẹ Sabeco đảm nhiệm toàn bộ từ việc lên kế hoạch, tìm nguồn hàng, soạn thảo kí kết hợp đồng cũng như phân phối về các công ty con và công ty thành viên theo đơn đặt hàng của từng công ty. Theo chúng tôi được biết, Sabeco chỉ đóng vai trò trung gian chứ không hưởng chênh lệch từ hoạt động này.

Đối với thành phần nước, WSB hiện sử dụng công nghệ xử lý bằng RO, theo yêu cầu của Sabeco cho tất cả các nhà máy sản xuất thành viên. Một số nguyên liệu phụ như gạo được WSB thu mua theo mùa vụ để được hưởng lợi về giá.

Có thể thấy được rằng, việc quản lý tập trung những nguyên liệu chính đầu vào của Sabeco giúp đảm bảo đồng nhất chất lượng đầu ra của các sản phẩm bia mang thương hiệu của Sabeco sản xuất tại các nhà máy khác nhau.

- Nguyên vật liệu đóng gói sản phẩm: Vỏ lon, nắp lon, hộp giấy, chai thủy tinh, nhãn chai, nắp chai, kết nhựa. Vì đây là những vật tư liên quan đến quản lý thương hiệu, do đó WSB mua trực tiếp từ Tổng Công ty.

Cơ cấu các loại chi phí trong giá vốn hàng bán



Nguồn: WSB, FPT-S-F, Bloomberg

Năng lực sản xuất và kế hoạch mở rộng

Hiện WSB đang vận hành 03 NM với tổng công suất thiết kế đạt 100 triệu lít/năm, trong đó:

- NM Cần Thơ đang được nâng cấp để đến đầu năm 2015 có thể tăng gấp đôi công suất sản xuất lên 50 triệu lít/năm. Tổng mức đầu tư dự án là 371 tỷ đồng. NM hiện vẫn được ưu đãi thuế suất với mức thuế 7,5% cho năm 2014 và 15% cho 2015, 2016.
- NM Sóc Trăng 2 mới được đưa vào hoạt động từ đầu 2014 với tổng mức đầu tư 460 tỷ là yếu tố chính giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ của doanh nghiệp trong năm nay. Doanh nghiệp cho biết, trên lý thuyết, sản lượng của NM này có thể được mở rộng từ mức 50 triệu

lít/năm hiện tại lên đến 70 triệu lít/năm. NM Sóc Trăng 2 được hưởng thuế suất ưu đãi 10%/năm cho giai đoạn 2014-2028, trong đó 04 năm đầu được miễn thuế và 09 năm tiếp theo được giảm 50% thuế.

- NM Sóc Trăng 1 có công suất bia chai đạt 25 triệu lít/năm, hiện chịu mức thuế suất ưu đãi là 20% cho 2015 và 2016. Doanh nghiệp cho biết, đến cuối 2015 sẽ ngừng hoạt động nhà máy này.

Như vậy, chúng tôi ước tính về dài hạn, tổng công suất thiết kế của WSB sẽ duy trì từ mức 100 triệu lít/năm trở lên, tập trung ở 02 nhà máy.

Công suất thiết kế hiện tại các nhà máy bia tại khu vực phía nam sông Hậu

Doanh nghiệp	Sản phẩm	CS hiện tại (triệu lít)	CS dự kiến (triệu lít)
Sài Gòn - Miền Tây		100	100
- Cần Thơ	Sài Gòn Export	25	50
- Sóc Trăng 1	Sài Gòn Lager (355, 450)	25	0
- Sóc Trăng 2	Bia lon 333	50	50
Sài Gòn - Tây Đô	Bia lon 333	70	70
Sài Gòn – Bạc Liêu	Sài Gòn Export	50	50
Sài Gòn – Kiên Giang*	N/A	0	50

*: dự kiến đi vào hoạt động từ 2015

Nguồn: FPTSS tổng hợp

Các loại bia sản xuất tại CTCP Bia Sài Gòn Miền Tây



Sài Gòn Export 355



Sài Gòn Lager 450



Sài Gòn Lager 355



Bia lon Sài Gòn 333

Nguồn: WSB

Bia Sài Gòn – thương hiệu mạnh và lâu đời

Qua 139 năm hình thành và phát triển, thương hiệu bia Sài Gòn được định vị vững vàng tại phân khúc phổ thông và chiếm thị phần chủ yếu tại thị trường bia Việt Nam xét về sản lượng (34%), cách biệt so các đối thủ cạnh tranh trực tiếp khác như VBL (29,7%) hay Habeco (19%) (theo BMI, 3Q2014).

Đặc tính của phân khúc bia phổ thông là dễ uống và vừa túi tiền, cùng với tính địa phương, khu vực rất rõ nét. Nếu như thị trường phía Bắc chuộng bia Hà Nội, miền Trung thích các dòng bia Huda, Larue hay Dung Quất thì ở phía Nam, bia Sài Gòn là thương hiệu dẫn đầu và có thể mạnh tuyệt đối nhờ truyền thống lâu đời, kênh phân phối mạnh, định vị sản phẩm hợp lý và chất lượng tương đối ổn định. Nên biết, dưới góc độ người tiêu dùng thì dễ thay đổi thói quen tiêu thụ một loại bia không phải là chuyện đơn giản.

Tại thị trường phía nam sông Hậu này, WSB nói riêng và các nhà máy thành viên của Sabeco nói chung có lợi thế hơn so với các hãng bia khác nhờ vào sức mạnh thương hiệu của bia Sài Gòn đã ăn sâu vào thói quen tiêu thụ của người tiêu dùng, cộng với việc trong khu vực không có sự xuất hiện của các nhà máy sản xuất bia nào khác. Chúng tôi được biết rằng, thời gian vận chuyển từ nhà máy đến tay người tiêu dùng càng ngắn thì bia càng đảm bảo được chất lượng và hương vị.

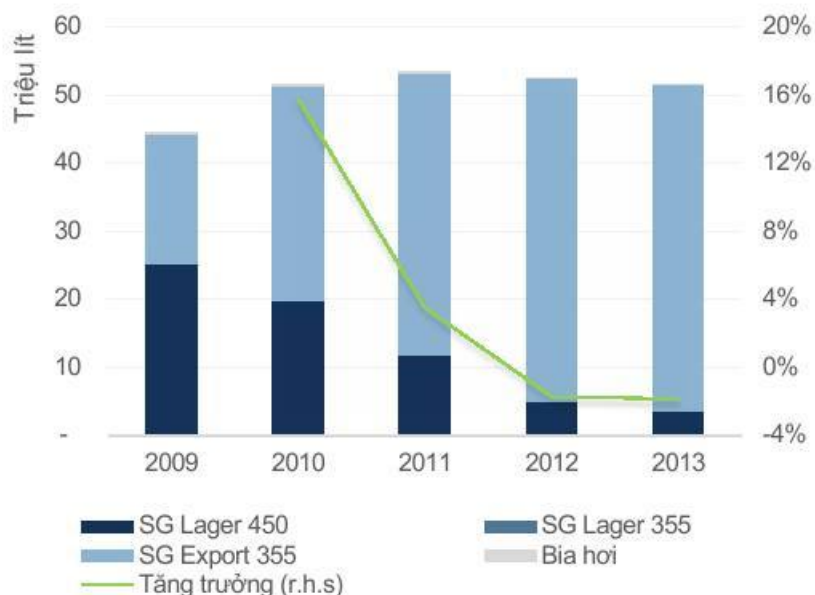
Xét đến cạnh tranh trong nội bộ, WSB thể hiện sự vượt trội ở tổng công suất sản xuất lớn nhất cũng như danh mục sản phẩm đa dạng nhất, bao gồm cả bia chai (450ml, 355ml) và bia lon. Điều này giúp linh động trong sản xuất để đáp ứng kịp thời thị hiếu của người tiêu dùng.

Sản lượng tiêu thụ qua các năm – sự chuyển dịch nhu cầu về phía những sản phẩm cao cấp hơn

Chênh lệch giá bán* và giá thành sản xuất các loại bia của WSB, 2014F



Sản lượng tiêu thụ các loại bia của WSB, 2009-2013

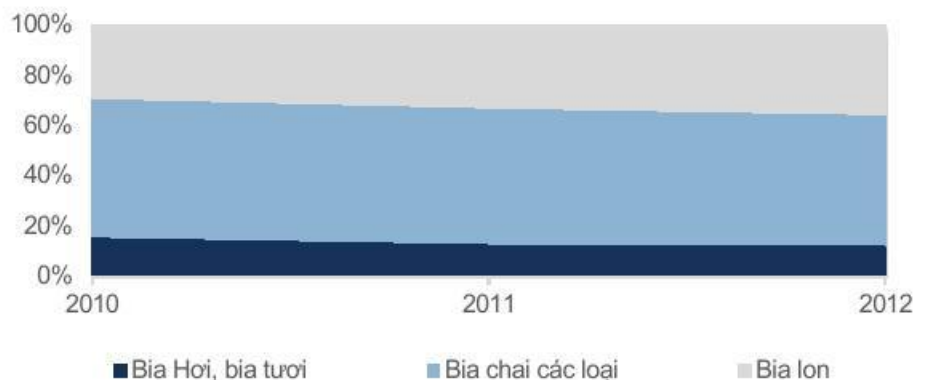


*Giá bán đã bao gồm thuế TTĐB

Nguồn: WSB

- Trong giai đoạn 2009-2013, tuy tổng sản lượng tiêu thụ không có sự thay đổi quá lớn (+15,6%), chúng tôi nhận thấy sự dịch chuyển đáng kể cơ cấu tiêu thụ từ bia SG Lager 450 sang bia SG Export 355. Bia SG Export 355 có dung tích ít hơn nên không gây cảm giác ngán, đây là dung tích phổ biến trên thị trường hiện tại. Ngoài ra, sản phẩm này còn có biên lợi nhuận lớn hơn do được định vị cao hơn so với bia SG Lager 450.
- Bia SG Lager 355 bắt đầu được đưa vào sản xuất một cách khá hạn chế vào năm 2013 với 2 ngàn lít và ước đạt khoảng 720 ngàn lít trong năm 2014. Việc bổ sung thêm chai dung tích 355ml cho dòng bia Lager là để phù hợp thị hiếu, tuy nhiên chúng tôi cho rằng tỷ trọng của sản phẩm này sẽ không đáng kể do nhu cầu tiêu thụ ngày càng dịch chuyển về những sản phẩm cao cấp hơn.
- Bia lon 333 bắt đầu được sản xuất đại trà năm 2014 khi NM Sóc Trăng 2 chính thức đi vào hoạt động. Ước tính trong năm 2014 sản lượng tiêu thụ bia 333 vào khoảng 34,8 triệu lít trên tổng công suất 50 triệu lít, và doanh nghiệp cho biết nhà máy này còn có thể gia tăng sản lượng lên đến mức 70 triệu lít trên lý thuyết. Chúng tôi cho rằng việc đẩy mạnh sản xuất bia lon 333 là hợp lý, bởi 02 lý do: (i) lợi nhuận cao hơn so với bia chai, (ii) theo như quan sát trên phạm vi cả nước, xu hướng tiêu thụ bia lon đang ngày càng tăng lên và chiếm dần thị phần của bia chai và bia hơi, bia tươi các loại.

Thị phần tiêu thụ các loại bia trên cả nước, 2010-2012



Nguồn: VBA

Những đặc tính của thị trường tiêu thụ

i. Thị trường tiêu thụ rộng lớn

Thị trường phía Nam sông Hậu bao gồm các tỉnh, thành phố: An Giang, Kiên Giang, Cần Thơ, Hậu Giang, Sóc Trăng, Bạc Liêu và Cà Mau. Tổng dân số tính đến 2013 là 9,3 triệu người, chiếm 10,4% tổng dân số cả nước (theo GSO). Tỷ lệ dân số nam, dân số ở thành thị và dân số trong độ tuổi lao động của khu vực xấp xỉ cả nước trong khi mật độ dân số ở mức tương đối cao (388 người/km² so với 271 người/km² của cả nước). Những thống kê về nhân khẩu học cho thấy đây là một thị trường rộng lớn cho các loại thức uống có cồn như rượu, bia.

ii. Thời tiết thuận lợi

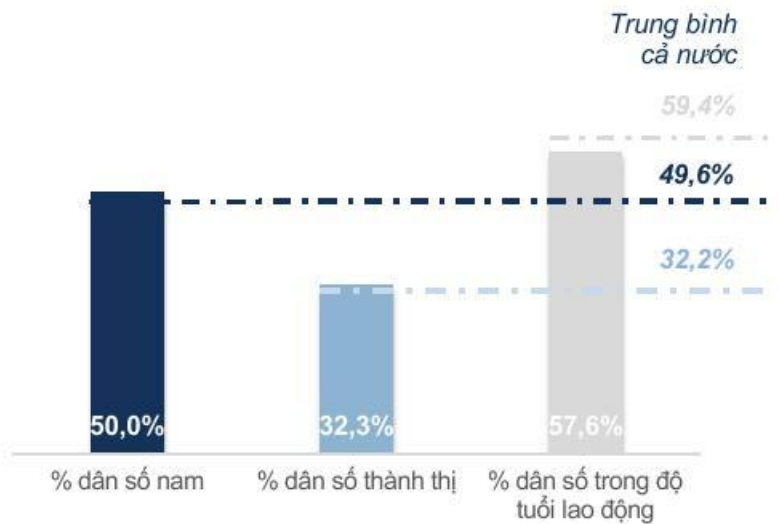
Khu vực này có khí hậu nhiệt đới ẩm và tính chất cận xích đạo rõ rệt (nắng nóng, mưa nhiều). Nhiệt độ trung bình hằng năm dao động từ 25-29°C, chênh lệch nhiệt độ giữa ngày và đêm, giữa các tháng trong năm thấp. Ngoài ra, khu vực này ít có bão và nhiễu loạn thời tiết. Những đặc tính thời tiết tại khu vực rất thuận lợi cho việc tiêu thụ bia.

Khu vực này có hai mùa rõ rệt, mùa mưa tập trung từ tháng 5 - 10, lượng mưa chiếm tới 99% tổng lượng mưa của cả năm. Mùa khô từ tháng 12 đến tháng 4 năm sau, hầu như không có mưa. Điều này có ảnh hưởng ít nhiều đến tính thời vụ trong tiêu thụ bia giữa các tháng trong năm, tuy nhiên chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của yếu tố này không lớn.

Mật độ dân số cả nước



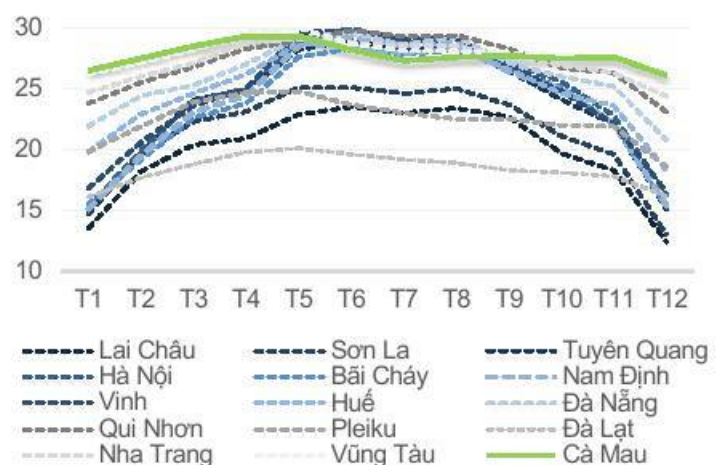
Tỷ lệ dân số nam, dân số đô thị, và dân số trong độ tuổi lao động tại khu vực Nam Sông Hậu, 2013



Biến động lượng mưa (mm) và nhiệt độ (°C) các tháng trong năm 2013 tại trạm quan trắc Cà Mau



Nhiệt độ trung bình (°C) các tháng năm 2013 tại trạm quan trắc Cà Mau thuộc loại cao nhất và ít biến động nhất trong số 15 trạm quan trắc khắp cả nước



Nguồn: GSO

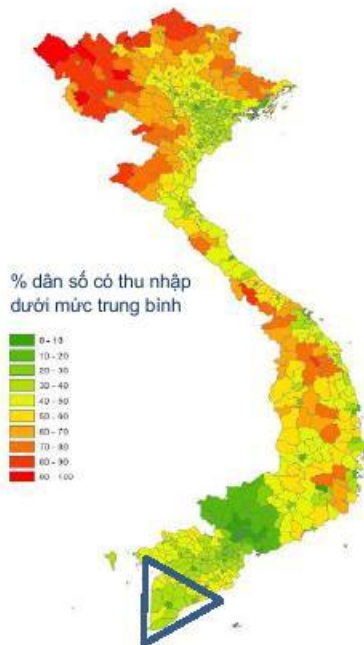
iii. Thu nhập bình quân thấp hơn cả nước – phù hợp với phân khúc bia phổ thông, thị trường tiềm năng của bia cao cấp

Một cách sơ bộ, nếu lấy mức tiêu thụ bia bình quân đầu người cả nước trong năm 2013 là 34 lít/người/năm (*theo Canadean*) thì tổng nhu cầu tiêu thụ tại khu vực có thể lên đến hơn 316 triệu lít bia/năm. Đó là chưa tính đến việc văn hóa tiêu thụ bia ở khu vực này khá rõ nét so với mặt bằng chung cả nước.

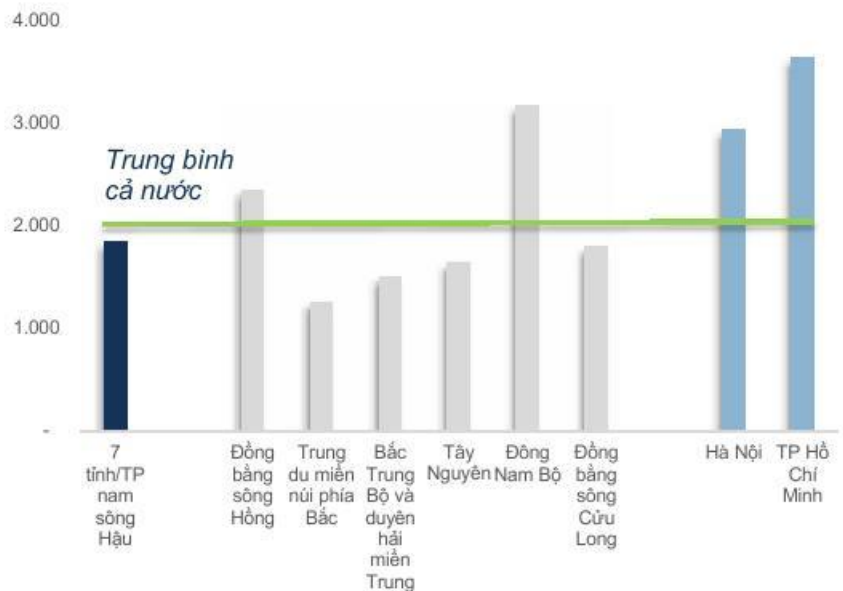
Trong khi đó, tổng công suất hiện tại mà các nhà máy bia Sài Gòn trong khu vực có thể cung cấp là khoảng 220 triệu lít/năm. Như vậy, chúng tôi cho rằng dư địa cho bia Sài Gòn là vẫn còn nhiều, nếu chưa tính đến sự tăng trưởng của các hãng bia thuộc phân khúc cao cấp khi thu nhập người dân có xu hướng tăng lên qua thời gian. Nhắc lại, những dòng bia phổ thông khác không phải là đối thủ của bia Sài Gòn tại khu vực này bởi đặc tính địa phương trong tiêu thụ bia.

Tính đến năm 2012, mức thu nhập bình quân đầu người tại 07 tỉnh/thành nam Sông Hậu đạt khoảng 22,1 triệu VND/năm, thấp hơn không đáng kể so với mức bình quân của cả nước là 24 triệu VND/năm (*theo GSO*). Qua biểu đồ phân phối thu nhập bên dưới, chúng tôi nhận thấy khu vực nam sông Hậu nói riêng và khu vực đồng bằng sông Cửu Long nói chung là thị trường đầy tiềm năng cho các hãng bia cao cấp, bên cạnh hai thị trường trọng điểm là đồng bằng Sông Hồng và Đông Nam Bộ.

% dân số có thu nhập dưới mức trung bình, 2013



Thu nhập bình quân trên đầu người (triệu VND/tháng) năm 2012 tại một số khu vực



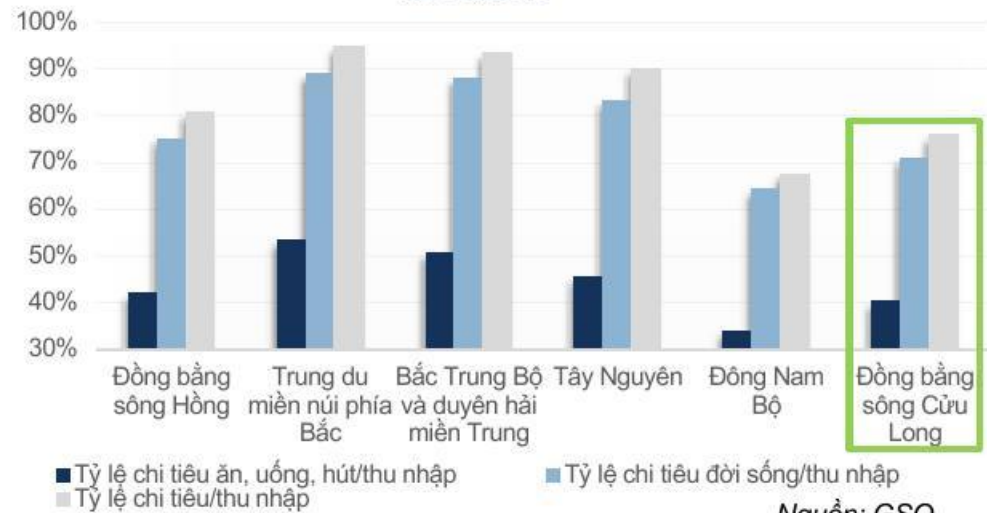
Nguồn: FPT, GSO

iv. Tỷ lệ chi tiêu ăn, uống hút khu vực Đồng bằng sông Cửu Long thấp hơn so với cả nước

Chúng tôi nhận thấy nhân khẩu tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long có các mức chi tiêu trên thu nhập thấp hơn hẳn so với các khu vực khác trong cả nước, ngoại trừ khu vực Đông Nam Bộ. Đặc biệt, chi tiêu cho các hoạt động ăn, uống, hút chỉ đạt khoảng 40,1% trên tổng thu nhập hàng tháng,

thấp hơn tương đối so với con số 42,1% trung bình cả nước. Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường này còn dư địa lớn cho tăng trưởng tiêu thụ các loại thực phẩm, đồ uống.

Tỷ lệ các loại chi tiêu trên thu nhập hàng tháng các khu vực trên cả nước, 2012



PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG, 2014F-2018F

Sản lượng tiêu thụ gia tăng do nâng công suất nhà máy...

Trong giai đoạn 2009-2013, sản lượng tiêu thụ khá ổn định trong khoảng từ 45-53 triệu lít/năm. Tuy nhiên việc xây thêm nhà máy mới và nâng cấp nhà máy cũ từ 2014 có thể giúp doanh nghiệp đạt mức sản lượng thực tế khoảng 106 triệu lít/năm đến năm 2018, tăng 107% so với cuối năm 2013.

Hiện cả 2 NM Cần Thơ và Sóc Trăng 1 đều chủ yếu sản xuất bia chai SG Export 355 trong khi dòng SG Lager (450, 355) có sản lượng không đáng kể. Đầu năm 2015, NM Cần Thơ sẽ được nâng cấp từ 25 triệu lít lên 50 triệu lít khiến công suất dành cho bia chai trong năm này sẽ tăng lên đến 75 triệu lít. Tuy nhiên, do WSB có kế hoạch đóng cửa NM Sóc Trăng 1 nên về dài hạn, công suất thiết kế bia chai tối đa sẽ đạt 50 triệu lít/năm, chủ yếu là bia SG Export 355 và sẽ được tập trung sản xuất tại NM Cần Thơ.

Bia lon 333 được sản xuất tại NM Sóc Trăng 2, sức tiêu thụ năm 2014 đạt 34,8 triệu lít trên tổng công suất 50 triệu lít. WSB còn cho biết nhà máy này hoàn toàn có khả năng vận hành ở mức sản lượng 70 triệu lít.

...và giá bán bình quân tăng

Giá bán bình quân trong năm 2014 và 2015 ước đạt lần lượt là 13.956 đồng/lít và 14.197 đồng/lít so với mức 10.000-11.000 đồng/lít của 3 năm trước đó, do cơ cấu chuyển dịch từ bia chai sang bia lon 333, vốn có giá bán cao hơn. Về dài hạn, chúng tôi ước tính giá bán sẽ tiếp tục gia tăng để phù hợp với lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt đối với mặt hàng bia sắp tới.

Chúng tôi nhận thấy thuế tiêu thụ đặc biệt là rủi ro trong ngắn và trung hạn đối với WSB nói riêng và các doanh nghiệp ngành bia nói chung. Lộ trình dự kiến tăng thuế suất thuế tiêu thụ đặc biệt đối với mặt hàng bia như sau: từ ngày 1/7/2015 tăng từ 50% lên 55%; từ ngày 1/1/2017 tăng lên 60%; và từ ngày 1/1/2018 tăng lên 65%. Việc tăng mạnh mức thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ tác động trực tiếp lên giá bán đến người tiêu dùng, dẫn đến sức mua có thể giảm sút trong giai đoạn sắp tới.

...dẫn đến tăng trưởng tổng doanh thu

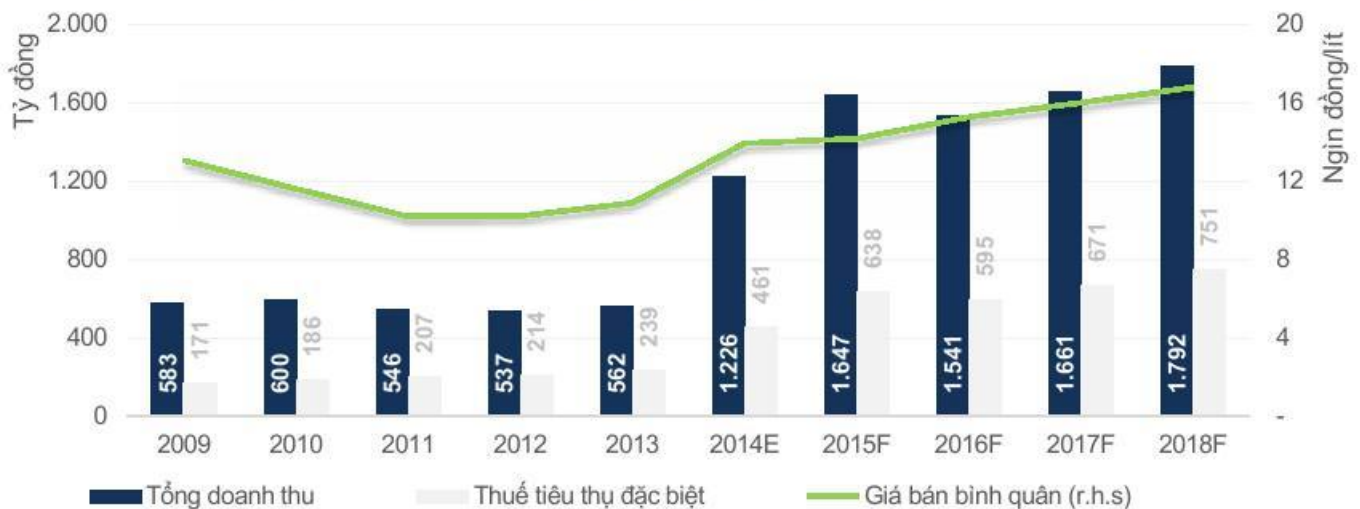
Tổng doanh thu được kỳ vọng tăng trưởng bình quân 26,1%/năm trong giai đoạn 2013-2018F. Lưu ý rằng, chúng tôi chỉ dự phóng thận trọng doanh thu tiêu thụ của WSB dựa trên những dòng sản phẩm hiện tại (Export, Lager, 333). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng WSB sẽ thay đổi hay bổ sung thêm những sản phẩm bia Sài Gòn cao cấp hơn (bia lon Saigon Special, Sagon Lager, Saigon Gold) trong tương lai khi thu nhập của người dân trong khu vực cải thiện, thị hiếu thay đổi và nhu cầu đối với dòng cao cấp tăng lên.

Về dài hạn từ 2019 trở đi, chúng tôi dự phóng doanh số của WSB đạt tốc độ tăng trưởng 3,63%/năm, dựa trên quy hoạch phát triển ngành bia của Bộ Công Thương cho vùng đồng bằng Sông Cửu Long đến năm 2025.

Dự phóng tổng sản lượng và tăng trưởng, 2013-2018F

Năm	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F
Sản lượng tiêu thụ (ngàn lit)	51.492	87.820	116.020	100.690	103.552	106.586
% tăng trưởng	-1,8%	70,6%	32,1%	-13,2%	2,8%	2,9%
- SG Lager 450	3.620	4.500	3.000	-	-	-
- SG Lager 355	2	720	3.000	-	-	-
- SG Export 355	47.850	47.750	65.000	52.970	52.970	52.970
- Bia lon 333	-	34.830	45.000	47.700	50.562	53.596
- Bia hơi	20	20	20	20	20	20

Tổng doanh thu, thuế tiêu thụ đặc biệt và giá bán bình quân, 2009-2018F

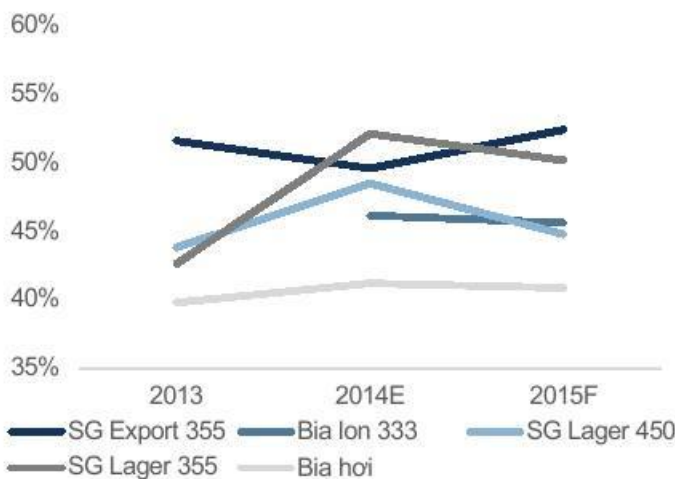


Nguồn: WSB, FPTS-E,F

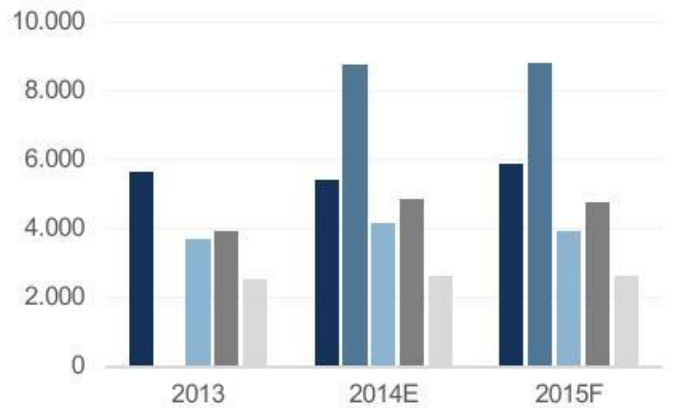
Lợi nhuận gộp biên sẽ điều chỉnh giảm

Mặc dù biên lãi gộp của doanh nghiệp được duy trì ở mức từ 21-23% liên tục trong các năm liền trước, chúng tôi dự báo chỉ số này sẽ điều chỉnh giảm và dao động trong khoảng 16-19% cho giai đoạn dự phóng 2014F-2018F. Nguyên nhân là do việc gia tăng tỷ trọng bia lon 333 trên tổng sản lượng trong các năm tới trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của bia lon 333 thấp hơn so với bia chai SG Export 355. Tuy nhiên, nếu xét số tuyệt đối thì sản xuất bia lon vẫn có lãi nhiều hơn so với bia chai.

Biên lãi gộp* các dòng sản phẩm



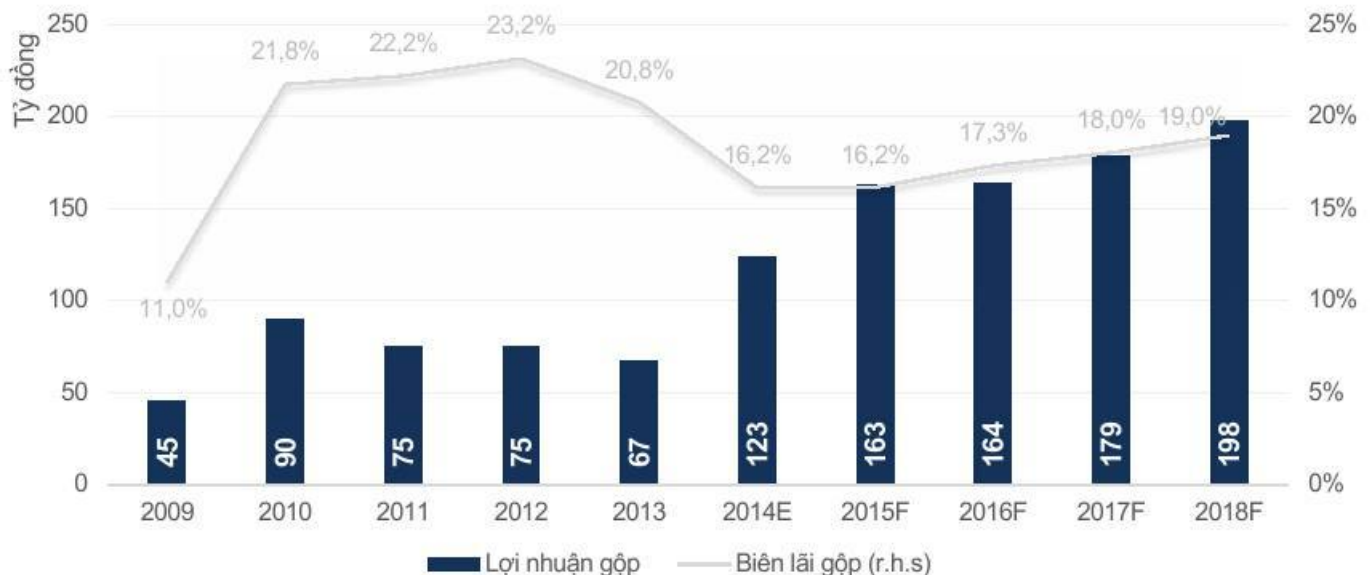
Chênh lệch giá bán*, giá thành các dòng sản phẩm



* Chưa trừ thuế TTĐB

Nguồn: WSB, FPTSE-E,F

Lợi nhuận gộp và biên lãi gộp sau thuế TTĐB, 2009-2018F



Nguồn: WSB, FPTSE-E,F

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp – phát sinh thêm chi phí thương hiệu kể từ 2013

Bắt đầu từ năm 2013, WSB phát sinh thêm một khoản chi phí thương hiệu khoảng 7 tỷ đồng hằng năm. Đây là quy định của công ty mẹ đến các công ty thành viên nhằm mục đích chia sẻ kinh phí cho các hoạt động liên quan

đến công tác thương hiệu cho bia Sài Gòn, theo Thông báo số 66/2013/TB-HĐQT ngày 27/03/2013 của Sabeco.

Ngoài ra, với kỳ vọng doanh nghiệp sẽ không có sự thay đổi quá lớn trong cách thức bán hàng cho một bên và bán hàng tại nhà máy như hiện tại, chúng tôi dự báo những khoản mục chi phí bán hàng khác sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng không đáng kể. Chi phí quản lý doanh nghiệp trong thời gian dự phóng cũng được kỳ vọng duy trì ở mức 3,1% trên doanh thu thuần, tương đương mức bình quân giai đoạn 2009-2013.

Chi phí tài chính - lãi vay lớn do đầu tư nhà máy, lãi suất thấp

Kể từ năm 2014 trở đi, lãi vay phát sinh từ các khoản vay đầu tư và nâng cấp nhà máy trở thành gánh nặng tài chính không nhỏ đối với doanh nghiệp. WSB cho biết, các khoản vay trung dài hạn phát sinh năm 2013 lãi suất từ 8% - 9%/năm, phát sinh 2014 lãi suất là 7%/năm trong khi vay ngắn hạn là 6%/năm. Chúng tôi cho rằng đây là một điểm thuận lợi cho doanh nghiệp bởi các mức lãi suất này khá thấp. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng cao vào sức tiêu thụ của thị trường sẽ đem lại hiệu quả hoạt động tốt cho các nhà máy, qua đó đảm bảo khả năng chi trả của WSB.

Doanh thu tài chính và lãi từ công ty liên kết

Khoản đầu tư liên doanh liên kết (20%) vào CTCP Bia Sài Gòn – Bạc Liêu, là doanh nghiệp sở hữu nhà máy bia SG Export có công suất 50 triệu lít/năm trong cùng khu vực. Giá gốc khoản đầu tư này chỉ là 7 tỷ đồng nhưng giá trị hiện tại đã lên đến xấp xỉ 37 tỷ đồng. Công ty này có lợi nhuận sau thuế 2013 đạt mức 49 tỷ, chi trả cổ tức 30%.

Đối với các khoản đầu tư tài chính khác trong danh mục (Bia Sài Gòn Tây Đô, Sabeco và DIC Vũng Tàu), chúng tôi kỳ vọng những công ty này sẽ tiếp tục duy trì mức chi trả cổ tức hàng năm từ 10-20% như trong quá khứ.

Một nguồn doanh thu tài chính khác từ lãi tiền gửi được dự phóng dựa trên số dư tiền và tương đương tiền hằng năm, cùng với mức lãi suất ước tính là 6%.

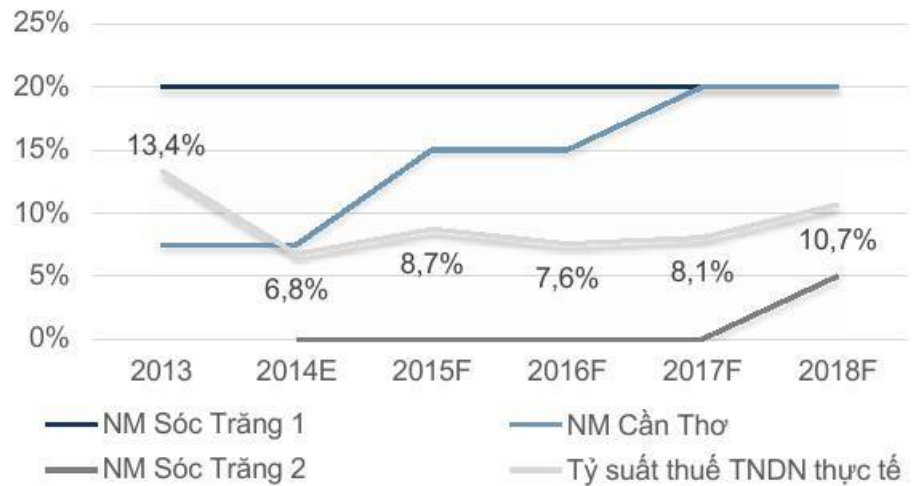
Dự phóng chi phí, doanh thu tài chính và lãi lỗ từ LDLK

Năm	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F
Vay dài hạn	263.194	487.500	409.639	331.779	253.918	176.057
+ Sài Gòn Sóc Trăng	263.194	228.500	193.806	159.112	124.418	89.724
<i>Lãi suất</i>	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
+ Sài Gòn Cần Thơ	-	259.000	215.833	172.667	129.500	86.333
<i>Lãi suất</i>		7%	7%	7%	7%	7%
Vay ngắn hạn	-	34.694	77.861	77.861	77.861	77.861
<i>Lãi suất</i>		6%	6%	6%	6%	6%
Tổng nợ vay	263.194	522.194	487.500	409.639	331.779	253.918
Chi phí lãi vay	13	25.147	39.239	33.268	27.297	21.327
Chi phí tài chính	-1.187	24.747	39.239	33.268	27.297	21.327
Doanh thu tài chính	6.721	7.352	8.352	13.858	15.571	18.135
Lãi/lỗ từ LDLK	9.819	10.310	10.825	11.366	11.935	12.532

Nguồn: WSB; FPTS-E,F

Thuế thu nhập doanh nghiệp – tiếp tục được hưởng lợi từ việc chuyển dịch sản xuất

Chúng tôi nhận thấy trong giai đoạn dự phóng, WSB được hưởng lợi lớn từ mức thuế suất thực tế rất thấp do: (i) chuyển dịch sản xuất bia chai từ NM Sóc Trăng 1 (gần như đã hết ưu đãi thuế) sang NM Cần Thơ (vẫn còn ưu đãi đến 2016); (ii) Gia tăng sản lượng sản xuất bia lon 333 tại NM Sóc Trăng 2 (ưu đãi thuế đến hết 2028).

Biểu thuế ưu đãi các nhà máy, 2013-2018F


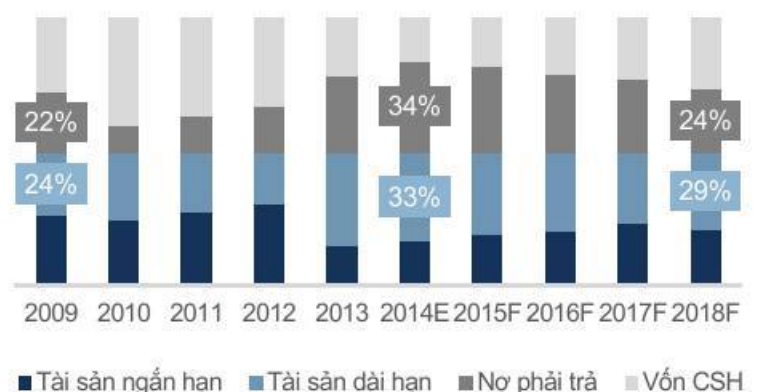
Nguồn: WSB; FPTSE-E,F

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn – nợ vay tăng mạnh trong ngắn hạn

Việc dùng nợ vay ngân hàng để đầu tư lớn vào nhà máy như đã đề cập ở trên trong các năm gần đây làm gia tăng đáng kể giá trị tài sản cố định của WSB, đồng thời cũng khiến tỷ lệ đòn bẩy tài chính tăng cao so với các công ty sản xuất bia khác trong ngành. Về dài hạn, gánh nặng tài chính được kỳ vọng sẽ giảm dần khi doanh nghiệp thu được dòng tiền ổn định từ các dự án này.

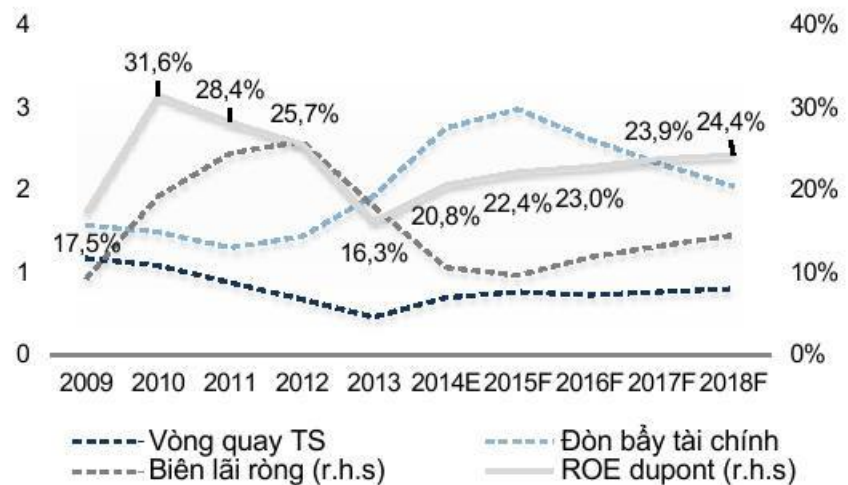
Tỷ lệ vốn đối ứng cho dự án NM Sóc Trăng 2 khoảng 47,8% trên tổng mức đầu tư 460 tỷ, vay 240 tỷ có kỳ hạn đến T10/2021. Trong khi đó, dự án nâng cấp NM Cần Thơ có tổng mức giải ngân là 267 tỷ, trong đó vay 137 tỷ có kỳ hạn đến T5/2020 và vốn tự có là 130 tỷ.

Tỷ lệ TSCĐ và nợ vay trên TTS các công ty SX bia, 9T2014

Cơ cấu tài sản, nguồn vốn của WSB, 2009-2018F


Nguồn: WSB; FPTSE-E,F; BCTC các công ty

ROE các công ty sản xuất bia, 2009-2013

ROE Dupont WSB, 2009-2018F


Nguồn: WSB; FPT-S-E,F; BCTC các công ty

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro tiêu thụ

Thu nhập ngày càng tăng khiến nhu cầu tiêu thụ bia dịch chuyển dần từ các phân khúc bình dân và phổ thông sang các phân khúc cao cấp và siêu cao cấp, vốn từ trước đến nay là sân chơi của các hãng bia ngoại. Tuy nhiên, như đã phân tích ở trên, WSB hoàn toàn có khả năng sản xuất các dòng bia cao cấp hơn hiện tại để phù hợp khi thị hiếu và thị trường thay đổi.

Việc phụ thuộc vào một nguồn cung nguyên liệu duy nhất là Sabeco và một khách hàng duy nhất là CTCP TM Sabeco Sông Hậu đưa đến những rủi ro ở cả hai phía cho WSB. Bất kỳ yếu tố rủi ro nào tác động đến Sabeco cũng có thể ảnh hưởng đến hoạt động của WSB.

Rủi ro cạnh tranh từ bia nhập khẩu

Biểu thuế nhập khẩu mặt hàng bia sản xuất từ malt (MS: 2203)

Mức thuế nhập khẩu	%
Thuế nhập khẩu ưu đãi	35
Thuế nhập khẩu ưu đãi đặc biệt	
• ASEAN (ATIGA)	5
• ASEAN - Trung Quốc (ACFTA)	10
• ASEAN - Nhật Bản (AJCEP)	65
• Việt Nam - Nhật Bản (VJEPA)	65
• ASEAN - Úc - Niu Di-Lân (AANZFTA)	80
• ASEAN - Ấn Độ (AIFTA)	65

Nguồn: FPT-S tổng hợp

Hiện bia nhập khẩu đang chịu 3 loại thuế khác nhau là: thuế nhập khẩu (từ 5-80% tùy loại hiệp định thương mại), thuế giá trị gia tăng (10%) và thuế tiêu thụ đặc biệt (50%). Lộ trình giảm thuế theo các Hiệp định thương mại FTA đối với ngành sẽ bắt buộc gỡ dần thuế quan nhập khẩu xuống dưới mức 45%. Đặc biệt, rủi ro sẽ còn tăng lên hơn nữa nếu TPP được thông qua. Theo đó, sẽ có sự gia tăng của bia nhập khẩu do giá nhập khẩu ngày càng rẻ trong tương quan với bia nội, và sự giảm sút đối với sản lượng bia nội là có thể thấy được.

Rủi ro đặc thù ngành

Việc lạm dụng bia, rượu và đồ uống có cồn gây tác hại đến sức khỏe cộng đồng, ngoài ra còn là một trong những căn nguyên của nhiều vấn đề xã hội khác như: mất trật tự an toàn xã hội, tội phạm và tai nạn giao thông. Do đó, những công ty trong ngành phải đối diện với những rủi ro lớn từ chính sách. Có thể điểm qua một số động thái từ phía nhà nước như:

- Quyết định số 244/QĐ-TTg ngày 12/2/2014 của Thủ tướng Chính phủ về chính sách quốc gia phòng chống tác hại của lạm dụng đồ uống có cồn đến năm 2020 (đang triển khai thực hiện).
- Dự thảo Nghị định về quản lý sản xuất, kinh doanh bia (Bộ Công Thương đang lấy ý kiến).
- Lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt với mặt hàng bia (Bộ Tài chính đang dự kiến).

Rủi ro hàng giả, hàng lậu

Sức tiêu thụ trong nước đối với các loại bia nhập khẩu lớn là nguyên nhân dẫn đến tình trạng bia nhập lậu thời gian qua. Theo Nghị định 89/2006/NĐ-CP ngày 30/9/2006 về nhãn hàng hoá, các sản phẩm bia ngoại nhập khẩu vào Việt Nam chỉ phải dán tem trên vỏ thùng bên ngoài, do đó rất khó phân biệt bia nhập khẩu chính ngạch và bia nhập lậu. Rủi ro này ảnh hưởng khá gián tiếp đến tiêu thụ của bia Sài Gòn.

Bên cạnh đó, tình trạng làm giả bia có thương hiệu nổi tiếng cũng diễn ra phức tạp. Tuy không có những thống kê cụ thể, nhưng điều này cũng gây nên những ảnh hưởng không nhỏ đến vấn đề thương hiệu của bia Sài Gòn.

PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HDKD	2013	2014F	2015F	2016F	CDKT	2013	2014F	2015F	2016F
Doanh thu thuần	323.805	764.225	1.008.736	945.669	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	256.467	640.765	845.636	781.667	+ Tiền và tương đương	82.621	99.275	191.045	219.596
Lợi nhuận gộp	67.338	123.461	163.100	164.002	+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
- Chi phí bán hàng	3.910	7.000	7.000	7.000	+ Các khoản phải thu	71.259	194.618	156.325	172.677
- Chi phí quản lý DN	14.852	23.941	31.601	29.626	+ Hàng tồn kho	84.467	140.078	156.261	117.662
Lợi nhuận thuần HDKD	48.576	92.519	124.498	127.377	+ Tài sản ngắn hạn khác	22.881	4.387	4.387	4.387
- (Lỗ)/lãi HDTC	7.921	7.752	8.352	13.858	Tổng tài sản ngắn hạn	261.228	438.359	508.018	514.322
- Lợi nhuận khác	12.316	13.143	13.481	14.149	+ Nguyên giá tài sản CDHH	236.273	706.591	973.591	973.591
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	67.619	112.728	146.508	155.257	+ Khấu hao lũy kế	-152.074	-199.180	-264.086	-328.992
- Chi phí lãi vay	13	25.147	39.239	33.268	+ Giá trị còn lại tài sản CDHH	84.199	507.411	709.505	644.599
Lợi nhuận trước thuế	67.606	87.581	107.270	121.989	+ Đầu tư tài chính dài hạn	52.369	58.675	65.496	72.858
- Thuế TNDN	9.028	5.922	9.386	9.242	+ Tài sản dài hạn khác	30.773	28.718	28.718	28.718
LNST	58.578	81.659	97.884	112.747	Tổng tài sản dài hạn	608.687	864.614	806.441	748.808
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Tổng Tài sản	869.915	1.302.973	1.314.458	1.263.131
LNST của cổ đông CT Mẹ	58.578	81.659	97.884	112.747	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đồng/cp)	4.040	5.632	6.751	7.776	+ Phải trả ngắn hạn	234.725	367.186	364.423	334.582
EBITDA	80.344	159.922	211.503	220.252	+ Vay và nợ ngắn hạn	0	34.694	77.861	77.861
Khấu hao	12.725	47.195	64.995	64.995	+ Quỹ khen thưởng	-682	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	0,1%	136,0%	32,0%	-6,3%	Nợ ngắn hạn	234.043	401.880	442.283	412.443
Tăng trưởng LN HDKD	-22,7%	90,5%	34,6%	2,3%	+ Vay và nợ dài hạn	263.194	487.500	409.639	331.779
Tăng trưởng EBIT	-28,3%	66,7%	30,0%	6,0%	+ Phải trả dài hạn	76	266	266	266
Tăng trưởng EPS	-30,4%	39,4%	19,9%	15,2%	Nợ dài hạn	263.270	487.766	409.905	332.045
Chỉ số khả năng sinh lợi	2013	2014F	2015F	2016F	Tổng nợ	497.313	889.646	852.189	744.487
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20,8%	16,2%	16,2%	17,3%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	18,1%	10,7%	9,7%	11,9%	+ Thặng dư	0	0	0	0
ROE DuPont	16,3%	20,8%	22,4%	23,0%	+ Vốn điều lệ	145.000	145.000	145.000	145.000
ROA DuPont	8,4%	7,5%	7,5%	8,7%	+ LN chưa phân phối	227.602	268.432	317.374	373.747
Tỷ suất EBIT	20,9%	14,8%	14,5%	16,4%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST / LNST	86,6%	93,2%	91,3%	92,4%	Vốn chủ sở hữu	372.602	413.432	462.374	518.747
LNST / EBIT	100,0%	77,7%	73,2%	78,6%	Tổng cộng nguồn vốn	869.915	1.302.973	1.314.458	1.263.131
Vòng quay tổng tài sản	0,47	0,70	0,77	0,73					
Đòn bẩy tài chính	1,94	2,76	2,99	2,63					
ROIC	9,2%	11,2%	11,9%	13,0%					
Chỉ số hiệu quả vận hành	2013	2014F	2015F	2016F	Lưu chuyển tiền tệ	2013	2014F	2015F	2016F
Số ngày phải thu	74,4	63,5	63,5	63,5	Tiền đầu năm	107.774	82.620	99.275	191.045
Số ngày tồn kho	96,8	64,0	64,0	64,0	Lợi nhuận trước thuế	67.605	87.581	107.270	121.989
Số ngày phải trả	89,6	89,6	89,6	89,6	+ Khấu hao	18.463	47.195	64.995	64.995
Thời gian luân chuyển tiền	81,6	37,9	37,9	37,9	+ Điều chỉnh	-17.662	25.147	39.239	33.268
COGS / Hàng tồn kho	3,8	5,7	5,7	5,7	+ Thay đổi vốn lưu động	101.294	-3.734	-67.972	-34.916
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2013	2014F	2015F	2016F	Tiền từ HDKD	169.700	156.188	143.531	185.336
CS thanh toán hiện hành	1,12	1,09	1,15	1,25	+ Thanh lý tài sản cố định	729	0	0	0
CS thanh toán nhanh	0,76	0,74	0,80	0,96	+ Chi mua sắm TSCĐ	-392.715	-298.871	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,35	0,25	0,43	0,53	+ Tăng (giảm) đầu tư	13.175	0	0	0
Nợ / Tài sản	30,3%	40,1%	37,1%	32,4%	+ Các hđ đầu tư khác	0	-4.251	-6.821	-7.362
Nợ / Vốn sử dụng	41,4%	55,8%	51,3%	44,1%	Tiền từ HĐĐT	-378.811	-303.122	-6.821	-7.362
Nợ / Vốn CSH	70,6%	126,3%	105,5%	79,0%	+ Cổ tức đã trả	-20.269	-40.830	-48.942	-56.374
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,0%	2,7%	5,9%	6,2%	+ Tăng (giảm) vốn	0	-103	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	30,3%	37,4%	31,2%	26,3%	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-27.400	34.694	43.167	0
Khả năng TT lãi vay	5.201,46	4,48	3,73	4,67	+ Thay đổi nợ dài hạn	231.626	224.306	-77.861	-77.861
Định giá	2013	2014F	2015F	2016F	+ Các hoạt động TC khác	0	190	0	0
P/E	9,9	7,1	5,9	5,1	Tiền từ HĐTC	183.957	218.257	-83.636	-134.234
P/B	1,6	1,4	1,3	1,1	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-25.154	71.324	53.074	43.739
EV / EBITDA	8,1	8,0	2,3	1,9	Tiền cuối năm	82.620	153.944	152.349	234.783
Giá trị sổ sách	25.897	28.505	31.881	35.769	<i>Dvt: Triệu đồng</i>				

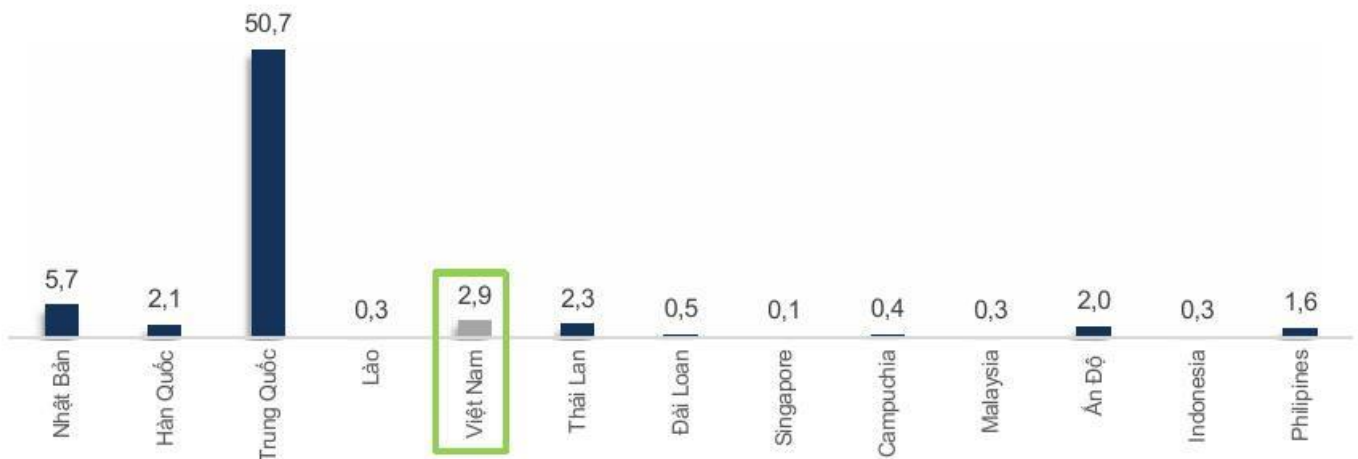
PHỤ LỤC 2: THỊ TRƯỜNG BIA NỘI ĐỊA

Quy mô thị trường lớn, tăng trưởng mạnh trong quá khứ

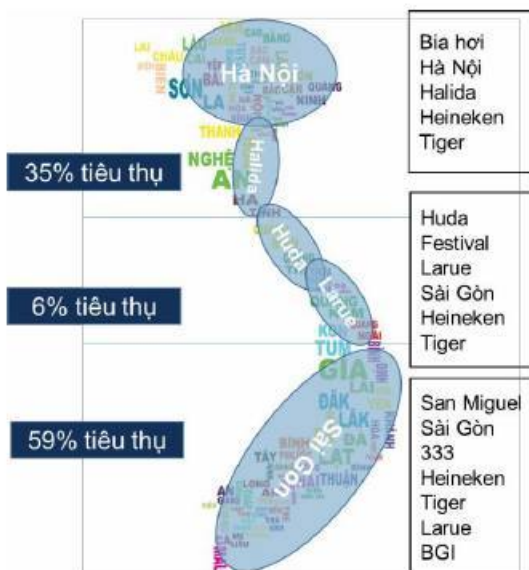
Quy mô thị trường bia nội địa năm 2013 khoảng 3,2 tỷ lít, lớn thứ ba ở khu vực Châu Á và thứ 12 trên toàn thế giới. Tính trong giai đoạn 2009-2013, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ nội địa lên đến xấp xỉ 10%/năm (theo Heineken). Với một thị trường đầy hấp dẫn như Việt Nam, hầu hết các hãng bia lớn nhất thế giới đều đã và đang gia tăng sự hiện diện của mình.

Sản lượng bia sản xuất tại Việt Nam năm 2013 cũng đã đạt xấp xỉ 3 tỷ lít, chỉ xếp sau Trung Quốc (50,7 tỷ lít) và Nhật Bản (5,7 tỷ lít) trong khu vực Châu Á và chiếm khoảng 1,5-1,6% tổng sản lượng toàn cầu (theo ME.A).

Sản lượng sản xuất bia (tỷ lít) tại các nước Châu Á, 2013



Thị trường tiêu thụ của các nhãn hiệu bia, 2013



Sản lượng tiêu thụ và sản xuất (tỷ lít), 2009-2013



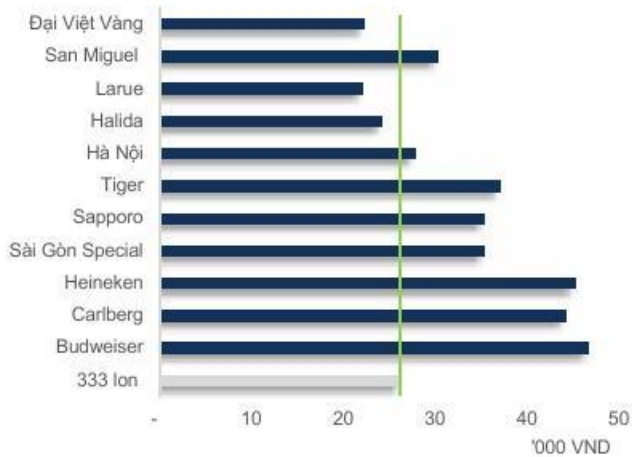
Nguồn: Barth-Haas Group, InfoQ Research 2013, MOIT, Heineken, Canadean

Các phân khúc của thị trường - sự mở rộng của phân khúc cao cấp

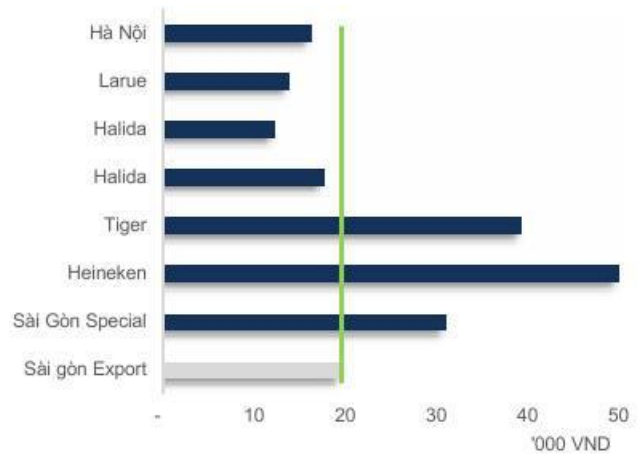
Việt Nam có khoảng 150 doanh nghiệp sản xuất bia. Nhìn chung, có thể chia ra làm 3 phân khúc chính:

- Dòng bình dân chủ yếu là các loại bia hơi không thương hiệu, thị trường miền Bắc có sức tiêu thụ mạnh nhất.
- Dòng phổ thông có sự hiện diện của nhiều nhà sản xuất nội địa lẫn các hãng bia quốc tế. Sự phân hóa theo vùng miền, địa phương của các dòng bia phổ thông là khá rõ nét.
- Dòng cao cấp và siêu cao cấp là sân chơi chủ yếu của các nhãn bia quốc tế, bia nhập khẩu. Ở phân khúc này không có sự phân hóa như bia nội nên thị trường trải rộng khắp cả nước, đặc biệt là các nhãn hiệu như Heineken, Tiger.

Giá bán lẻ quy đổi các loại bia lon (ngàn đồng/lít)



Giá bán lẻ quy đổi các loại bia chai (ngàn đồng/lít)



Các nhãn hiệu bia phổ biến tại thị trường Việt nam

Công ty	Sabeco	VBL	Carlsberg	SAB Miller	Sapporo	AB InBev	San Miguel	Habeco
Dòng cao cấp	 	 		 				
Dòng phổ thông	 	 	 	 				

Nguồn: FPT S tổng hợp

Theo Canadean, thị phần của các nhãn hiệu bia cao cấp quốc tế tại thị trường Việt Nam vào khoảng 15%. Tổ chức này cũng dự báo phân khúc này sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ khoảng 11%/năm về sản lượng cho giai đoạn 2013-2018F, tương đương tăng thêm 390 triệu lít. Đây là mức tăng trưởng cao hơn so với dự báo tăng trưởng phân khúc bia cao cấp quốc tế cho thị trường Châu

Á (~8,7%) trong cùng giai đoạn. Đặc biệt, dòng phổ thông tại Châu Á được dự báo có mức tăng trưởng khá thấp, chỉ khoảng 3,5%.

Khi thu nhập ngày càng tăng, tất yếu nhu cầu tiêu thụ bia sẽ dịch chuyển dần sang những phân khúc cao cấp hơn trước, đặc biệt là tại quốc gia có văn hóa bia rượu rõ nét như Việt Nam. Chúng tôi nhận thấy, rủi ro cạnh tranh sẽ ngày càng tăng cao và kèm theo đó, sức ép lên những dòng bia phổ thông nội địa sẽ càng lớn.

Xu hướng tăng của giá bán bình quân



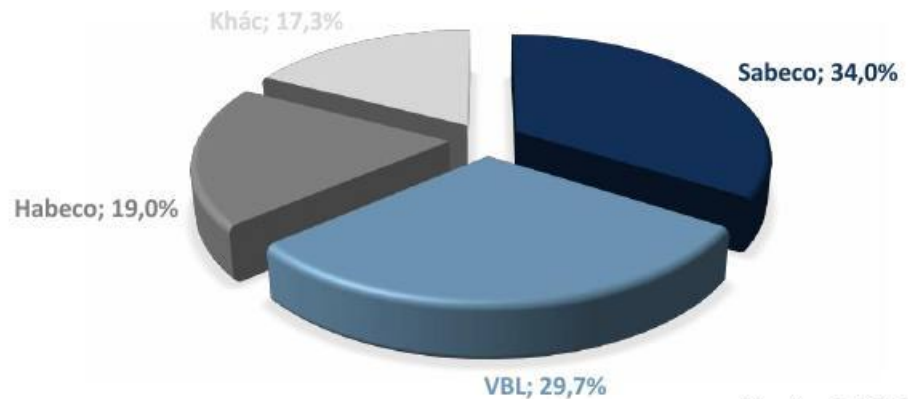
Nguồn: EMI, J.P. Morgan

Giá bán bia bình quân tại thị trường Việt Nam có xu hướng tăng nhẹ qua các năm, hiện dao động ở mức khoảng 35 ngàn đồng/lít. Nếu so sánh với mặt bằng chung của các nước trong khu vực và trên thế giới thì có thể thấy, giá bán bia ở Việt Nam thuộc loại khá rẻ. Chúng tôi cho rằng giá bán sẽ tiếp tục gia tăng trong giai đoạn sắp tới khi phân khúc cao cấp đang ngày càng được mở rộng, và lộ trình gia tăng thuế tiêu thụ đặc biệt nhằm hạn chế tiêu thụ đối với mặt hàng này

Thị phần dẫn đầu bởi doanh nghiệp nội địa nhưng mức độ cạnh tranh đang ngày càng khốc liệt

Thị trường hiện tại chứng kiến sự cạnh tranh giữa (i) những nhà sản xuất nội địa (Sabeco, Habeco), với truyền thống lâu đời đã đi sâu vào tiềm thức của người tiêu dùng; và (ii) những hãng bia danh tiếng nước ngoài vốn có lợi thế thương hiệu toàn cầu, tiềm lực mạnh và chiến lược khoa học.

Nhìn chung, thị trường bia Việt Nam hiện có tính tập trung khá cao khi bốn nhà sản xuất hàng đầu (Sabeco, VBL, Habeco, Huda) đã chiếm đến gần 89% thị phần cả nước. Điều này tương đồng với những thị trường bia phát triển như Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ hay Ấn Độ, là những quốc gia mà top 4 luôn chiếm trên 85% thị phần. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tính phân mảnh tại thị trường Việt Nam sẽ ngày càng tăng lên, thị phần sẽ ngày càng được chia nhỏ nhiều hơn thông qua việc đẩy mạnh đầu tư và phát triển của những thương hiệu bia quốc tế khác bên cạnh những nhãn hiệu quen thuộc như Heineken và Tiger.

Thị phần bia theo sản lượng, 2014


Nguồn: BMI, FPTIS

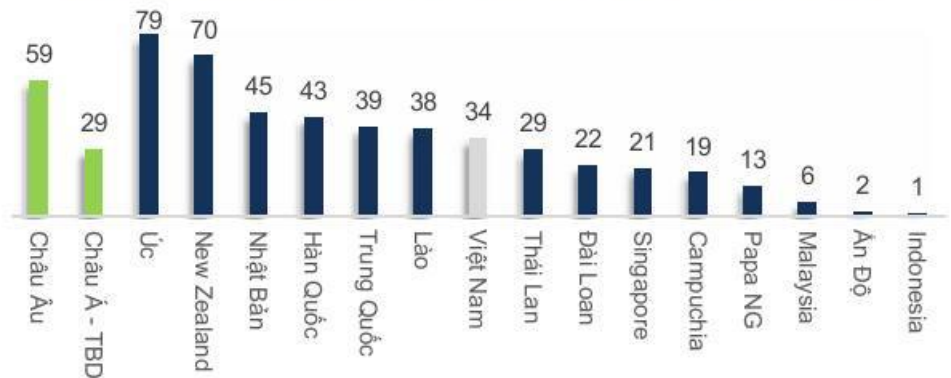
- Sabeco là doanh nghiệp sản xuất bia lớn nhất Việt Nam (thị phần sản lượng đạt xấp xỉ 34%) và xếp thứ 20 trên toàn thế giới. Tổng công suất của tất cả 24 dự án nhà máy lên đến 1,8 tỷ lít, sản lượng tiêu thụ năm 2013 đạt 1,31 tỷ lít. Một vài năm trở lại đây, những sản phẩm mới của Sabeco (bia lon Saigon Special, Saigon Lager, Saigon Gold) đều hướng đến phân khúc cao cấp để cạnh tranh trực tiếp với sự mở rộng không ngừng của các hãng bia quốc tế.
- Habeco dẫn đầu tại thị trường miền Bắc với sản lượng tiêu thụ năm 2013 đạt khoảng 650 triệu lít trên tổng công suất thiết kế 810 triệu lít, thị phần khoảng 19%. Với đối tác chiến lược là Carlsberg (30%) tạo cơ hội cho Habeco mở rộng danh mục sản phẩm sang những phân khúc cao cấp hơn và mở rộng thị trường về phía Nam là khu vực có nhiều tiềm năng hơn.
- VBL là công ty liên doanh giữa hãng bia nổi tiếng Heineken (~60%) và Satra. Thị phần hiện tại vào khoảng 29,7% và dự kiến năng lực sản xuất sẽ lên đến 1,4 tỷ lít vào năm 2015. Những nhãn hiệu cao cấp như Heineken và Tiger không bị hạn chế bởi tính chất vùng miền nên có thị trường trải khắp cả nước, trong khi nhãn hiệu phổ thông như Larue được tận dụng để khai thác phân khúc phổ thông tại khu vực miền Trung.
- Ngoài ra những hãng bia lớn khác trên thế giới cũng đang gia tăng sự hiện diện của mình tại thị trường Việt Nam, đặc biệt ở khu vực Đông Nam Bộ. AB InBev, công ty sở hữu thương hiệu BudWeiser, hiện đang triển khai dự án nhà máy tại Bình Dương với công suất 100 triệu lít/năm. Sapporo, nhãn hiệu bia của Nhật Bản cũng dự kiến nâng công suất nhà máy Long An từ mức 40 triệu lít lên 100 triệu lít/năm. Việc đầu tư và sản xuất trực tiếp tại Việt Nam giúp các nhà sản xuất nước ngoài tránh được các khoản thuế nhập khẩu lên đến 35%.

Chúng tôi nhận thấy rằng, mức độ cạnh tranh chắc chắn sẽ ngày càng khốc liệt trong thời gian ngắn sắp tới bởi chỉ với những tay chơi lớn được liệt kê ở trên, đến 2015 sẽ có khả năng cung ứng lên đến hơn 4,2 tỷ lít bia ra thị trường nội địa, vốn chỉ mới hấp thụ được khoảng 3,2 tỷ lít thời điểm hiện tại. Rủi ro về dư thừa nguồn cung là hoàn toàn có khả năng xảy ra.

Thêm vào đó, hiện tại tất cả các hãng bia nội đều nằm ở phân khúc phổ thông, phù hợp với túi tiền và nhu cầu của đa phần người dân Việt Nam có thu nhập thấp. Tuy nhiên, khi đời sống nâng cao, nhiều người chuyển sang dùng bia cao cấp thì bia nội sẽ mất dần thị phần nếu không có sự thay đổi nhanh chóng về danh mục sản phẩm. Hơn nữa, nếu những hãng bia ngoại hạ giá, bán rẻ gần bằng bia nội thì người tiêu dùng sẽ sẵn sàng uống bia ngoại thay vì bia nội, vì ưu thế chất lượng và hình ảnh đang nghiêng về bia ngoại. Điều này hoàn toàn có thể xảy ra, nếu hiệp định TPP được kí kết nhiều khả năng đưa mức thuế nhập khẩu bia, rượu, NGK về 0%.

Tiêu thụ bình quân đầu người thấp, dư địa tăng trưởng vẫn còn

Mức tiêu thụ bình quân đầu người (lit/năm) tại các quốc gia, 2013



Nguồn: Canadean

Tuy là quốc gia sản xuất và tiêu thụ bia lớn 3 tại châu Á, mức tiêu thụ bia bình quân trên đầu người của Việt Nam vẫn còn thấp hơn tương đối so với một số nước trong khu vực. Điều này cho thấy thị trường này vẫn còn dư địa tăng trưởng.

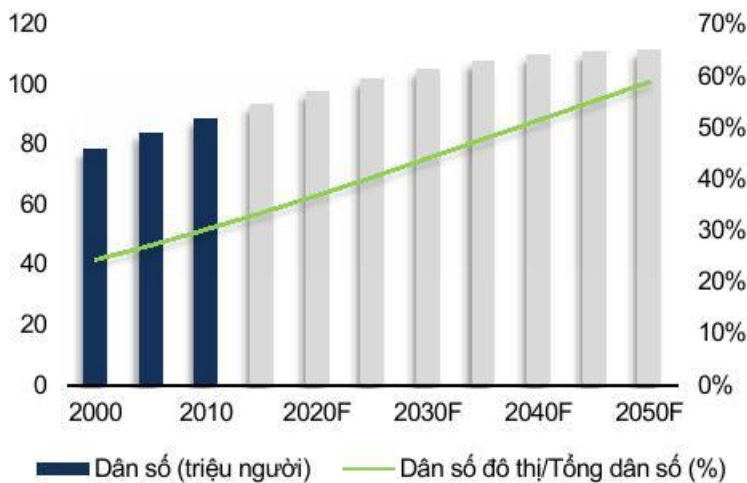
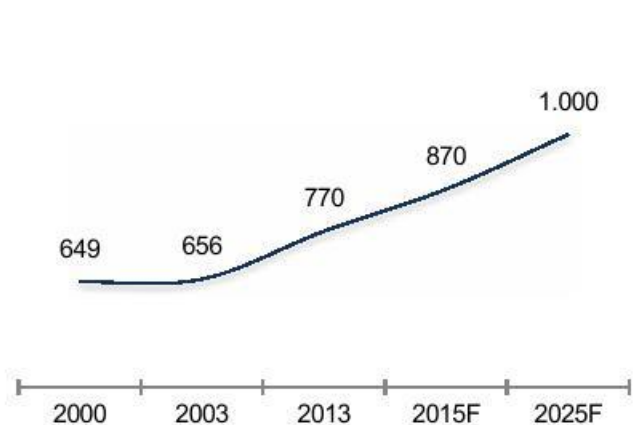
Triển vọng tăng trưởng khả quan

- Dân số gần 90 triệu người, tốc độ tăng dân số xấp xỉ 1,1%/năm, ước đạt hơn 102 triệu người vào năm 2025.
- Dân số đô thị năm 2013 chiếm khoảng 32,2% tổng dân số, tỷ lệ này ước tăng lên 40,5% vào năm 2025. Số lượng đô thị cũng được dự báo tăng lên đến 1.000 so với 770 đô thị năm 2013. Thống kê của Canadean cho biết tại Việt Nam, mức tiêu thụ bia bình quân đầu người của khu vực đô thị cao gấp đôi so với khu vực nông thôn.
- Hơn 66% dân số có độ tuổi từ 15-59, tương đương 61 triệu người. Tỷ số phụ thuộc chung vào khoảng 49%, đồng nghĩa với việc có trên 2 người trong độ tuổi lao động trên 1 người trong độ tuổi phụ thuộc. Cơ cấu dân số này được gọi là “dân số vàng”.
- Gần 36 triệu dân số nằm trong độ tuổi 20-40, cùng với việc tiêu thụ bia đã trở thành một nét văn hóa đặc trưng trong giao tiếp xã hội tại Việt Nam đã tạo nên một thị trường tiêu thụ rộng lớn. Ảnh hưởng của lối sống phương Tây,

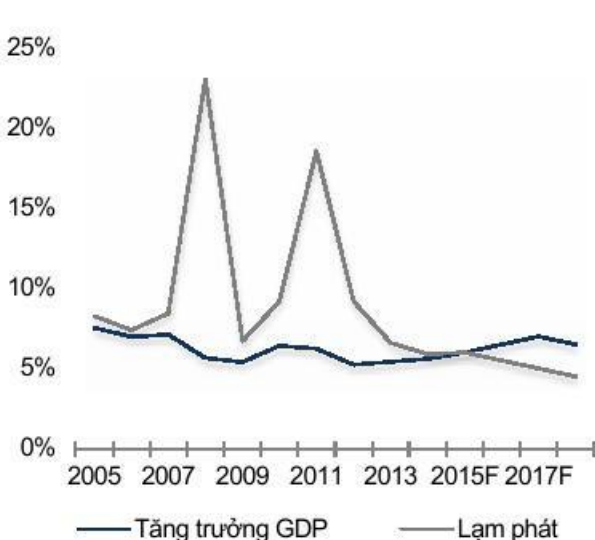
cùng với sự gia tăng của khách du lịch quốc tế và người nước ngoài sống tại Việt Nam cũng kích thích tiêu dùng các loại đồ uống có cồn.

- Tăng trưởng GDP ước đạt từ 6,1% cho giai đoạn 2013-2033F. GDP bình quân đầu người tính đến năm 2013 đạt 1.908 USD/năm, ước đạt 2.900 USD/năm vào năm 2018F.

Việt Nam là thị trường rất hấp dẫn cho các loại thức uống có cồn, đặc biệt là bia. Tuy ngành bia khó có thể duy trì một mức tăng trưởng sản lượng xấp xỉ 10% giống như giai đoạn trước, chúng tôi thận trọng cho rằng tốc độ tăng trưởng khoảng 6%/năm cho giai đoạn 2014F-2018F là khả thi. Doanh số ngành bia theo ước tính có thể tăng trưởng đạt mức trung bình 11%/năm trong cùng giai đoạn do xu hướng chuyển dịch tiêu thụ sang các sản phẩm ở phân khúc cao hơn.

Dân số và tỷ lệ dân số đô thị Việt Nam

Tăng trưởng số lượng đô thị tại Việt Nam


Nguồn: World Urbanization Prospectives: The 2009 Revision Population Database; Bộ Xây Dựng

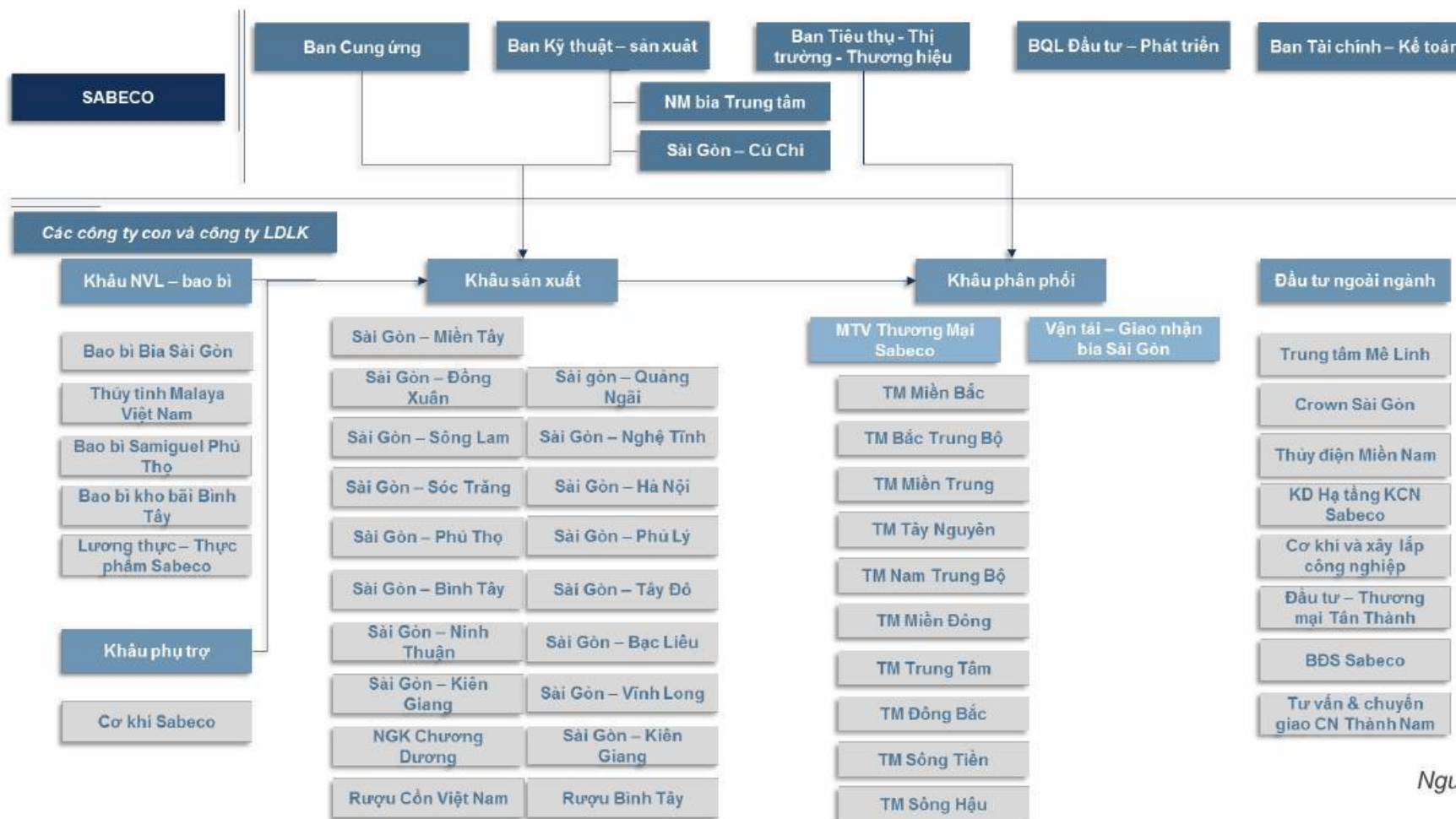
Tăng trưởng GDP thực tế và lạm phát qua các năm

GDP* bình quân đầu người, dự phóng đến 2018


Nguồn: ADB, EY Rapid-Growth Markets Forecast July 2014

PHỤ LỤC 3: SABECO VÀ CÁC CÔNG TY THÀNH VIÊN

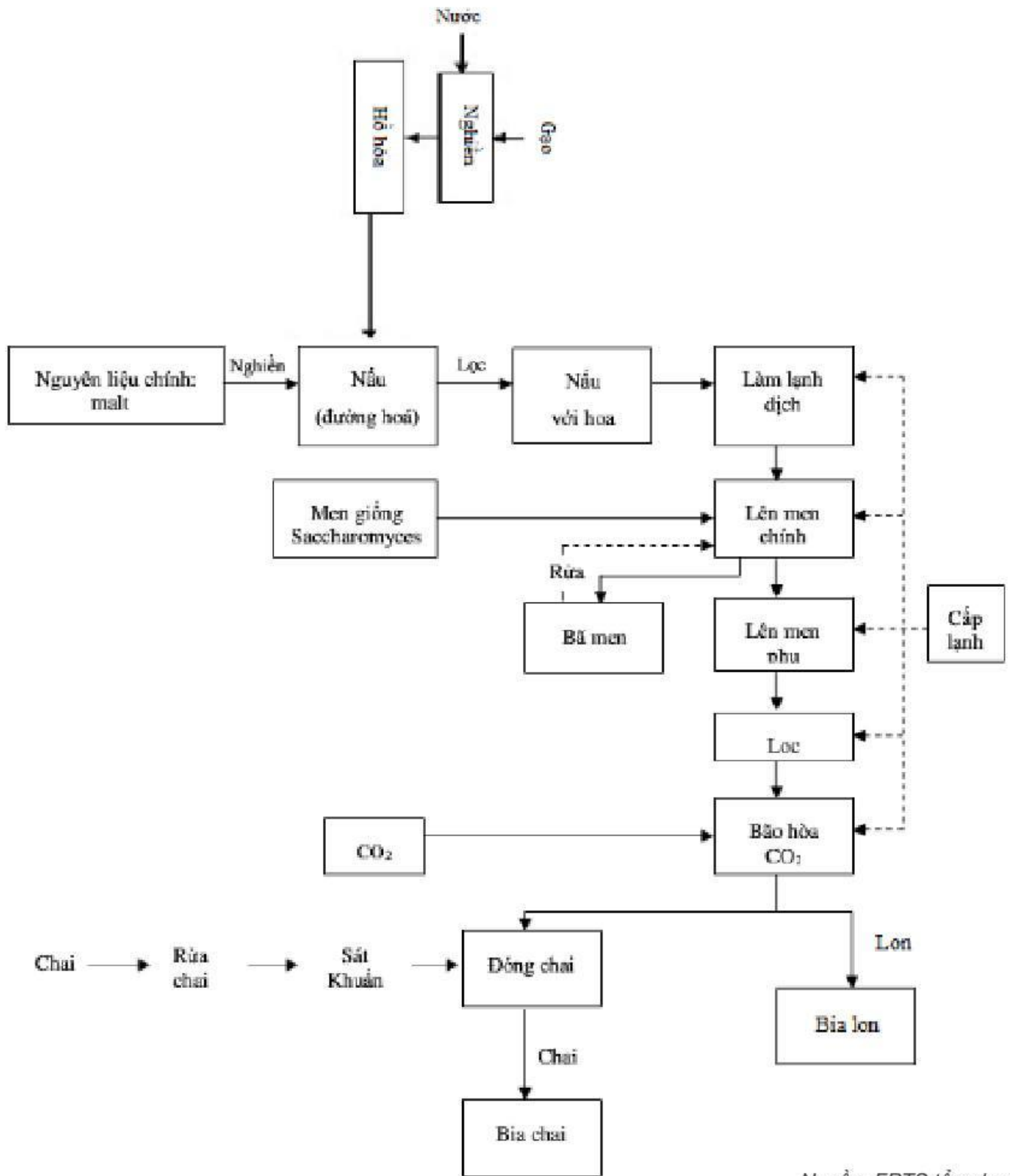
Tổng Cổ phần Bia – Rượu - NGK Sài Gòn (Sabeco) có tổng cộng 23 công ty con và 21 công ty liên doanh, liên kết hoạt động trong chuỗi sản xuất như sau:

- Sản xuất, cung cấp nguyên vật liệu và bao bì đầu vào
- Cung cấp dịch vụ vận tải, hậu cần, kho bãi và những hoạt động phụ trợ khác
- Sản xuất và kinh doanh, phân phối bia, rượu, NGK
- Đầu tư ngoài ngành, chủ yếu là xây dựng và cung cấp dịch vụ bất động sản



Nguồn: Sabeco

PHỤ LỤC 4: QUY TRÌNH SẢN XUẤT BIA



Nguồn: FPT S tổng hợp

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu WSB và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu WSB nào.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171

Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.8) 62908686

Fax:(84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.511) 3553666

Fax:(84.511) 3553888