

Đặng Văn Pháp
Trưởng phòng

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên cao cấp

27/10/2016

Tiềm năng rộng mở

Với mức tiêu thụ 3,8 tỷ lít năm 2015, Việt Nam là một trong những thị trường bia lớn nhất Châu Á. Theo cơ quan nghiên cứu ngành bia Canadean, năm 2015, lượng bia tiêu thụ tại Việt Nam là 41 lít/người, chỉ sau Hàn Quốc và Nhật Bản tại Châu Á, với mức tăng trưởng kép hàng năm trong 10 năm qua là 6,4% và 5 năm qua là 5,7%. Lý do khiến một nước đang phát triển như Việt Nam trở thành thị trường lớn đối với bia là thức uống này được đặc biệt ưa chuộng tại đây, chiếm đến 94% lượng tiêu thụ đồ uống có cồn.

Chúng tôi cho rằng thị trường bia Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững nhờ dân số trẻ và thu nhập tăng. Theo dự báo, sản lượng ngành bia Việt Nam trong 5 năm tới sẽ tăng trưởng 4%-5%/ năm, và giá trị sẽ tăng cao hơn vì các sản phẩm giá thành cao đang dần được ưa chuộng hơn. Với dân số có tuổi trung vị là 30 và kinh tế tăng trưởng mạnh, Việt Nam có một lớp người tiêu dùng trẻ trung và năng động. Theo ước tính, mỗi năm Việt Nam lại có thêm 1 triệu người tròn 18 tuổi, là độ tuổi bắt đầu được luật pháp cho phép uống bia rượu.

Phần lớn thị phần bia Việt Nam là do bốn doanh nghiệp lớn nhất thị trường thống lĩnh. Habeco, Hue Brewery (do Carlsberg sở hữu 100%) và Sabeco lần lượt là các doanh nghiệp thống lĩnh thị trường miền Bắc, Trung, và Nam, trong khi Heineken NV dẫn đầu phân khúc cao cấp. Trên cơ sở thông tin do các doanh nghiệp này công bố, chúng tôi ước tính các công ty trên chiếm 90% tổng sản lượng. Phần còn lại thuộc về các doanh nghiệp nước ngoài còn tương đối mới như Sapporo và AB InBev, và các doanh nghiệp khác trong nước như Masan Brewery.

Nhờ các sản phẩm cao cấp vừa túi tiền, Heineken NV và Sabeco đang tỏ ra vượt trội. Phân khúc cao cấp vừa túi tiền tăng trưởng mạnh nhất trong vài năm qua, với thương hiệu Saigon Special của Sabeco và đặc biệt là thương hiệu Tiger của Heineken NV. Trong khi đó, Carlsberg duy trì được thị phần nhờ vị thế vững chắc tại miền Trung, trong khi Habeco mất dần thị phần do không thành công tại phân khúc cao cấp trong khi tiếp thị và xây dựng thương hiệu kém. Trong khi đó, các doanh nghiệp nước ngoài mới gia nhập thị trường như Sapporo và AB InBev vẫn chưa đạt được kết quả đáng kể. Tuy nhiên, việc các doanh nghiệp này đang tích cực thực hiện tiếp thị khiến cạnh tranh tại các thành phố lớn trở nên gay gắt.

Đối với Sabeco và Habeco, việc thay đổi sở hữu và lãnh đạo có thể giúp cải thiện lợi nhuận. Tuy chúng tôi nhận thấy rằng việc tập trung vào phân khúc cao cấp hỗ trợ biên lợi nhuận, nhưng Heineken Vietnam Brewery đạt biên lợi nhuận từ HĐKD (trên 30% năm 2015) cao hơn nhiều so với Sabeco (14%) và Habeco (11%) cho thấy hai công ty này vẫn có thể đạt kết quả cao hơn rất nhiều. Việc thắt chặt chuỗi cung ứng, tăng cường sở hữu tại các công ty con chuyên sản xuất và kinh doanh, tăng cường năng suất của nhân viên, kiểm soát tốt hơn hệ thống phân phối, và tiếp thị hiệu quả hơn là các yếu tố quan trọng có thể mang lại nhiều cải thiện về lợi nhuận.

Chúng tôi áp dụng PER trượt 12 tháng mục tiêu 25 lần đối với Sabeco và 20 lần đối với Habeco. PER trượt 12 tháng mục tiêu của chúng tôi dành cho Sabeco phù hợp với trung vị PER điều chỉnh của các công ty bia khác. Đây là mức chúng tôi cho là hợp lý vì tiềm năng lợi nhuận lớn như đã trình bày ở trên, cũng như triển vọng tăng trưởng tích cực của ngành bia. Trong khi đó, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% cho Habeco so với Sabeco vì (1) Khác với Sabeco, thị phần của Habeco đang thu hẹp, (2) Danh mục sản phẩm của Habeco không mạnh bằng Sabeco; cụ thể, công ty chưa có hiện diện đáng kể tại phân khúc cao cấp; và (3) Habeco có bảng cân đối kế toán và ROE không lành mạnh bằng Sabeco.

Mục lục

Tổng quan ngành bia Việt Nam.....	5
Việt Nam là một trong những thị trường bia lớn nhất Châu Á.....	5
Thị trường bia Việt Nam không hề có dấu hiệu chững lại.....	6
Cơ cấu thị trường và tình hình cạnh tranh	8
Ngành bia Việt Nam mang tính tập trung cao theo vùng miền.....	8
Tại Việt Nam, bia được tiêu thụ chủ yếu tại hàng quán (off-trade)	10
Người tiêu dùng đang thay đổi thị hiếu sang phân khúc cao cấp hơn.....	11
Tình hình thị phần: Heineken và Sabeco đang áp đảo, Carlsberg trụ vững, trong khi Habeco thụt lùi.....	14
Các quy định đáng chú ý: Thuế tiêu thụ đặc biệt và giấy phép sản xuất	15
Thông tin chi viết về các công ty lớn trên thị trường bia	16
Heineken NV: Thống lĩnh phân khúc cao cấp	16
Carlsberg Vietnam	18
Masan Brewery	19
Sapporo.....	20
AB InBev	20
Sabeco: Sự thay đổi trong cơ cấu sở hữu có thể giúp tăng lợi nhuận đáng kể	21
Công ty bia hàng đầu ở Việt Nam với 40% thị phần	21
Độ phủ sóng rộng lớn của nhà máy và hệ thống phân phối là nền tảng của thành công ...	21
Sabeco hiện đang đẩy mạnh marketing cho các thương hiệu chủ lực, trong đó một số thương hiệu đã trở thành biểu tượng ở Việt Nam	23
Sabeco đang giành lấy thị phần của Habeco ở miền Bắc.....	26
Tình hình tài chính	27
Cởi bỏ “chiếc áo” Doanh nghiệp Nhà nước có thể giúp Sabeco cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động và tạo ra những tiềm năng tăng lợi nhuận.....	31
Định giá	32
Habeco: Đi thụt lùi so với các công ty cùng ngành	33
Vua của miền Bắc.....	33
Habeco hiện đang mất đi thị phần do thiếu hụt cải tiến sản phẩm và thương hiệu và các đối thủ cạnh tranh mở rộng sự hiện diện tại miền Bắc.....	35
Tình hình tài chính	36
Định giá	38

Hình minh họa

Hình 1: Lượng bia tiêu thụ tại Việt Nam trong các năm qua (triệu lít).....	5
Hình 2: Lượng bia tiêu thụ/đầu người tại Việt Nam trong các năm qua (lít)	5
Hình 3: Lượng bia tiêu thụ/đầu người tại các nước (2015)	7
Hình 4: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam	7
Hình 5: Cơ cấu sản lượng bia tại Việt Nam theo công ty.....	8
Hình 6: Sơ lược về trọng tâm hoạt động và vị thế của các công ty lớn	8
Hình 7: Cơ cấu tiêu thụ bia theo vùng miền tại Việt Nam	9
Hình 8: Cơ cấu tiêu thụ bia theo kênh tại Việt Nam	10
Hình 9: Cơ cấu tiêu thụ bia theo hình thức bao bì tại Việt Nam	10
Hình 10: Các phân khúc và các sản phẩm/thương hiệu chính	11
Hình 11: Cơ cấu ngành bia Việt Nam theo phân khúc.....	12
Hình 12: Cơ cấu phân khúc cao cấp theo thương hiệu	12
Hình 13: Cơ cấu thị phần phân khúc trung cấp theo công ty (ước tính).....	13
Hình 14: Các nhà máy bia của Heineken Vietnam Brewery	16
Hình 15: Sơ đồ phân phối của Heineken Vietnam Brewery.....	17
Hình 16: Bức tường Tiger tại TP. HCM.....	18
Hình 17: Chỉ số doanh thu Sapporo ở Việt Nam (2012 được chọn làm mốc chuẩn)	20
Hình 18: Cơ cấu doanh thu và cơ cấu sở hữu của Sabeco năm 2015.....	21
Hình 19: Cơ cấu doanh nghiệp của Sabeco (cho mảng bia) và địa điểm các nhà máy bia cũng như các công ty thương mại của Sabeco	22
Hình 20: Các sản phẩm chủ lực của Sabeco	23
Hình 21: Các chiến dịch marketing của Sabeco giai đoạn 2012-2014 khá lạc hậu và kém sáng tạo	24
Hình 22: Kể từ năm 2015, marketing và thương hiệu của Sabeco đã vươn lên một tầm mới	25
Hình 23: Diễn biến sản lượng (triệu lít) và thị phần của Sabeco	26
Hình 24: Doanh thu điều chỉnh của Sabeco, sản lượng (triệu lít) và giá bán trung bình (đồng/lít).....	27
Hình 25: Diễn biến LNST của Sabeco (tỷ đồng) và biên LN giai đoạn 2013-2015	28
Hình 26: Tổng hợp KQKD 6 tháng đầu năm của Sabeco	28
Hình 27: Bảng cân đối kế toán lành mạnh của Sabeco, dù vẫn đang cải thiện	29
Hình 28: XDCB không phải là một vấn đề, đặc biệt trong bối cảnh dòng tiền hoạt động tốt của Sabeco.....	30
Hình 29: Saigon Gold	31
Hình 30: So sánh với các công ty cùng ngành khác trong khu vực.....	32
Hình 31: Tóm tắt mô hình định giá của VCSC	32

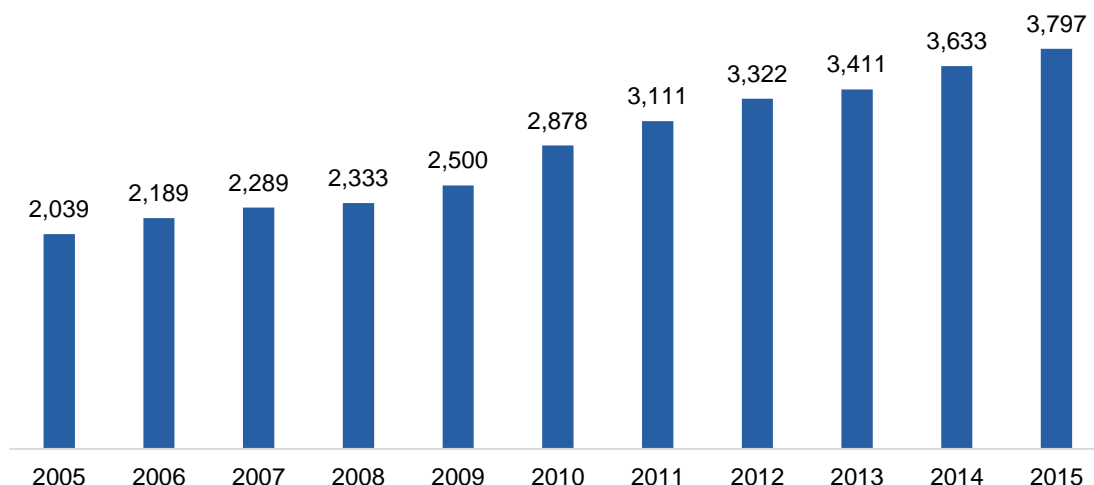
Hình 32: Cơ cấu sở hữu của Habeco	33
Hình 33: Danh mục sản phẩm của Habeco	33
Hình 34: Cơ cấu doanh nghiệp và địa điểm các nhà máy bia cũng như phân phối của Habeco	34
Hình 35: Doanh số bán ra (triệu lít) và thị phần của Habeco	35
Hình 36: LNST và EBIT của Habeco giai đoạn 2013 – nửa đầu năm 2016	36
Hình 37: Biên LN của Habeco giai đoạn 2012 và 6 tháng 2016	37
Hình 38: Khoản mục tiền và tương đương tiền của Habeco chiếm 25% tổng tài sản tính đến cuối năm 2015	37
Hình 39: Vốn XD/CB/doanh số và Dòng tiền hoạt động/LNST giai đoạn 2012-2015	38

Tổng quan ngành bia Việt Nam

Việt Nam là một trong những thị trường bia lớn nhất Châu Á

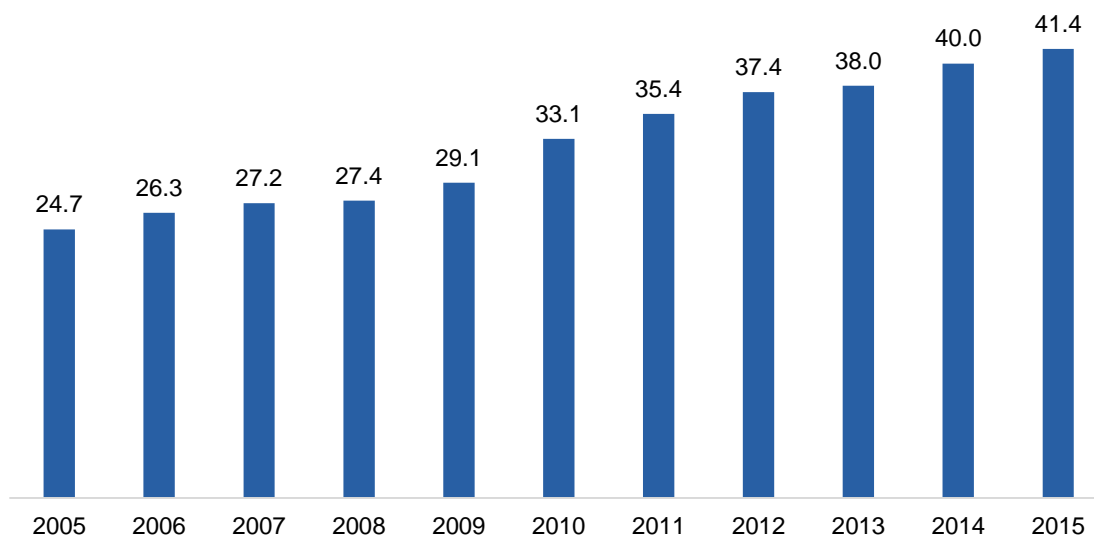
Thị trường bia Việt Nam có quy mô lên đến 3,8 tỷ lít trong năm 2015, theo Canadean (một cơ quan nghiên cứu đồ uống hàng đầu thế giới). Như vậy, trung bình mỗi người Việt Nam tiêu thụ 41 lít bia, cao hơn so với nhiều nước khác trong khu vực có nền kinh tế phát triển hơn như Thái Lan, Đài Loan, và Singapore, nhưng vẫn thấp hơn so với Hàn Quốc và Nhật Bản. Sản lượng ngành bia Việt Nam đạt tăng trưởng kép hàng năm 6,4% trong 10 năm qua, và 5,7% trong 5 năm qua, nhờ mức tiêu thụ bia trên đầu người trong hai giai đoạn này tăng lần lượt 5,3% và 4,6%.

Hình 1: Lượng bia tiêu thụ tại Việt Nam trong các năm qua (triệu lít)



Nguồn: Canadean và VCSC

Hình 2: Lượng bia tiêu thụ/đầu người tại Việt Nam trong các năm qua (lít)



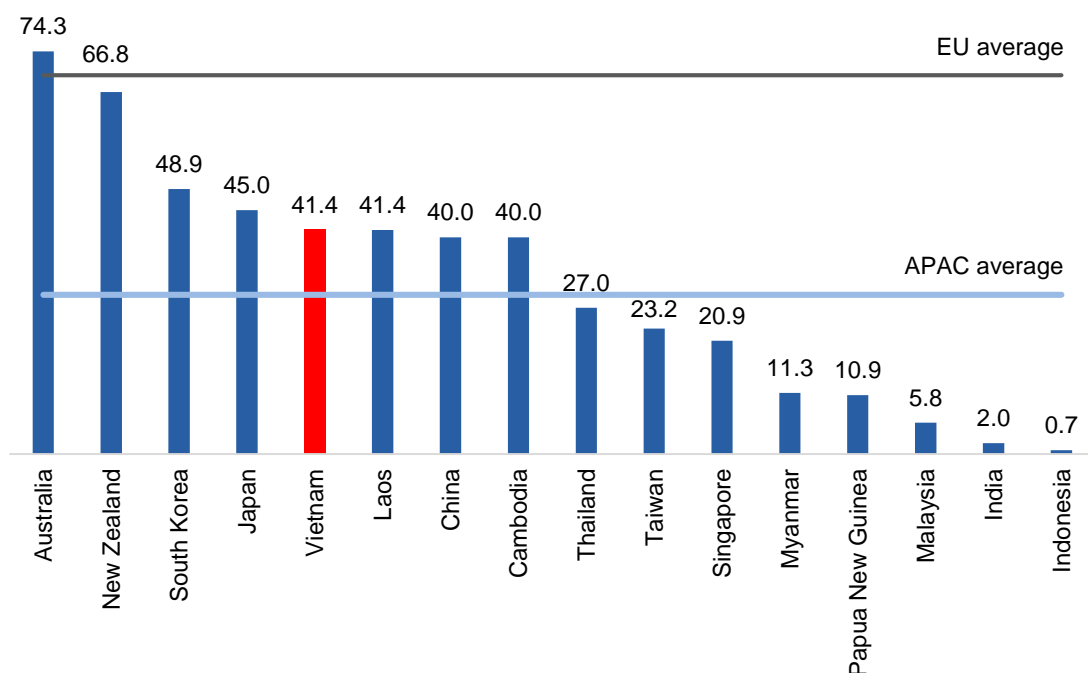
Nguồn: Canadean và VCSC

Thị trường bia Việt Nam không hề có dấu hiệu chững lại

Tiêu thụ bia tại Việt Nam dự báo tăng 4%-5%/năm trong 5 năm tới, theo các dự báo của Canadean, Heineken Brewery Vietnam, và Sapporo Holdings. Các lý do là:

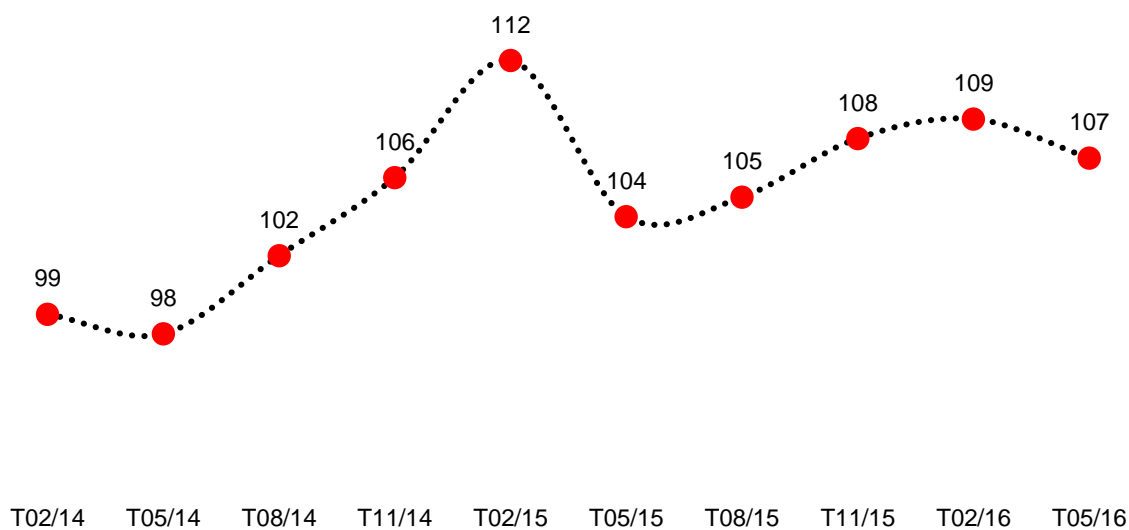
1. Người Việt Nam có tâm lý ưa chuộng bia. Bia chiếm đến 94% tiêu thụ đồ uống có cồn tại Việt Nam. Đây là thức uống được ưa chuộng nhất đối với các buổi họp mặt gia đình và xã giao, dù là tại nhà hay ở nhà hàng. Văn hóa là một trong những lý do chính, vì các nước láng giềng như Trung Quốc, Campuchia, và Lào cũng có mức tiêu thụ bia trên đầu người xấp xỉ Việt Nam.
2. Mỗi năm Việt Nam có 1 triệu người tròn 18 tuổi, là tuổi được phép uống bia theo pháp luật Việt Nam. Ngoài ra, dân số Việt Nam có tuổi trung bình chỉ khoảng 30, so với 37 tại Thái Lan và Trung Quốc. Ngoài việc số lượng người tiêu thụ bia tăng, tiêu thụ bia tại Việt Nam còn được kích thích nhờ lối sống của giới trẻ Việt Nam tiếp tục Tây hóa, trong đó gặp gỡ và ăn tiệc tại các nhà hàng, quán bar, và câu lạc bộ đang trở nên phổ biến.
3. Đô thị hóa ngày càng cao. Người dân tại các khu vực thành thị hiện chỉ chiếm 34% tổng dân số Việt Nam, nhưng tỷ lệ này hiện đang tăng đều đặn 60 điểm cơ bản/năm. Theo Heineken Brewery Vietnam, mức tiêu thụ bia trên đầu người tại các khu vực đô thị gấp 1,6 lần tại nông thôn.
4. Thu nhập ngày càng cao. Việt Nam là một trong những nền kinh tế tăng trưởng mạnh nhất tại Châu Á với dự báo tăng trưởng GDP sẽ trên 6% trong các năm tới. Thu nhập tăng khiến người tiêu dùng tăng tỷ lệ chi tiêu cho hàng tiêu dùng không thiết yếu.
5. Tâm lý người tiêu dùng tích cực. Căn cứ trên chỉ số niềm tin người tiêu dùng của Nielsen, người tiêu dùng Việt Nam lạc quan thứ bảy thế giới. Chỉ số của Việt Nam dù đã cao nhưng vẫn liên tục tăng trong 2-3 năm qua.
6. Tuy Việt Nam có mức tiêu thụ bia trên đầu người cao so với các nước Châu Á, nhưng vẫn đứng sau các nước phát triển như Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc, và khối EU, cho thấy con số này vẫn có thể cao hơn.

Hình 3: Lượng bia tiêu thụ/đầu người tại các nước (2015)



Nguồn: Canadean, Heineken Vietnam Brewery Ltd, và VCSC

Hình 4: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam



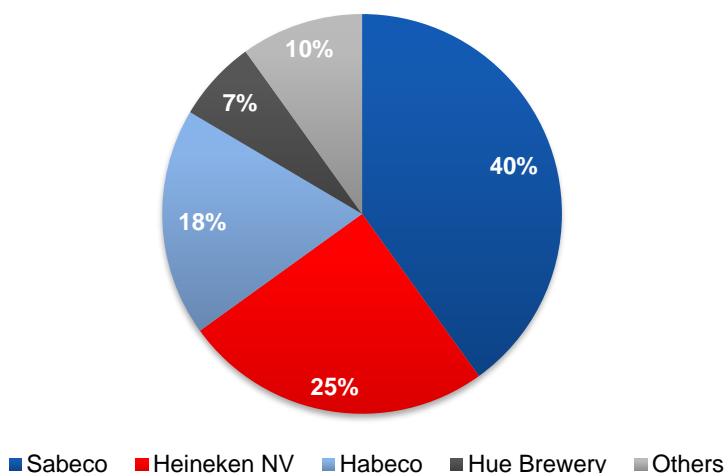
Nguồn: Nielsen

Cơ cấu thị trường và tình hình cạnh tranh

Ngành bia Việt Nam mang tính tập trung cao theo vùng miền

Ngành bia Việt Nam do bốn công ty lớn thống lĩnh, cụ thể là Habeco (Hanoi Brewery), Hue Brewery (do Carlsberg sở hữu 100%), Sabeco (Saigon Brewery) và Heineken NV. Tên của ba công ty đầu phản ánh việc thị trường tập trung về mặt địa lý, trong đó Habeco, Hue Brewery, và Sabeco lần lượt dẫn đầu các thị trường miền Bắc, Trung, và Nam. Trong khi đó, Heineken NV hiện đã có hiện diện đáng kể tại miền Trung và Nam. Trên cơ sở công bố chính thức của các công ty trên và nghiên cứu về ngành bia của chúng tôi, chúng tôi cho rằng bốn công ty này tổng cộng chiếm 90% sản lượng bia bán ra năm 2015. Phần còn lại thuộc về các công ty nước ngoài mới xuất hiện trên thị trường Việt Nam như Sapporo và AB InBev, cũng như các công ty nhỏ hơn trong nước như Masan Brewery và Southeast Asia Brewery của Carlsberg. Chúng tôi xin lưu ý rằng ước tính thị phần chúng tôi đưa ra cho Habeco bao gồm cả bia hơi giá rẻ. Chúng tôi ước tính sản phẩm này chiếm 15%-16% tổng sản lượng bán ra năm 2015.

Hình 5: Cơ cấu sản lượng bia tại Việt Nam theo công ty



Nguồn: Công bố của công ty và VCSC

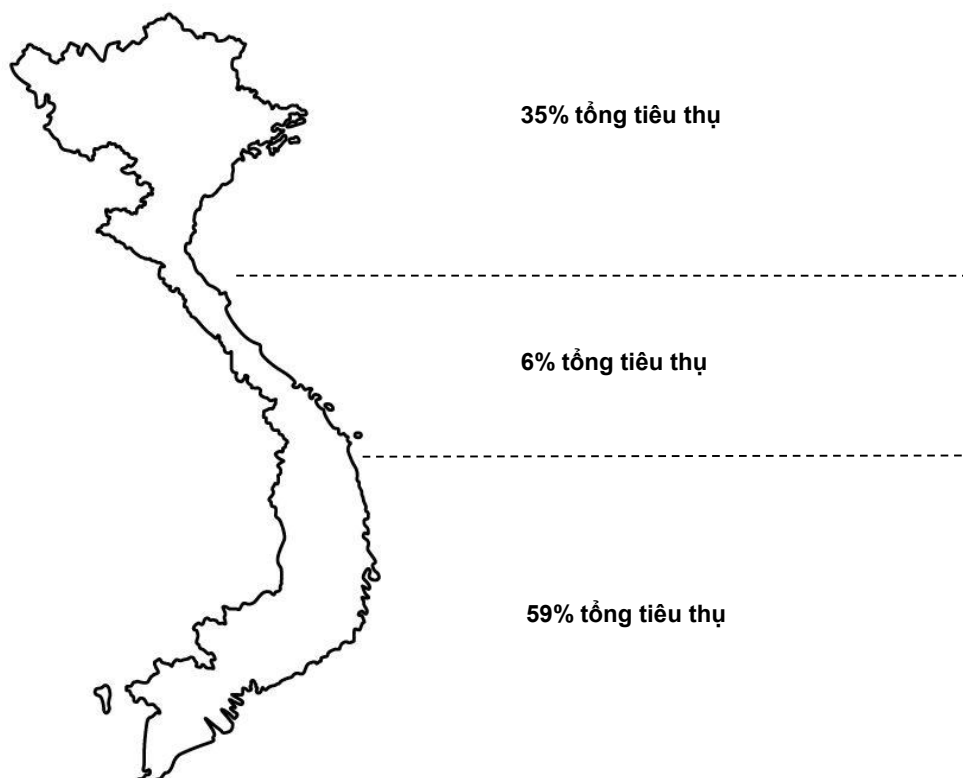
Hình 6: Sơ lược về trọng tâm hoạt động và vị thế của các công ty lớn

	Phân khúc	Khu vực	Thương hiệu chính
Sabeco	Trung cấp và cao cấp vừa túi tiền	Miền Nam	Saigon Export, Saigon Lager, Saigon Special, 333
Habeco	Trung cấp và thấp cấp	Miền Bắc	Bia Ha Noi (bottle + draft)
Carlsberg (inc. Hue Brewery)	Trung cấp và cao cấp vừa túi tiền	Miền Bắc và Trung	Huda, Huda Gold, Halida, Tuborg
Heineken NV	Cao cấp, cao cấp vừa túi tiền và trung cấp	Miền Trung và Nam, đặc biệt là hai thành phố lớn	Heineken, Tiger, Tiger Crystal, Larue, Strongbow
Sapporo	Cao cấp và cao cấp vừa túi tiền	Các thành phố lớn	Sapporo Premium, Sapporo Blue Cap
AB InBev	Cao cấp và cao cấp vừa túi tiền	Các thành phố lớn	Budweiser, Beck's
Masan Brewery	Trung cấp	Đồng bằng Sông Cửu Long và miền Nam	Sư Tử Trắng

Nguồn: VCSC tổng hợp

Chênh lệch về lượng bia tiêu thụ giữa các vùng miền lý giải cho sự phân hóa giữa thị phần. Sabeco và Habeco tiền thân là doanh nghiệp nhà nước, trong khi Hue Brewery ban đầu là liên doanh giữa chính quyền thành phố Huế và Carlsberg với tỷ lệ vốn góp 50:50. Ba công ty này đã thống lĩnh vùng miền tương ứng. Vì có dân số lớn hơn, thu nhập cao hơn, sẵn sàng chi tiêu hơn, nên miền Nam tiêu thụ nhiều bia nhất, sau đó là miền Bắc và cuối cùng là miền Trung. Điều này đã quyết định thị phần của ba công ty trên. Trong khi đó, Heineken NV có thị phần lớn thứ hai nhờ thống lĩnh phân khúc cao cấp, với độ hiện diện mạnh tại miền Nam và, ở một mức độ thấp hơn, tại miền Trung.

Hình 7: Cơ cấu tiêu thụ bia theo vùng miền tại Việt Nam

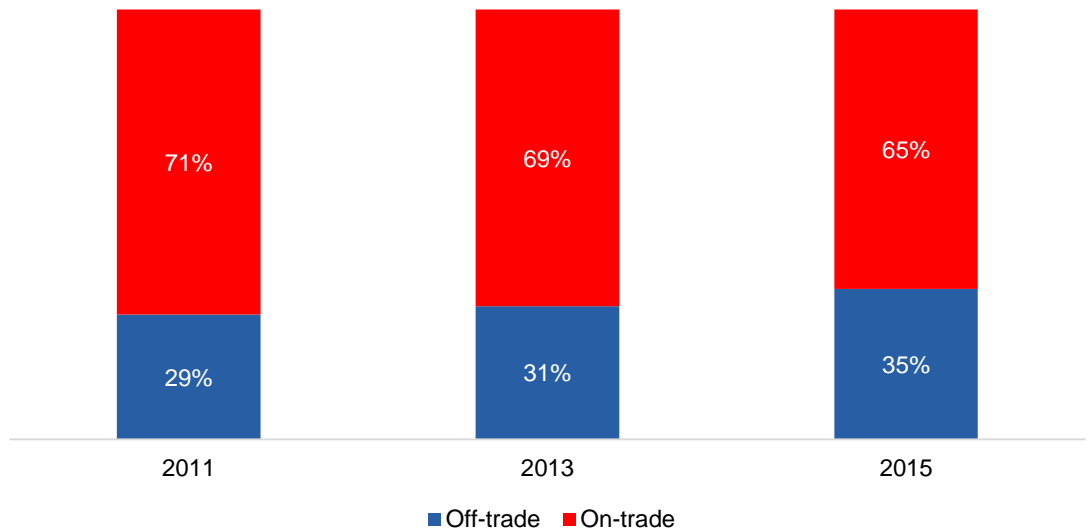


Nguồn: Pomegranate Asia

Tại Việt Nam, bia được tiêu thụ chủ yếu tại hàng quán (off-trade)

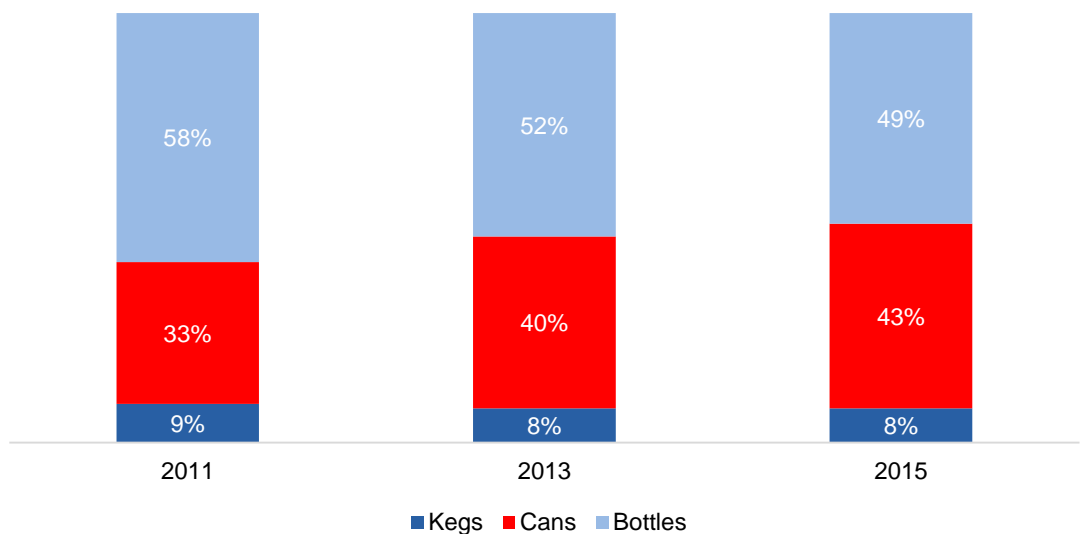
Kênh hàng quán chiếm đến 65% tổng lượng bia tiêu thụ tại Việt Nam, do thói quen uống bia tại các bữa tiệc và hội họp. Tuy nhiên, trong vài năm qua, tiêu thụ bia tại nhà gia tăng, khiến bia lon ngày càng trở nên phổ biến trong khi bia chai thì thu hẹp. Chai bia uống xong có thể trả lại hãng bia và do đó được các nhà hàng ưa chuộng hơn. Lý giải xu hướng này, một chuyên gia trong ngành đã chia sẻ với chúng tôi rằng do tâm lý “uống để say” của người Việt Nam, nhiều người thấy việc uống bia tại nhà an toàn và thoải mái hơn.

Hình 8: Cơ cấu tiêu thụ bia theo kênh tại Việt Nam



Nguồn: Heineken Brewery Vietnam

Hình 9: Cơ cấu tiêu thụ bia theo hình thức bao bì tại Việt Nam



Nguồn: Heineken Vietnam Brewery

Người tiêu dùng đang thay đổi thị hiếu sang phân khúc cao cấp hơn

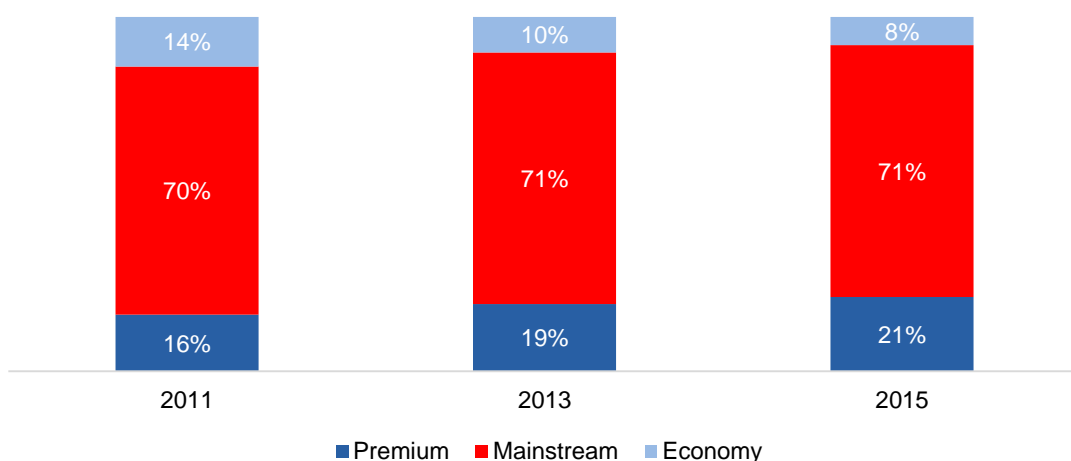
Hình 10: Các phân khúc và các sản phẩm/thương hiệu chính

Phân khúc	Giá bán lẻ (lon/chai 330 ml)	Sản phẩm chính
Sang trọng	Trên 23.000 VND	 
Cao cấp	15.500-18.500 VND	   
Cao cấp vừa túi tiền	12.000-13.500 VND	    
Trung cấp	8.500-10.000 VND	   
Trung cấp (tiếp theo)	8.500-10.000 VND	   
Bình dân	Dưới VND8.000	Bia hơi và các thương hiệu nhỏ khác

Nguồn: VCSC tổng hợp

Với Tiger và Saigon Special, phân khúc cao cấp đang giành được thị phần. Cách đây 5 năm, phân khúc cao cấp vừa túi tiền gần như không tồn tại tại Việt Nam, khiến có sự chênh lệch lớn về giá giữa phân khúc trung cấp và cao cấp. Tình hình đã có sự thay đổi trong vài năm qua khi Heineken NV đưa thương hiệu Tiger trở thành cao cấp vừa túi tiền, trong khi Sabeco đang đẩy mạnh xây dựng thương hiệu Saigon Special. Các thương hiệu này đã tận dụng được số người tiêu dùng trung cấp chuyển sang các dòng sản phẩm cao cấp hơn. Phân khúc này đạt tăng trưởng kép hàng năm 12% về sản lượng trong giai đoạn 2011-2015. Trong khi đó, người tiêu dùng cũng đang chuyển dịch từ phân khúc giá rẻ sang phân khúc trung cấp, cho phép phân khúc này giữ được thị phần.

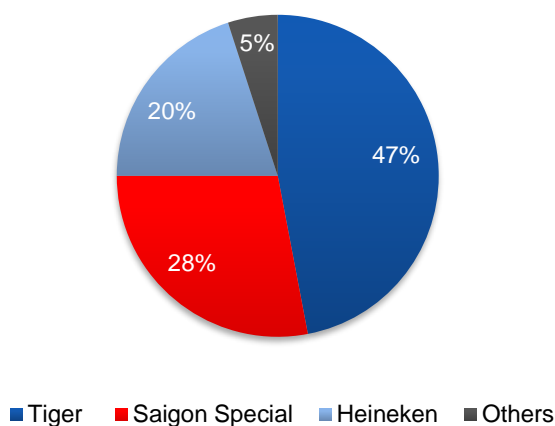
Hình 11: Cơ cấu ngành bia Việt Nam theo phân khúc



Nguồn: Heineken Vietnam Brewery

Heineken NV thống lĩnh phân khúc cao cấp, sau đó là Sabeco. Tiger (47%) và Heineken (20%) giúp Heineken NV chiếm đến 2/3 phân khúc cao cấp. Tuy không có thông tin chính thức nhưng nghiên cứu ngành bia của chúng tôi cho thấy sản lượng bán ra của Saigon Special bằng khoảng 60% của Tiger, cho thấy thương hiệu này có thị phần khoảng 28% tại phân khúc cao cấp. 5% còn lại chủ yếu thuộc về các thương hiệu nước ngoài, đặc biệt là Sapporo và Budweiser, đều có nhà máy tại Việt Nam.

Hình 12: Cơ cấu phân khúc cao cấp theo thương hiệu

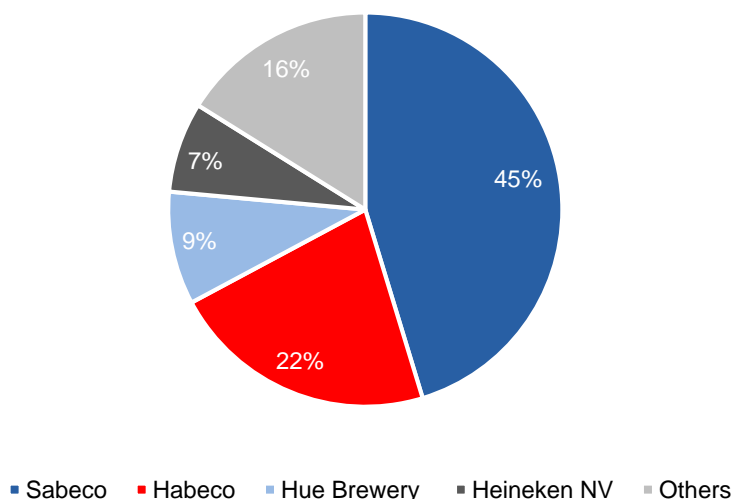


Nguồn: Heineken Vietnam Brewery và VCSC

Phân khúc trung cấp phân tán hơn, nhưng bốn công ty lớn trên vẫn có thị phần tổng cộng trên 80%. Phân khúc trung cấp là phân khúc lớn nhất và có nhiều nhà sản xuất nhất tại Việt Nam. Như đã đề cập trên đây, nhờ đã dẫn đầu thị trường địa lý của mình, Sabeco, Habeco, và Hue Brewery (do Carlsberg sở hữu 100%) là ba doanh nghiệp chính trong phân khúc trung cấp, sau đó là Heineken NV. Danh mục sản phẩm trung cấp của Sabeco gồm ba thương hiệu là Sài Gòn Lager, Sài Gòn Export, và 333, trong khi Habeco vẫn chủ yếu dựa vào sản phẩm Bia Hà Nội. Cũng như Habeco, Hue Brewery đã tiếp tục dựa vào thương hiệu truyền thống Huda, trong khi Heineken NV nhắm vào phân khúc trung cấp với thương hiệu Larue, đặc biệt mạnh tại hai thành phố miền Trung là Quảng Nam và Đà Nẵng, là nơi Heineken NV có nhà máy sản xuất bia, ngoài Cà Mau.

Ngoài bốn công ty trên, phần còn lại của phân khúc trung cấp thuộc về một số công ty như San Miguel, Sab Miller (thương hiệu Zorok), Carlsberg (không tính Hue Brewery, cụ thể là thương hiệu Halida), Masan Brewery (Sư Tử Trắng) và Đại Việt. Masan Brewery, sau khi trở thành công ty con của CTCP Tập đoàn Masan (HSX: MSN) năm 2013, đã đạt được nhiều bước tiến lớn trong việc tăng cường hiện diện trên thị trường. Sau khi thâm nhập Đồng bằng Sông Cửu Long, công ty hiện đang mở rộng sang miền Đông Nam Bộ cũng như bước đầu thâm nhập miền Bắc. Masan Brewery đạt sản lượng bán ra 45 triệu lít vào năm ngoái và công ty dự kiến con số này cho năm 2016 sẽ tăng gấp đôi.

Hình 13: Cơ cấu thị phần phân khúc trung cấp theo công ty (ước tính)



Nguồn: VCSC

Tình hình thị phần: Heineken và Sabeco đang áp đảo, Carlsberg trụ vững, trong khi Habeco thụt lùi

Để biết thêm thông tin chi tiết về từng doanh nghiệp, vui lòng xem phần thông tin doanh nghiệp trang 16.

Doanh thu Heineken Vietnam Brewery đạt tăng trưởng kép hàng năm 14% từ 2012-2015, theo công bố của công ty. Heineken Vietnam Brewery là công ty con của Heineken NV chuyên phụ trách thị trường miền Trung và Nam, trong khi công ty con còn lại của Heineken NV, APB Hanoi, phụ trách thị trường miền Bắc. Sản lượng bán ra của Heineken Vietnam Brewery đạt tăng trưởng kép hàng năm 2012-2015 trên 14%, trong đó thương hiệu Tiger, có giá vừa túi tiền, là yếu tố trụ cột, với sản lượng bán ra đạt tăng trưởng kép hàng năm 36%, trong khi thương hiệu Heineken cao cấp hơn, có sản lượng bán ra năm 2015 sụt giảm gần 40% so với năm 2011, theo ước tính của chúng tôi. Trong 6 tháng đầu năm 2016, Heineken NV tiếp tục báo cáo sản lượng tăng trưởng hai chữ số và thị phần tại Việt Nam tăng nhờ Tiger.

Sản lượng bán ra của Sabeco đạt tăng trưởng kép hàng năm 6,4% từ 2012-2015, cao hơn so với con số của toàn ngành là 4,5%. Không có thông tin về cơ cấu sản lượng theo thương hiệu, nhưng nghiên cứu ngành bia của chúng tôi cho thấy sản lượng của Saigon Special tăng trong thời gian qua, trong khi 333 giảm. Hiện diện tại phân khúc cao cấp vừa túi tiền, là phân khúc hiện đang phát triển mạnh, hệ thống nhà máy và phân phối rộng khắp tại miền Nam, thâm nhập thành công thị trường miền Bắc, cũng như các thành quả rõ nét về tiếp thị và xây dựng thương hiệu là các yếu tố giúp Sabeco có thể giữ vững thị phần bất chấp sự cạnh tranh của Heineken NV cũng như các đối thủ mới như Masan Brewery. Trong 6 tháng đầu năm, Sabeco cho biết sản lượng tăng trưởng tốt 11% so với cùng kỳ năm ngoái.

Sản lượng của Habeco đạt tăng trưởng kép hàng năm 4,1% từ 2012-2015. So với các nỗ lực xây dựng thương hiệu và tiếp thị của Sabeco và Heineken, Habeco vẫn chưa tỏ ra cải thiện nhiều về khía cạnh này. Vì vậy, thị phần của Habeco đã thu hẹp khi Sabeco mở rộng ra miền Bắc. Trong 6 tháng đầu năm 2016, sản lượng bán ra của Habeco giảm 1,3% so với cùng kỳ năm ngoái.

Carlsberg cho biết sản lượng bán ra tại Việt Nam đi ngang trong năm 2015 nhưng tăng trong 6 tháng đầu năm 2016. Theo thông báo chính thức của công ty, Carlsberg cho rằng lý do khiến sản lượng năm 2015 đi ngang là lũ lụt tại miền Bắc hồi tháng 07/2015, sau đó kết quả Quý 4 cao đã bù đắp lại. Sản lượng bán ra năm 2015 cũng bị ảnh hưởng do việc giảm tồn kho vào tháng 12/2015 trước dịp Tết và việc tăng thuế tiêu thụ đặc biệt từ ngày 01/01/2016. Tuy nhiên, Carlsberg cho biết doanh thu từ thị trường Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2016 tăng 8%, một phần nhờ công ty tung ra thị trường thương hiệu Tuborg vào tháng 04/2016. Thương hiệu này nhắm vào người tiêu dùng trẻ tuổi, thích tiệc tùng của Việt Nam.

Masan Brewery tuy mới xuất hiện tại phân khúc trung cấp nhưng đang nhanh chóng tăng cường hiện diện tại các đô thị loại hai và khu vực nông thôn. Công ty con này của Masan Group đã tung ra thị trường thương hiệu Sư Tử Trắng hồi tháng 09/2013, và sản lượng bán ra năm 2015 đã lên đến 45 triệu lít. Trong Quý 1/2016, Masan Brewery đã nhận được khoản đầu tư 50 triệu USD từ Singha, Thái Lan để tài trợ việc mở rộng trong tương lai, đổi lại Singha sẽ sở hữu 33% cổ phần Masan Brewery. Tuy cạnh tranh trực tiếp với đối thủ lớn Sabeco tại các thị trường mà công ty nhắm đến (đồng bằng Sông Cửu Long và Đông Nam Bộ), Masan Brewery đạt kết quả tốt nhờ kinh nghiệm trong ngành FMCG của Masan, nhanh chóng mở rộng mạng lưới phân phối, đồng thời tập trung thương hiệu vào các giá trị gia đình và bè bạn, nên đã được người tiêu dùng đón nhận nồng nhiệt. Trong 6 tháng đầu năm 2016, doanh thu Masan Brewery tăng mạnh 83%.

Sapporo và AB InBev đã ít nhiều gây chú ý nhưng hiện diện tại Việt Nam vẫn chưa đáng kể. Sapporo và AB InBev là các đối thủ nước ngoài mới gia nhập thị trường Việt Nam đáng

chú ý vì có nhà máy đặt trong nước. Cả hai doanh nghiệp đang tập trung vào phân khúc cao cấp (bao gồm cao cấp vừa túi tiền) và các thành phố lớn. Do cạnh tranh gay gắt tại các thị trường này, nên đến nay cả hai vẫn chưa đạt được kết quả đáng kể. Sản lượng bán ra của Sapporo năm 2015 chỉ tăng 6% dù sản lượng bán ra năm 2014 còn thấp, và công ty vẫn chưa hoạt động với công suất tối đa 40 triệu lít/năm.

Các quy định đáng chú ý: Thuế tiêu thụ đặc biệt và giấy phép sản xuất

Thuế tiêu thụ đặc biệt tăng sẽ gây áp lực đối với biên lợi nhuận các công ty bia, đặc biệt là ở phân khúc trung cấp. Thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia tăng từ 45% lên 50% năm 2013 lên 55% năm 2016 và dự kiến sẽ tăng tiếp lên 60% năm 2017 và 65% năm 2018. Điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của các công ty bia, đặc biệt là các công ty tại phân khúc trung cấp, vì đây là phân khúc cạnh tranh và khách hàng dễ chịu tác động của giá bán nhất.

Trong khi đó, các thương hiệu cao cấp khó bị ảnh hưởng hơn trong trung hạn. Trong khi cạnh tranh gay gắt có thể khiến giá bán tăng chậm lại vì các công ty bia phải theo dõi phản ứng của các đối thủ, chúng tôi cho rằng trong trung hạn, các công ty bia có thể dần điều chỉnh giá bán trung bình để bảo vệ biên lợi nhuận, vì phân khúc này không chịu nhiều tác động của giá. Giá sản phẩm chỉ là một trong nhiều yếu tố khi người tiêu dùng quyết định lựa chọn giữa các thương hiệu khác nhau, bên cạnh thông điệp, giá trị, hình ảnh đi kèm và hiện diện của các sản phẩm tại các điểm bán lẻ là các yếu tố khác. Ngoài ra, Việt Nam có một tầng lớp người tiêu dùng năng động ngày càng đô thị hóa, và giá thành không phải là một vấn đề lớn đối với họ khi tham gia các bữa tiệc và gặp mặt. Heineken Vietnam Brewery cho biết trước và sau khi thuế tiêu thụ đặc biệt tăng trong tháng 01/2016, công ty đã tăng giá bán trung bình để bù đắp một phần chi phí tăng thêm.

Giấy phép sản xuất có thể là trở ngại chính đối với các doanh nghiệp mới. Để mở nhà máy sản xuất bia tại Việt Nam, các doanh nghiệp phải được Bộ Công Thương cấp giấy phép. Trong khi các quy định khá rõ ràng, việc thực hiện có thể gặp nhiều khó khăn. Ngay cả khi tất cả các tỉnh thành đều sẵn sàng tạo điều kiện cho các nhà máy bia mới nhằm thu thuế, việc cấp phép còn tùy thuộc vào quy hoạch bia và đồ uống của Bộ Công Thương, có thể đã được đăng ký trước nhiều năm. Ví dụ, trong trường hợp của MSN, công ty đã có được giấy phép mở nhà máy bia tại tỉnh Hậu Giang vì giấy phép trước đây đã được cấp cho một công ty khác, mà công ty này lại không sử dụng. Trong khi đó, có thể có một số ngoại lệ đối với các công ty nước ngoài với lý do thiện chí giữa chính phủ các nước. Dù vậy, muốn xin được giấy phép thì phải có kinh nghiệm về các quy trình và vì lý do này, chúng tôi biết rằng các công ty bia nước ngoài thường hợp tác với một đối tác trong nước khi xin giấy phép sản xuất. Điều này khiến việc nhà nước thoái vốn khỏi Sabeco và Habeco càng trở nên hấp dẫn đối với các công ty bia nước ngoài vì giúp các công ty này tiếp cận thị trường bia Việt Nam nhanh chóng hơn rất nhiều về mặt sản xuất.

Thông tin chi viết về các công ty lớn trên thị trường bia

Trong phần này của báo cáo, chúng tôi sẽ giới thiệu các công ty bia đáng chú ý nhất trên thị trường Việt Nam, trừ Sabeco và Habeco. Hai công ty này sẽ được đề cập chi tiết hơn trong phần sau.

Heineken NV: Thống lĩnh phân khúc cao cấp

Heineken NV hoạt động tại Việt Nam thông qua hai công ty con là Heineken Vietnam Brewery Ltd (tiền thân là Vietnam Brewery Ltd) and APB Hanoi. Heineken NV nắm giữ cổ phần 60% tại Heineken Vietnam Brewery và Satra, một doanh nghiệp nhà nước, nắm giữ 40% còn lại. Heineken Vietnam Brewery phụ trách thị trường miền Trung và miền Nam, trong khi APB Hanoi phụ trách thị trường miền Bắc. Do không có nhiều thông tin về APB Hanoi và Heineken Vietnam Brewery đóng góp phần lớn doanh thu của Heineken NV tại Việt Nam, trong báo cáo này chúng tôi xem Heineken Vietnam Brewery là đại diện cho Heineken NV.

Như đã đề cập trên đây, Heineken NV có thị phần 67% tại phân khúc cao cấp tại Việt Nam, trong đó 40% thuộc về thương hiệu Tiger và 27% thuộc về thương hiệu Heineken. Đối thủ chính tại phân khúc này là Sabeco với thương hiệu Saigon Special, thị phần ước đạt 28%.

Heineken Vietnam Brewery sở hữu 5 nhà máy tại Việt Nam, trong đó ba nhà máy tại miền Nam và hai nhà máy tại miền Trung, hai thị trường trọng điểm.

Hình 14: Các nhà máy bia của Heineken Vietnam Brewery

Nhà máy	Sản phẩm chính	Khu vực
TP. HCM (miền Nam)	Heineken và Tiger	Miền Nam, đặc biệt là các thành phố chính và đô thị loại 2
Đà Nẵng (miền Trung)	Larue và các thương hiệu trung cấp khác	Đà Nẵng
Quảng Nam (miền Trung)	Larue và các thương hiệu trung cấp khác	Quảng Nam
Tiền Giang (miền Nam)	Larue và các thương hiệu trung cấp khác	Cà Mau
Bà Rịa – Vũng Tàu (miền Nam)	N/A (mới mua lại từ Carlsberg)	Bà Rịa – Vũng Tàu

Nguồn: VCSC tổng hợp

Với thương hiệu Tiger, Heineken đã mở rộng thị phần trong các năm qua. Như đã đề cập trên đây, doanh thu của Heineken Vietnam Brewery đạt tăng trưởng kép hàng năm 14% giai đoạn 2012-2015 vì sản lượng bán ra của bia Tiger đạt tăng trưởng kép hàng năm 36%, trong khi sản lượng bán ra của Heineken giảm mạnh gần 40% so với năm 2011. Việc bia Tiger, với giá thấp hơn, là trụ cột thúc đẩy doanh thu cho thấy sản lượng bán ra của Heineken Vietnam Brewery giai đoạn 2012-2015 tăng trưởng kép hàng năm trên 14%, so với 4,5% của toàn ngành trong giai đoạn này. Trong 6 tháng đầu năm 2016, Heineken NV một lần nữa báo cáo đạt tăng trưởng hai chữ số tại thị trường Việt Nam nhờ thương hiệu Tiger.

Tiger thành công trong khi Heineken gặp khó khăn nhờ các yếu tố sau:

- Phân khúc cao cấp vừa túi tiền bắt đầu phát triển nhanh chóng cách đây 5 năm, dẫn đầu là Tiger và Saigon Special. Tại thời điểm đó, có sự chênh lệch lớn về giá giữa phân khúc trung cấp và cao cấp, khiến khách hàng khó chuyển sang phân khúc cao cấp. Tiger và Saigon Special đã rút ngắn sự chênh lệch về giá giữa hai phân khúc này.

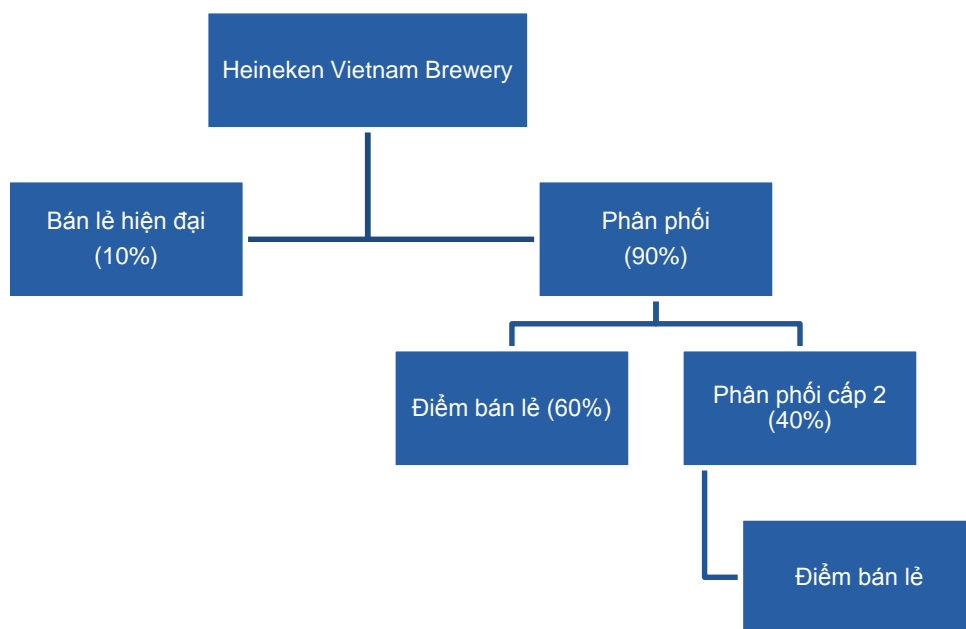
- Tiger xây dựng thương hiệu hiệu quả, nhắm vào người tiêu dùng trẻ tuổi, năng động của Việt Nam. Tiger đã gắn liền yếu tố “bản lĩnh” với thương hiệu của mình, phù hợp với người tiêu dùng trẻ tuổi Việt Nam. Tiger được định vị khéo léo để không trùng lặp với Heineken, vì Heineken được cho là sản phẩm dành cho các khách hàng đã ít nhiều đạt được thành công trong sự nghiệp cũng như cuộc sống. Nói cách khác, Heineken NV có lợi thế trong việc thu hút các khách hàng của Tiger hiện nay sang các sản phẩm cao cấp hơn, như Heineken.

- Ngoài sự nổi lên của phân khúc cao cấp vừa túi tiền, sản lượng bán ra của Heineken còn bị ảnh hưởng do tình trạng bia giả, đặc biệt là tại Miền Bắc. Điều này đã khiến người tiêu dùng mất niềm tin vào thương hiệu này. Tuy nhiên, sản lượng bán ra của Heineken đã phục hồi, khi tăng 2% năm 2015 và tiếp tục tăng nhẹ trong 6 tháng đầu năm 2016.

Heineken Vietnam Brewery có hệ thống phân phối tối ưu nhất... Theo trao đổi của chúng tôi với một số người trong ngành bia, chúng tôi được biết khác với Sabeco và Habeco, Heineken Vietnam Brewery quản lý hiệu quả giá bán tại khoảng 250 nhà phân phối và bán lẻ, trong đó các nhà phân phối được hưởng biên lợi nhuận 3%-4%. Điều này cho phép Heineken tránh được tình trạng các nhà phân phối cạnh tranh với nhau về giá. Trong khi đó, hệ thống của Heineken Vietnam Brewery được thiết kế để đảm bảo các nhà phân phối sẽ tập trung vào khu vực của mình, thay vì tìm cách thâm nhập khu vực của nhau.

... và vẫn đang cải thiện. Từ 2009 đến 2015, sản lượng bán ra trung bình mỗi nhà phân phối của Heineken Brewery Vietnam tăng 2,3 lần. Cũng trong thời gian này, tỷ lệ vận chuyển trực tiếp của các nhà phân phối Heineken Brewery Vietnam tăng 23 điểm phần trăm, qua đó giảm chi phí phân phối.

Hình 15: Sơ đồ phân phối của Heineken Vietnam Brewery



Nguồn: Heineken Vietnam Brewery (2016)

Bằng cách tận dụng quy mô toàn cầu, đồng thời thích ứng với thị trường trong nước, Heineken Vietnam Brewery có lợi thế về tiếp thị và xây dựng thương hiệu. Ví dụ, đối với thương hiệu Heineken, Heineken Vietnam Brewery tận dụng được các chiến lược tiếp thị từ công ty mẹ như:

- Chiến dịch Giải UEFA, trong đó công ty tổ chức giải đấu tại các thành phố lớn trong khi phiên bản đặc biệt được mở rộng đến các điểm bán lẻ. Trong khi đó, công ty cũng có các tiết mục quảng cáo tập trung vào khó khăn của đàn ông Việt Nam trong việc cùng nhau xem trận chung

kết UCL vì trận đấu này được phát sóng khoảng 2 giờ sáng giờ Việt Nam. Điều này đã có hiệu quả rất lớn nhờ tình yêu của người Việt Nam dành cho bóng đá.

- Chiến dịch James Bond
- Chiến dịch Cities

Để gắn liền khái niệm “bản lĩnh” với thương hiệu Tiger, Heineken Vietnam Brewery tiếp tục tận dụng “UNCAGE”, trong đó công ty đưa ra các câu chuyện và hoạt động xung quanh các nhân vật tự thử thách chính mình (trèo Bức tường Tiger) hay phá vỡ các lễ thói thông thường để đi theo đam mê của chính mình.

Hình 16: Bức tường Tiger tại TP. HCM



Nguồn: Zing News

Heineken Vietnam Brewery cũng đi đầu trong việc sử dụng công nghệ số tại Việt Nam và hưởng lợi nhờ việc Heineken NV hợp tác trên quy mô toàn cầu với Facebook. Nhờ phối hợp kiến thức chuyên môn trên thị trường thế giới với am hiểu thị trường trong nước, Heineken đã trở thành thương hiệu phổ biến nhất Việt Nam. Các hoạt động đầu tư vào xây dựng thương hiệu khác của Heineken Vietnam Brewery bao gồm tài trợ các sự kiện lớn về âm nhạc, hoặc các bữa tiệc giao thừa.

Heineken Vietnam Brewery hưởng lợi nhờ việc ký kết hợp đồng mua nguyên liệu trên thị trường thế giới một cách tập trung. Công ty cho biết trên 50% hợp đồng là do công ty mẹ ký kết. Điều này cho phép công ty có lợi thế về chi phí nguyên liệu đầu vào.

Heineken Vietnam Brewery có biên lợi nhuận từ HĐKD cao hơn, lên đến trên 30% theo ước tính của chúng tôi nhờ thống lĩnh phân khúc cao cấp cũng như hệ thống hoạt động hiệu quả. Con số này cao hơn nhiều so với 14% của Sabeco và 11% của Habeco năm 2015. Thực tế, Heineken Vietnam Brewery có biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cao hơn so với mảng Châu Á – Thái Bình Dương của Heineken NV ở mức 28% năm 2015.

Carlsberg Vietnam

Hiện hoạt động của Carlsberg tại Việt Nam bao gồm:

- **Hue Brewery (sở hữu 100%):** Hue Brewery, nằm tại thành phố Huế, là nhà máy bia lớn nhất miền Trung. Hue Brewery ban đầu là liên doanh giữa Carlsberg và chính quyền thành phố Huế năm 1994. Năm 2011, Carlsberg đã chi 1,880 tỷ đồng để mua lại 50% còn lại để sở hữu hoàn

toàn nhà máy bia này, với khoản lợi nhuận tương ứng là 300 tỷ đồng, theo nhiều nguồn đưa tin. Không có công bố chính thức, nhưng theo nghiên cứu ngành bia của chúng tôi, Hue Brewery năm 2015 bán ra khoảng 250 triệu lít bia, cao hơn so với 229 lít năm 2014. Các thương hiệu chính của Hue Brewery là Huda và Huda Gold.

- **Southeast Asia Brewery (sở hữu 100%):** Southeast Asia Brewery ban đầu là liên doanh giữa Carlsberg và Bia Việt Hà năm 1994. Năm 2014, cổ phần của Carlsberg là 100%. Thương hiệu chính của Southeast Asia Brewery là Halida, là một thương hiệu trung cấp tại miền Bắc, nhưng doanh thu không đáng kể.

- **Cổ phần chiến lược 17% tại Habeco:** Carlsberg đã mua lại 16,07% cổ phần tại Habeco tại đợt IPO năm 2008, và sau đó tăng lượng cổ phần lên 17%.

- **Sản xuất và phân phối toàn quốc các thương hiệu Carlsberg và Tuborg.** Doanh thu của cả hai thương hiệu này còn thấp. Tuborg được tung ra vào tháng 04/2016 và theo Carlsberg, đạt kết quả ban đầu đáng khích lệ.

Tuy thương hiệu của chính Carlsberg còn chưa đạt kết quả cao nhưng hoạt động của công ty tại Việt Nam đến nay có thể được xem là thành công, chủ yếu nhờ Hue Brewery. Carlsberg chủ yếu tránh cạnh tranh gay gắt tại miền Nam, đặc biệt là TP. HCM, đồng thời thống lĩnh thị trường miền Trung. Trong khi đó, nhờ nắm cổ phần chiến lược tại Habeco nên Carlsberg có thể thâm nhập thị trường miền Bắc. Khu vực này sẽ trở thành một thị trường rất lớn đối với công ty nếu Carlsberg có thể nắm được cổ phần kiểm soát.

Masan Brewery

Masan Brewery là công ty con của Masan Group (MSN), sở hữu một trong những nền tảng thực phẩm và đồ uống hàng đầu Việt Nam. MSN đã mua lại Masan Brewery năm 2013 và tung ra thương hiệu Sư Tử Trắng, phân khúc trung cấp cũng trong năm đó. Masan Brewery tập trung chiến lược vào Khu vực đồng bằng sông Cửu Long và đến nay đã đạt được một số thành công. Năm 2015, Masan Brewery đã bán được 45 triệu lít và thu về 706 tỷ đồng doanh thu. Năm 2016, công ty dự kiến tăng gấp đôi sản lượng bán ra bằng cách tăng cường hiện diện tại Khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long cũng như mở rộng sang miền Đông Nam Bộ. Chúng tôi được biết Masan Brewery cũng đang bước đầu thâm nhập thị trường miền Bắc. Masan Brewery nhắm vào tiêu thụ ngoài kênh nhà hàng và tập trung thương hiệu Sư Tử Trắng vào các giá trị tình bạn và gia đình và chỉ sản xuất dạng bia lon.

Hiện Masan Brewery có hai nhà máy sản xuất. Trong đó, một nhà máy đặt tại tỉnh Phú Yên (miền Trung) công suất 50 triệu lít/năm, và nhà máy còn lại đặt tại tỉnh Hậu Giang (đồng bằng Sông Cửu Long) với công suất 100 triệu lít/năm.

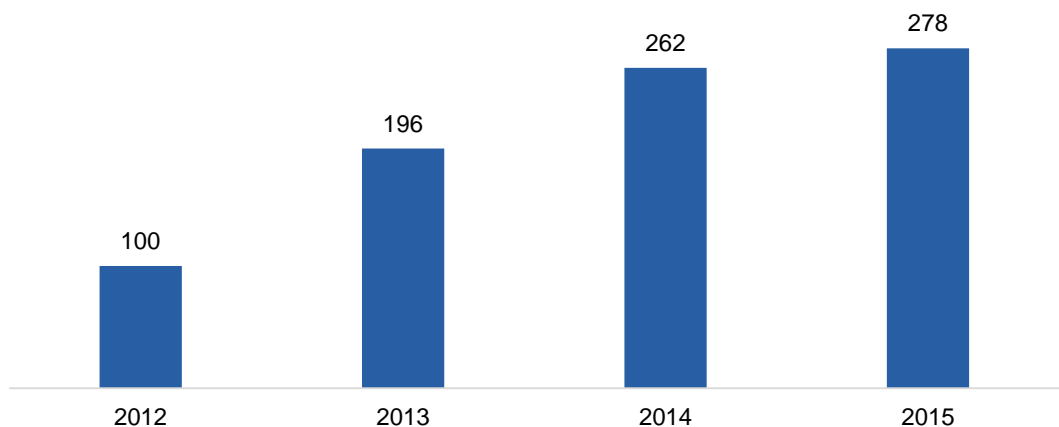
Sapporo

Sapporo thâm nhập thị trường Việt Nam bằng cách liên doanh với công ty thuộc là Vinataba, thuộc sở hữu nhà nước và khai trương nhà máy tháng 11/2011. Sapporo sau đó đã tăng cổ phần lên 100%. Nhà máy của Sapporo được đặt tại tỉnh Long An, cạnh TP. HCM và hiện có công suất 40 lít/năm.

Trong những năm đầu hoạt động tại Việt Nam, Sapporo đạt tăng trưởng doanh thu rất cao nhờ đầu tư mạnh vào kênh nhà hàng tại TP. HCM và các thành phố lớn khác, đồng thời hưởng lợi nhờ tâm lý ưa chuộng hàng Nhật của người Việt. Tuy nhiên, do cạnh tranh gay gắt, tăng trưởng doanh thu của Sapporo giảm mạnh năm 2015 và công ty đã không hoạt động với công suất tối đa. Chi phí tiếp thị mạnh khiến Sapporo liên tục thua lỗ tại Việt Nam khi thị trường này lỗ từ hoạt động kinh doanh 1 tỷ yên (~10 triệu USD) trong Quý 2/2016, xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái.

Các thương hiệu chính của Sapporo bao gồm Sapporo Premium (phân khúc cao cấp) và Sapporo Blue Cap (cao cấp vừa túi tiền). Sapporo Blue Cap được tung ra thị trường tháng 08/2016.

Hình 17: Chỉ số doanh thu Sapporo ở Việt Nam (2012 được chọn làm mốc chuẩn)



Nguồn: Sapporo Holdings

AB InBev

Tháng 05/2015, AB InBev bắt đầu hoạt động với nhà máy đặt tại tỉnh Bình Dương, cạnh TP. HCM, với công suất 100 triệu lít/năm. Công ty cho biết nhà máy này trong tương lai dự kiến sẽ không chỉ phục vụ thị trường Việt Nam, và còn các thị trường Châu Á khác như Ấn Độ, Lào, và Campuchia.

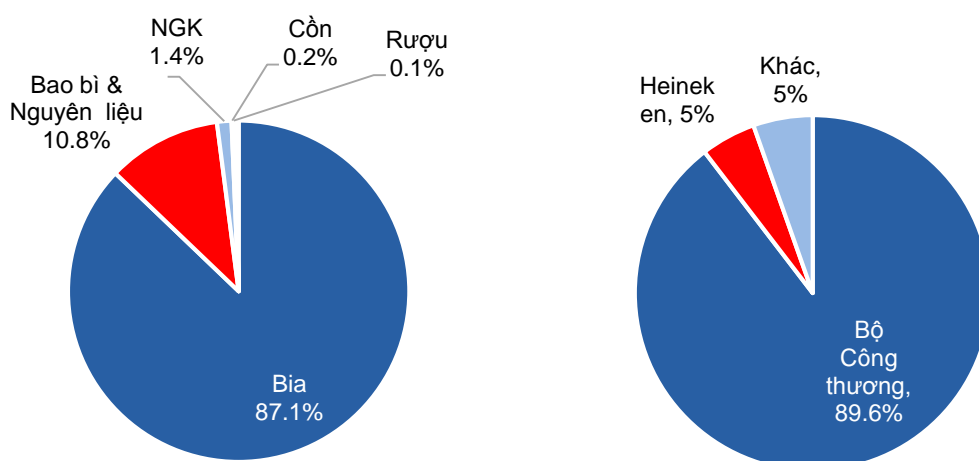
Với các thương hiệu Budweiser (cao cấp) và Beck's (cao cấp vừa túi tiền), AB InBev nhắm vào thị trường TP. HCM, chủ yếu thông qua kênh hiện đại. Cũng như tại các nước khác, AB InBev cũng tổ chức các sự kiện âm nhạc lớn để quảng bá thương hiệu tại Việt Nam. Ví dụ, năm 2015, công ty đã tổ chức cuộc thi DJ đầu tiên tại Việt Nam. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, đến nay, Budweiser vẫn chưa đạt được kết quả đáng kể. Việc mua lại SAB Miller sẽ không lập tức thay đổi vị thế của công ty tại Việt Nam vì đến nay hiện diện của SAB Miller tại Việt Nam vẫn chưa đáng kể.

Sabeco: Sự thay đổi trong cơ cấu sở hữu có thể giúp tăng lợi nhuận đáng kể

Công ty bia hàng đầu ở Việt Nam với 40% thị phần

Tổng CT Nước giải khát Bia Rượu Sài Gòn (Sabeco) tiền thân là Công ty Nước giải khát (NGK) Sài Gòn được thành lập năm 1977. Sau đó, công ty này đã thu tóm nhiều nhà máy bia khác trong miền Nam và trong năm 2003, các công ty này được hợp nhất lại với tên gọi Tổng CT Nước giải khát Bia Rượu Sài Gòn, hoặc Sabeco. Hiện tại, Sabeco đang sở hữu 24 nhà máy bia, trong đó có 20 nhà máy đang hoạt động và 4 nhà máy dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong thời gian tới, đạt công suất hàng năm 1,8 tỷ lít bia. Trong năm 2015, Sabeco đã bán hơn 1,5 tỷ lít bia, chiếm 40% thị phần.

Hình 18: Cơ cấu doanh thu và cơ cấu sở hữu của Sabeco năm 2015



Nguồn: Sabeco

Độ phủ sóng rộng lớn của nhà máy và hệ thống phân phối là nền tảng của thành công

Sabeco đã phát triển trở thành một “gã khổng lồ” thời điểm hiện tại thông qua việc thành lập và hợp nhất nhiều nhà máy bia, đặc biệt là ở phía Nam... Hiện tại, Sabeco có 24 nhà máy bia (16 ở miền Nam), cao hơn nhiều so với Habeco (15) và Nhà máy bia Heineken Việt Nam (5). Mạng lưới nhà máy bia rộng lớn này là một trong những lợi thế cạnh tranh lớn nhất của Sabeco do 1) cho phép Sabeco phân phối một cách hiệu quả và 2) việc xin cấp giấy phép sản xuất bia là thách thức cho các công ty khác, như được đề cập ở trên. Ngoài ra, khi các nhà máy bia thường đóng góp một lượng đáng kể cho các thành phố hoặc tỉnh thành dưới hình thức thu thuế, sự hiện diện của các nhà máy sản xuất có thể giúp các công ty được hỗ trợ từ các chính quyền thành phố hoặc tỉnh thành.

Việc mở rộng hệ thống nhà máy là nền tảng cho việc thu tóm thị phần của Sabeco trong vòng một thập kỷ qua, như được mô tả trong Hình 23. Số lượng nhà máy bia thuộc sở hữu hoặc liên doanh với Sabeco đã gia tăng từ con số 4 trong năm 2004 lên 17 hiện tại. Đã thiết lập được nền tảng vững chắc ở miền Nam, Sabeco đang tích cực mở rộng tấn công ra thị trường phía Bắc và giành lấy thị phần từ Habeco.

...được hỗ trợ bởi hệ thống phân phối rộng khắp. Hệ thống phân phối của Sabeco được tập trung ở Công ty TNHH Một thành viên Thương mại Sabeco (Sabeco Trading) (Sabeco sở hữu 100%), đồng nghĩa với tất cả các nhà máy của Sabeco (công ty con và công ty liên

doanh/liên kết) sẽ bán sản phẩm đầu ra cho Sabeco Trading. Sabeco Trading sau đó sẽ phân bổ lượng hàng này cho 10 công ty con ở từng khu vực, sau đó các công ty này sẽ thương lượng với 1.200 nhà phân phối. Cũng cần chú ý rằng dù Sabeco Trading chịu trách nhiệm quản lý toàn bộ hệ thống phân phối, tất cả các khâu vận hành như vận chuyển sẽ được thực hiện bởi 10 công ty con thương mại này.

Tất nhiên, số lượng nhà phân phối nói riêng sẽ không đủ để phản ánh sức mạnh phân phối của công ty, tuy nhiên, con số 1.200 của Sabeco (so với con số 250 của Heineken) ở một chừng mực nào đó cho thấy hệ thống phân phối rộng lớn của Sabeco.

Hình 19: Cơ cấu doanh nghiệp của Sabeco (cho mảng bia) và địa điểm các nhà máy bia cũng như các công ty thương mại của Sabeco



Nguồn: Sabeco & VCSC

Sabeco hiện đang đẩy mạnh marketing cho các thương hiệu chủ lực, trong đó một số thương hiệu đã trở thành biểu tượng ở Việt Nam

Sabeco sở hữu một các thương hiệu bia biểu tượng và có truyền thống tại Việt Nam, bao gồm thương hiệu “bia Sài Gòn” và “333”. Theo quan điểm của chúng tôi, giá trị thương hiệu của Sabeco đã được cải thiện như là một phần của giá trị truyền thống của công ty, Sabeco đang thực hiện các chiến dịch marketing, đặc biệt là thương hiệu Saigon Special (còn được biết đến với tên gọi “Sài Gòn lùn” do mẫu thiết kế chai thấp), được biết đến nhiều trong số giới trẻ.

Hình 20: Các sản phẩm chủ lực của Sabeco



Nguồn: Sabeco

Trước năm 2015, chiến dịch marketing của Sabeco được thực hiện theo các phương thức truyền thống và khá kém sáng tạo... Sabeco đã gia tăng đầu tư vào marketing khi chi phí quảng cáo và khuyến mãi (A&P) từ khoảng 2% doanh thu thuần lên mức 3,6% trong năm 2014. Tuy nhiên, chiến dịch và công cụ marketing mà công ty đã thực hiện, bao gồm cả Saigon Special, đã không tạo được tiếng vang và ấn tượng đối với giới trẻ và tầng lớp người tiêu dùng ưa thích các hình thức tương tự phương Tây ở Việt Nam. Sản lượng bán hàng đi ngang và thị phần mất đi trong năm 2014 là hồi chuông thức tỉnh của Sabeco.

Hình 21: Các chiến dịch marketing của Sabeco giai đoạn 2012-2014 khá lạc hậu và kém sáng tạo



Nguồn: Sabeco

...Nhưng công ty đã có những bước tiến lớn kể từ thời điểm đó. Kể từ đầu năm 2015, nhờ gia tăng thuê ngoài từ các công ty chuyên về marketing, thương hiệu hình ảnh của Sabeco đã trở nên hiện đại và có nhiều điểm nhấn hơn, Sabeco đã thực hiện các sự kiện theo kịp xu hướng hơn và tận dụng các nguồn truyền thông từ mạng xã hội (Facebook, Youtube) song song với làm mới hình ảnh các sản phẩm chủ lực của công ty, như Saigon Special và 333. Lấy ví dụ, từ năm 2015, Sabeco đã giới thiệu TVC (video quảng cáo) cho Saigon Special với nhận vật đại diện là Công Phượng, một cầu thủ bóng đá nổi tiếng ở Việt Nam trong những năm qua, trong khi giới thiệu lại câu slogan đã làm nên thương hiệu của dòng sản phẩm này kể từ lần xuất hiện đầu tiên năm 2009: “Dù bạn không cao nhưng người khác vẫn phải ngược nhìn”, làm gọi nhớ đến thiết kế kiểng chai thấp đặc biệt của thương hiệu này. Trong dịp Tết Nguyên đán năm 2016, Sabeco đã thực hiện chiến dịch marketing trong đó có những người tiêu dùng chia sẻ những câu chuyện truyền cảm hứng của mình, vốn phổ biến với tính cách của người Việt Nam hay chia sẻ các câu chuyện khi cùng uống bia. Ngoài ra trong năm 2016, Sabeco đã triển khai một TVC có tên gọi “Tình yêu đích thực”, được sử dụng để khuyến khích sự tự tin theo cách hài hước có liên quan đến nhãn hiệu Saigon Special. Trong khi đó, Sabeco đã bắt đầu tài trợ các sự kiện theo xu hướng, như Hypersonic Music Festival trong năm 2015, nhắm đến phân khúc người tiêu dùng trẻ phân khúc trung lưu.

Những nỗ lực này bắt đầu mang lại hiệu quả, khi tăng trưởng sản lượng bán ra của Sabeco tăng tốc đạt 10,2% trong năm 2015 so với 2014, và tăng 11% trong nửa đầu năm 2016 so với cùng kỳ 2015, qua đó giành lại được thị phần.

Hình 22: Kể từ năm 2015, marketing và thương hiệu của Sabeco đã vươn lên một tầm mới

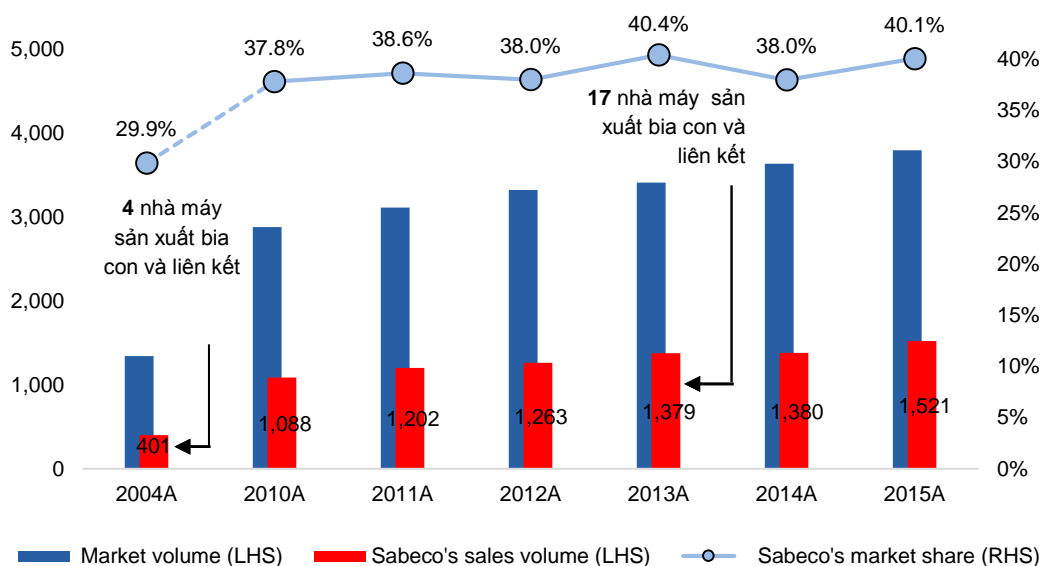


Nguồn: Sabeco

Sabeco đang giành lấy thị phần của Habeco ở miền Bắc

Tăng trưởng sản lượng đã trở lại với Sabeco trong 18 tháng qua luôn được hỗ trợ từ việc mở rộng thị phần tại miền Bắc nhờ thương hiệu Saigon Special. Theo nghiên cứu thực hiện bởi Nielsen, thị phần của Sabeco ở miền Bắc đã tăng từ 10% trong năm 2014 lên 14% trong năm 2015 và 15,5% trong 6 tháng đầu năm 2016. Tương phản lại, thị phần của Habeco ở miền Bắc giảm từ mức khoảng 55% trong năm 2014 còn khoảng 50% trong 6 tháng đầu năm 2016.

Hình 23: Diễn biến sản lượng (triệu lít) và thị phần của Sabeco



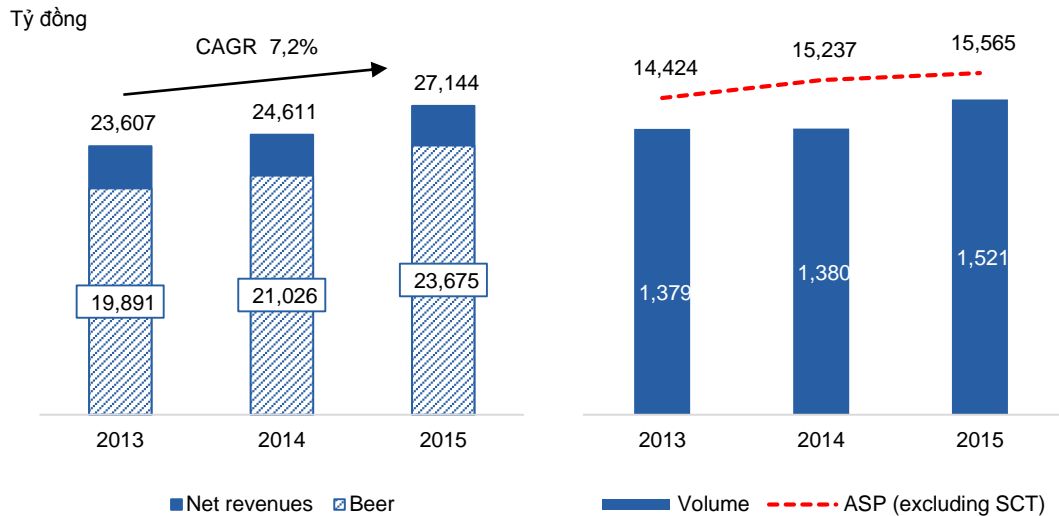
Nguồn: Sabeco, Canadean & VCSC

Tình hình tài chính

VCSC đã điều chỉnh KQKD để ghi nhận bổ sung thuế TTĐB. Sau quá trình thanh tra của Kiểm toán Nhà nước năm 2015, Sabeco bị yêu cầu phải trả khoản thuế TTĐB bổ sung trị giá 1,9 nghìn tỷ đồng (85 triệu USD) trong 3 năm tài chính 2013-2015. Điều này là do trước đây, Sabeco thanh toán thuế TTĐB dựa trên giá bán giữa Sabeco Trading (100% sở hữu của Sabeco) và các công ty con thương mại ở từng khu vực (vui lòng xem cơ cấu công ty ở hình 19). Tuy nhiên, Kiểm toán Nhà nước sau đó quyết định giá bán sử dụng để tính thuế TTĐB phải là giá bán giao dịch giữa các công ty con thương mại ở từng khu vực và nhà phân phối. Do không có các thông tin về vấn đề trước năm 2013 và nhằm để so sánh cùng cơ sở, chúng tôi chỉ đề cập đến tài chính của Sabeco dựa theo KQKD điều chỉnh trong giai đoạn 2013-2015.

Doanh thu đạt CAGR 7,2% giai đoạn 2013-2015 (mảng bia: 9,1%), dẫn dắt bởi mức tăng trưởng sản lượng 5% và chuyển đổi tích cực của cơ cấu sản phẩm. Phân tích ngành của chúng tôi cho thấy sản phẩm Saigon Special có giá cao là yếu tố dẫn dắt doanh số trong suốt giai đoạn này trong khi dòng sản phẩm truyền thống 333 trên đà giảm. Điều này giúp giá bán trung bình mảng bia (đã trừ thuế TTĐB) tăng với CAGR ước tính 3,9% giai đoạn 2013-2015.

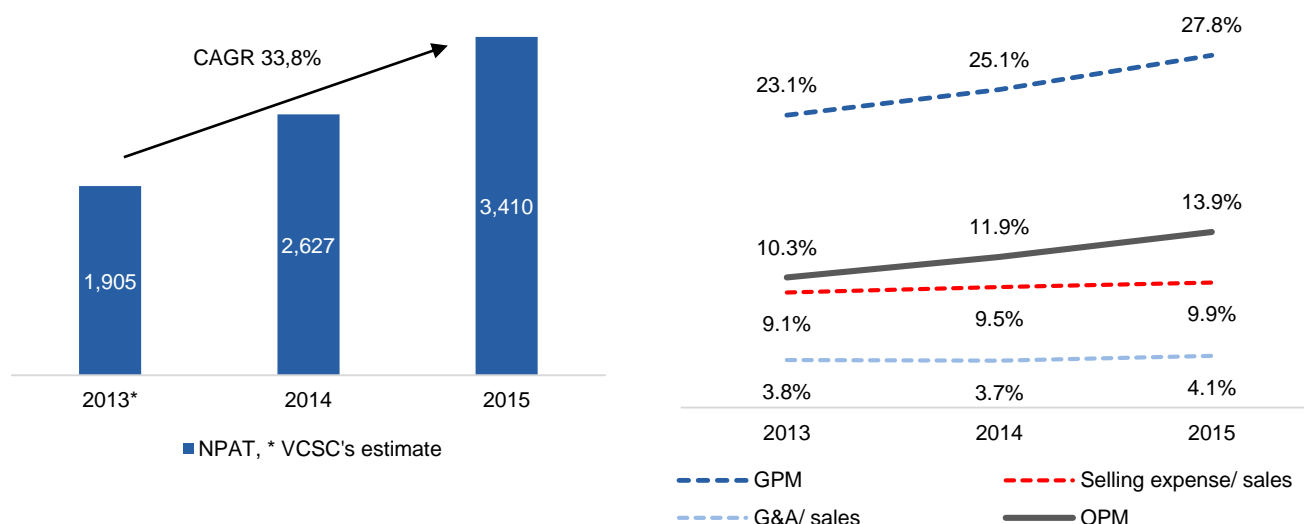
Hình 24: Doanh thu điều chỉnh của Sabeco, sản lượng (triệu lít) và giá bán trung bình (đồng/lít)



Nguồn: Sabeco và VCSC

LNST tăng trưởng với CAGR ấn tượng 33,8% giai đoạn 2013-2015 nhờ tăng trưởng biên LN góp mạnh mẽ. Biên LN góp của Sabeco đã tăng 4,7 điểm % trong năm 2015 so với 2013, trong đó chúng tôi nghĩ rằng sự chuyển đổi tích cực cơ cấu sản phẩm đóng vai trò quan trọng. Như đã đề cập, chúng tôi gặp khó khăn để giải thích chi tiết hơn do thiếu thông tin từ ban lãnh đạo Sabeco.

Hình 25: Diễn biến LNST của Sabeco (tỷ đồng) và biên LN giai đoạn 2013-2015



Nguồn: Sabeco và VCSC

Tăng trưởng LNST của Sabeco duy trì ở mức cao 25% trong nửa đầu 2016 do những yếu tố sau:

- Tăng trưởng sản lượng đạt 11%, cao hơn tăng trưởng sản lượng chung của ngành 5-6%, được dẫn dắt từ thương hiệu và chiến lược marketing cải thiện. Doanh thu thuần mảng bia tăng chậm hơn đạt 2% trong 9 tháng 2016, chúng tôi cho rằng một phần đến từ mức thuế TTĐB tăng từ 50% lên 55% từ tháng 01/2016.

- Tăng trưởng biên LN, được hỗ trợ từ mức tăng biên LN góp 1,2 điểm % trong khi chi phí bán hàng giảm 2,4% chủ yếu đến từ chi phí thấp hơn của thiết bị văn phòng, dịch vụ ngoài, ... chi phí G&A (Hành chính & Quản lý) cũng giảm mạnh 40% so với 6 tháng 2015.

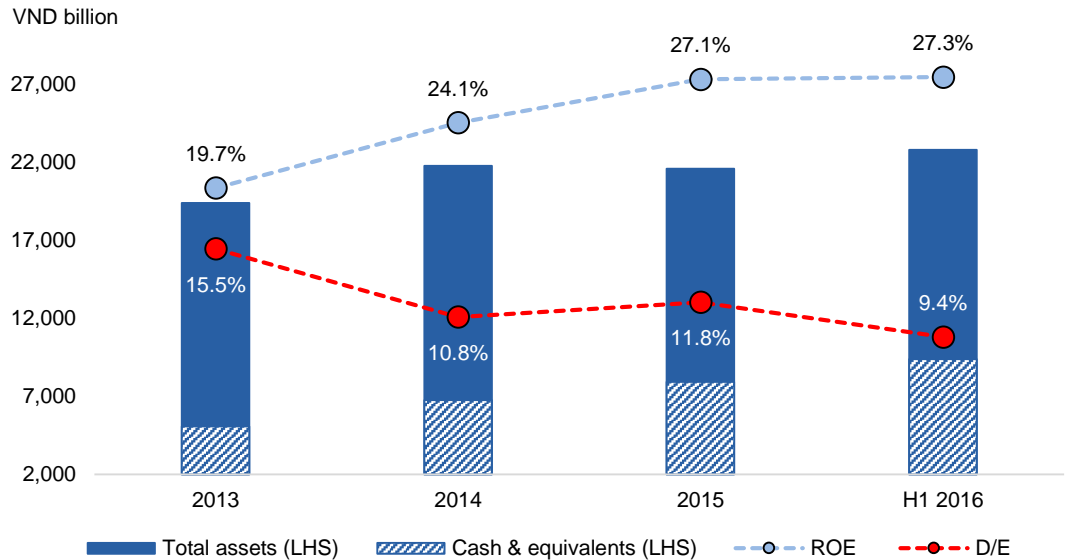
Hình 26: Tổng hợp KQKD 6 tháng đầu năm của Sabeco

Tỷ đồng	6 tháng 2015	6 tháng 2016	Tăng trưởng %	Nhận định của VCSC
Doanh thu thuần	14.286	14.736	3,2%	
- Măng bia	12.752	12.979	1,8%	Sản lượng bia tăng 11%, thuế TTĐB tăng từ 50% lên 55%
LN góp	3.751	4.058	8,2%	
- Măng bia	3.628	3.906	7,7%	Chi phí vận chuyển giảm
Chi phí bán hàng	-1.133	-1.106	-2,4%	Chi phí khác giảm (thiết bị văn phòng, dịch vụ bên ngoài, ...)
G&A	-530	-317	-40,2%	
LNST	1.850	2.319	25,4%	
Biên LN góp	26,3%	27,5%		
Biên LN từ HĐKD	14,6%	17,9%		
Biên LN ròng	13,0%	15,7%		

Nguồn: Sabeco và VCSC

Vị thế tiền mặt dồi dào của Sabeco là một điểm hấp dẫn khác đối với các nhà đầu tư tiềm năng. Khoản tiền mặt và tương đương tiền chiếm lần lượt 37% và 41% tổng tài sản của Sabeco tính đến cuối năm 2015 và 6 tháng 2016. Trong khi đó, nợ/vốn CSH vẫn ở mức thấp 9,4% trong nửa đầu năm 2016. Lượng tiền mặt dồi dào không chỉ đồng nghĩa với dư địa dồi dào để Sabeco gia tăng công suất hoặc đầu tư sâu hơn vào thương hiệu cũng như marketing, và cũng làm gia tăng sự thu hút đến nhà đầu tư chiến lược tiềm năng, ví dụ như từ góc nhìn EV/EBITDA.

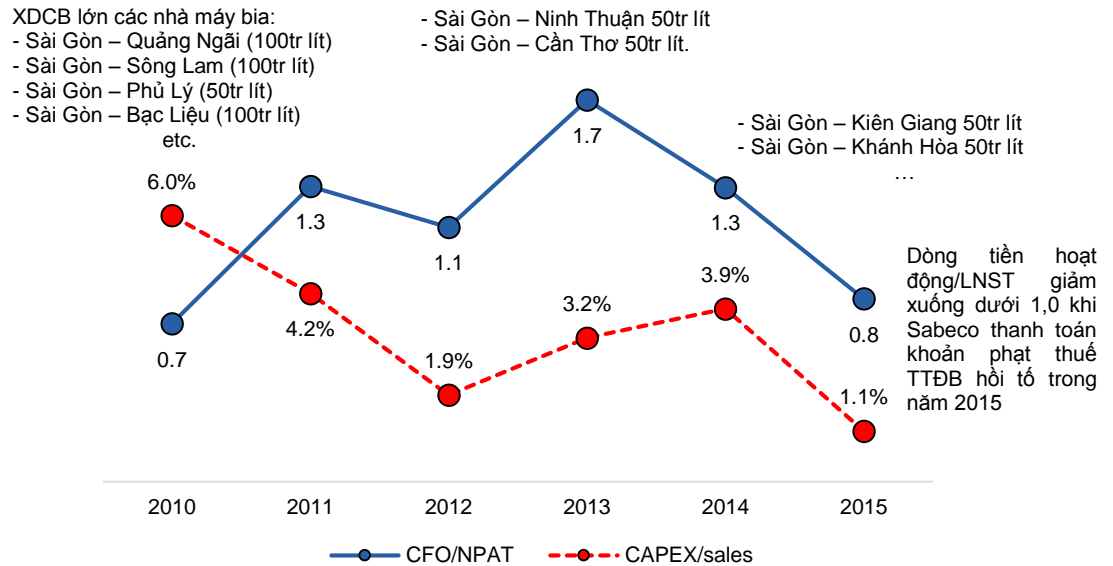
Hình 27: Bảng cân đối kế toán lành mạnh của Sabeco, dù vẫn đang cải thiện



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty và ước tính của VCSC (khoản mục tiền và tương đương tiền trước năm 2014 được điều chỉnh theo TT200 để so sánh tương đương)

Đầu tư XDCB không phải là vấn đề lớn, đặc biệt so với dòng tiền từ HĐKD mạnh mẽ của Sabeco. Hiện tại, Sabeco đang có 24 nhà máy bia, trong đó 20 đang hoạt động với tổng công suất 1,8 tỷ lít bia/năm. Với giả định tăng trưởng sản lượng hàng năm 7-8%, sẽ cần vài năm để Sabeco sử dụng hết công suất hiện tại. Trong bất kỳ hoàn cảnh nào, tài trợ vốn XDCB sẽ không phải là một vấn đề trong bối cảnh khả năng của Sabeco tạo ra tiền mặt, đặc biệt là khi Dòng tiền từ HĐKD/LNST của Sabeco luôn ở trên mức 1,0. Trong năm 2015, tỷ lệ giảm dưới 1,0 chỉ do Sabeco phải thanh toán tất cả khoản thuế TTĐB hồi tố.

Hình 28: XDCB không phải là một vấn đề, đặc biệt trong bối cảnh dòng tiền hoạt động tốt của Sabeco



Nguồn: Sabeco & VCSC

Cởi bỏ “chiếc áo” Doanh nghiệp Nhà nước có thể giúp Sabeco cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động và tạo ra những tiềm năng tăng lợi nhuận

Dù Heineken tập trung vào phân khúc cao cấp đóng vai trò trong việc tạo ra biên LN lớn cho công ty (biên LN từ hoạt động >30% trong năm 2015, theo ước tính của chúng tôi), thực tế việc biên LN hoạt động của Sabeco hiện đang ở mức 14% tương ứng với dư địa dồi dào để cải thiện. Ghi nhận mức gia tăng từ hoạt động này có thể được hỗ trợ bằng sự thay đổi ban lãnh đạo, nếu như Nhà nước thoái vốn hoàn toàn khỏi Sabeco như đã công bố. Chúng tôi đề cập đến một số khía cạnh mà Sabeco có thể cải thiện bên dưới:

Hợp nhất quyền sở hữu tại các công ty sản xuất con/liên kết. Sabeco không hoàn toàn sở hữu tất cả các công ty sản xuất và thương mại của mình, và trong một số công ty sản xuất, Sabeco thậm chí còn sở hữu lượng cổ phần thiểu số. Hợp nhất quyền sở hữu tại các công ty này sẽ giúp cải thiện các lợi ích cũng như cho phép Sabeco có thêm giá trị thông qua sở hữu toàn bộ chuỗi giá trị.

Gia tăng quyền sở hữu tại Sabetrans, công ty vận tải. Khâu vận tải của Sabeco từ các nhà máy bia đến các công ty thương mại được thực hiện bởi Sabetrans, trong đó công ty chỉ sở hữu 17% cổ phần. Với tầm quan trọng của Sabetrans đối với hoạt động của Sabeco, chúng tôi cho rằng sẽ là hợp lý để Sabeco tìm cách gia tăng sở hữu tại công ty này.

Kiểm soát tốt hơn hệ thống phân phối. Nghiên cứu của chúng tôi cho thấy hiện tại, Sabeco chỉ đang kiểm soát giá bán giữa các công ty phân phối khu vực và nhà phân phối, nhưng không phải giữa nhà phân phối và nhà bán lẻ. Ngược lại, Nhà máy Bia Heineken Việt Nam cũng kiểm soát luôn cả giá giao dịch giữa nhà phân phối và nhà bán lẻ, với nhà phân phối được hưởng biên LN 3-4% trên doanh số. Cơ cấu của Sabeco có thể kém hiệu quả dựa trên hai khía cạnh. Đầu tiên, cơ cấu này có thể tạo ra cuộc chiến giá cả giữa các nhà phân phối, đặc biệt trong mùa cao điểm, như Tết Nguyên đán. Thứ hai, kiểm soát giá bán giữa nhà phân phối và nhà bán lẻ sẽ cho phép Sabeco tránh mất đi biên LN tiềm năng hiện đang dưới sự kiểm soát của các nhà phân phối.

Cải tiến sản phẩm mới để tận dụng xu hướng cao cấp hóa và đạt được biên LN cao hơn. Sabeco hiện đang không có dòng sản phẩm nào trong phân khúc cao cấp (ví dụ phân khúc của Heineken), cao hơn một bậc so với dòng sản phẩm cao cấp vừa túi tiền của Saigon Special. Trong ĐHCĐ năm 2014, Chủ tịch của Sabeco đã cho biết công ty đang chuẩn bị triển khai dòng sản phẩm cao cấp có tên “Saigon Gold”. Tuy nhiên, với sự thiếu hụt đầu tư cần thiết trong đóng gói và thương hiệu, thương hiệu này đã không đủ thu hút sự quan tâm của thị trường.

Hình 29: Saigon Gold



Nguồn: Brands Vietnam

Gia tăng năng suất của CB-CNV, vốn là một vấn đề chung của các DNNN. Điều này có thể được thực hiện bằng cách sắp xếp/phân bổ hợp lý nguồn lực lao động của công ty hoặc tạo ra một môi trường làm việc tốt hơn để tuyển dụng và giữ chân nhân tài.

Định giá

Chúng tôi sử dụng các công ty bia hàng đầu, như AB InBev, Heineken, Molson Coors, ThaiBev, ... là các công ty so sánh cùng ngành đối với Sabeco với vị thế dẫn đầu tại Việt Nam. Do không thể có thêm nhiều thông tin chi tiết của công ty ở thời điểm hiện tại, định giá của chúng tôi chỉ đến từ phương pháp hệ số lợi nhuận trượt, bao gồm P/E và EV/EBITDA.

Hình 30: So sánh với các công ty cùng ngành khác trong khu vực

Triệu USD	Giá trị vốn hóa	DT thuần 12T	Tăng trưởng %	LNST trượt 12T	Tăng trưởng %	ROE	P/E trượt 12T	P/B	P/E điều chỉnh	ROA	Nợ ròng/CSH	EV/EBITDA trượt
Anheuser-Busch I	255.055	43.604	-7,3	8,273	-10,2	18,0	25,0	4,8	8,7	6,0	92,9	19,2
Heineken Nv	48.943	22.987	4,2	1,481	24,8	10,2	33,0	3,5	12,7	3,6	75,9	13,1
Molson Coors-B	23.674	3.505	-8,9	381	-30,1	4,4	32,8	2,4	26,4	2,6	35,5	27,0
Asahi Group Hold	16.894	16.017	1,8	563	10,6	7,7	25,4	2,0	24,1	3,5	47,3	10,0
Thai Beverage	16.757	5.297	13,5	800	22,0	25,6	21,1	5,0	29,0	16,0	34,2	20,5
Kirin Holdings C	14.821	18.341	-3,4	(401)	NM	(6,4)	NM	2,5	NM	(1,9)	80,5	10,5
Carlsberg-B	13.745	9.557	-1,0	(380)	NM	(5,0)	NM	2,0	NM	(1,9)	69,7	27,1
Tsingtao Brew-A	6.096	3.788	-6,4	246	-13,9	9,6	27,8	2,6	25,3	5,2	(46,3)	14,8
Beijing Yan-A	3.381	1.655	-6,7	69	-19,1	3,4	51,4	1,7	17,7	2,3	(5,8)	16,3
Sapporo Holdings	2.191	4.612	2,3	46	1696,5	3,6	41,6	7,8	39,5	0,9	161,9	10,0
Trung vị	15.789	7.427	-2,2	313	0,2	6,0	30,3	2,6	24,7	3,1	58,5	15,6
Trung bình	40.156	12.936	-1,2	1,108	210,1	7,1	32,3	3,8	22,9	3,6	54,6	16,9
Sabeco	NA	1.237	0,9	174	22,8	27,3	NA	NA	NA	17,8	(56,2)	NA

Nguồn: Bloomberg và VCSC (P/E điều chỉnh = P/E trượt / P/E thị trường tương ứng x P/E của VN-Index)

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp P/E điều chỉnh (50%) và EV/EBITDA (50%) để đạt được mức giá hợp lý 142.6000 đồng cho Sabeco. Con số này đến từ hệ số P/E và EV/EBITDA trung vị trượt điều chỉnh của các công ty cùng ngành lần lượt 24,7 lần và 13,8 lần, cộng thêm premium 10%, khi chúng tôi cho rằng 1) tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận tiềm năng của Sabeco đến từ sự thiếu hiệu quả vận hành mà chúng tôi đề cập ở trên và 2) Triển vọng tăng trưởng của Sabeco nhờ tốc độ tăng trưởng nhanh của ngành bia. Giá mục tiêu chung của chúng tôi tương ứng P/E trượt 25,1 lần.

Hình 31: Tóm tắt mô hình định giá của VCSC

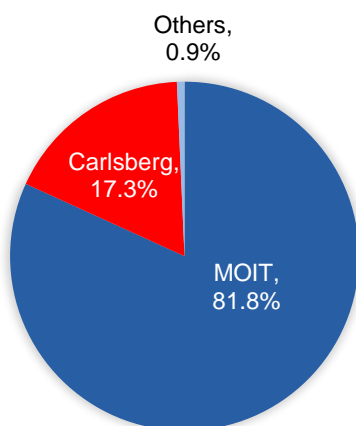
Phương pháp	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
EV/EBITDA	130.630	50%	65.315
P/E điều chỉnh	154.535	50%	77.268
Giá trị hợp lý của Sabeco			142.582
P/E trượt @ giá trị hợp lý			25,1x

Nguồn: VCSC

Habeco: Đi thật lùi so với các công ty cùng ngành

Habeco, CTCP Bia Rượu NGK Hà Nội, được thành lập năm 1957 sau khi Chính phủ tái khôi phục một công ty bia tư nhân của Pháp sau khi miền Bắc Việt Nam giành độc lập.

Hình 32: Cơ cấu sở hữu của Habeco



Nguồn: Habeco

Vua của miền Bắc

Habeco nắm giữ hơn 50% thị phần ở miền Bắc, dựa theo ước tính của chúng tôi từ sản lượng 700 triệu lít năm 2015.

Tương tự thương hiệu bia Sài Gòn của Sabeco, Bia Hà Nội của Habeco là một thương hiệu biểu tượng ở miền Bắc. Ngoài bia chai và bia lon, Habeco cũng sản xuất dòng bia hơi riêng, nổi bật nhất là thương hiệu “Bia hơi Hà Nội”. Bia hơi chiếm 15-16% tổng sản lượng của của Habeco theo ước tính của chúng tôi. Dòng bia bình dân (bia hơi) và sản phẩm chính (bia Hà Nội) chiếm phần lớn sản lượng của công ty khi thương hiệu cao cấp của Habeco, Trúc Bạch đã không thể đạt được mức thành công tương tự của Saigon Special.

Hình 33: Danh mục sản phẩm của Habeco



Nguồn: Habeco

Habeco có 15 nhà máy bia chủ yếu ở miền Bắc. 15 nhà máy này bán sản phẩm đầu ra cho 2 công ty phân phối của Habeco, gồm Công ty TNHH Một thành viên Habeco đối với bia chai và bia lon, và CTCP Thương mại Bia Hà Nội cho bia hơi. Hai công ty này sau đó sẽ bán sản phẩm cho các nhà phân phối. So với Sabeco, hiện đang mở rộng sự hiện diện ra miền Bắc cùng với nền tảng vững chắc tại miền Nam, Habeco hiện vẫn chỉ tập trung duy nhất tại thị trường phía Bắc, như được mô tả trong địa điểm các nhà máy.

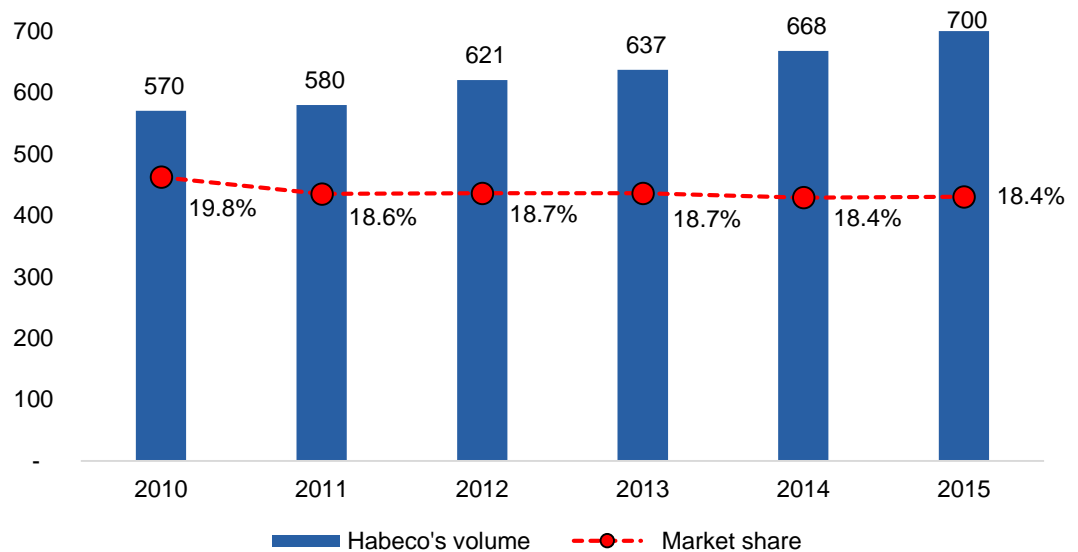
Hình 34: Cơ cấu doanh nghiệp và địa điểm các nhà máy bia cũng như phân phối của Habeco



Nguồn: Habeco và VCSC

Habeco hiện đang mất đi thị phần do thiếu hụt cải tiến sản phẩm và thương hiệu và các đối thủ cạnh tranh mở rộng sự hiện diện tại miền Bắc

Hình 35: Doanh số bán ra (triệu lít) và thị phần của Habeco



Nguồn: Habeco, Canadean & VCSC

Habeco đang đối mặt với những thử thách do không thành công trong phân khúc cao cấp... vốn đang là phân khúc phát triển nhanh nhất của thị trường bia Việt Nam. Trúc Bạch, dòng sản phẩm cao cấp của Habeco, đã không đạt được bất kỳ sự quan tâm nào do khả năng làm thương hiệu và marketing yếu của công ty. Trong Saigon Special đóng vai trò lớn trong việc làm mới và hiện đại hóa hình ảnh của thương hiệu Bia Sài Gòn, Bia Hà Nội vẫn chưa thoát ra được quan điểm lâu đời về thương hiệu “truyền thống và lâu đời”, và do đó thất bại trong việc kết nối với người tiêu dùng trẻ của Việt Nam.

...là một phần của nguyên nhân mất đi thị phần tại thị trường truyền thống cho Sabeco. Saigon Special đang giành lấy thị phần, làm ảnh hưởng đến Habeco ở miền Bắc, đặc biệt là tại Hà Nội. Theo nghiên cứu thực hiện bởi Nielsen, thị phần của Sabeco ở miền Bắc đã tăng từ 10% trong năm 2014 lên khoảng 14% năm 2015 và 15,5% trong 6 tháng 2016. Tương phản lại, thị phần của Habeco tại miền Bắc đã giảm từ mức khoảng 55% trong năm 2014 còn khoảng 50% trong 6 tháng 2016.

Tình hình tài chính

VCSC đã điều chỉnh KQKD đối với thuế TTĐB hồi tố. Tương tự Sabeco, Habeco cũng bị yêu cầu thanh toán thuế TTĐB hồi tố, với giá trị 708 tỷ đồng cho các năm tài chính 2012-2014. Chúng tôi đã điều chỉnh diễn biến KQKD của Habeco tương ứng với phần đề cập bên dưới, gồm giảm LNST năm 2012 và 2013 lần lượt 20,7% và 16,4% so với con số báo cáo trước đây.

Liên quan đến thuế TTĐB, không giống như Sabeco trừ thuế TTĐB trực tiếp từ doanh thu, Habeco ghi nhận thuế TTĐB trong giá vốn hàng bán. Điều này làm phức tạp hóa khi so sánh giữa Sabeco và Habeco, vì thế chúng tôi đã không thực hiện trong báo cáo này.

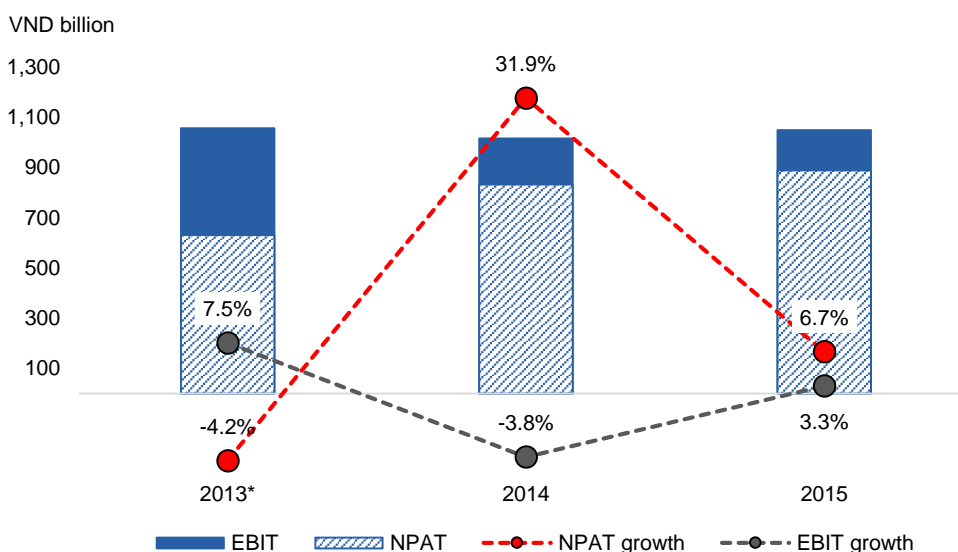
Habeco đã ghi nhận tăng trưởng doanh thu đi ngang do mất đi thị phần và chuyển đổi cơ cấu sản phẩm theo hướng bia hơi. Dựa theo KQKD điều chỉnh, chúng tôi ước tính doanh thu Habeco đã ghi nhận CAGR doanh thu (bao gồm thuế TTĐB) khoảng 2,9% trong giai đoạn 2012-2015, trong khi CAGR sản lượng là 4,1% và thuế TTĐB tăng từ 45% lên 50% năm 2013. Điều này có thể được lý giải bởi sự gia tăng đóng góp doanh thu từ sản phẩm bia hơi có giá bán thấp, khi bia hơi với thương hiệu bia Hà Nội đạt CAGR sản lượng 9% giai đoạn 2012-2015.

Trong 6 tháng 2016, thị phần của Habeco tiếp tục mất đi, khi chúng tôi ước tính doanh số hàng bán của Habeco trượt 1,3% so với cùng kỳ 2015, dựa trên số liệu sơ bộ từ Hiệp hội Bia - Rượu - NGK Việt Nam (VBA).

LNST tăng trưởng với CAGR 10,5% giai đoạn 2012-2015 được dẫn dắt từ các yếu tố ngoài HĐKD. Tăng trưởng LNST trong giai đoạn này chủ yếu được hỗ trợ bởi thu nhập tài chính, bao gồm từ thoái vốn tài sản, và thuế thu nhập doanh nghiệp giảm trong khi CAGR của LN từ HĐKD chỉ đạt 2,2%. Mức tăng trưởng LNST cao trong năm 2014 được thúc đẩy cao hơn bởi thuế suất thực tế giảm từ 35,4% năm 2013 còn 24,7%.

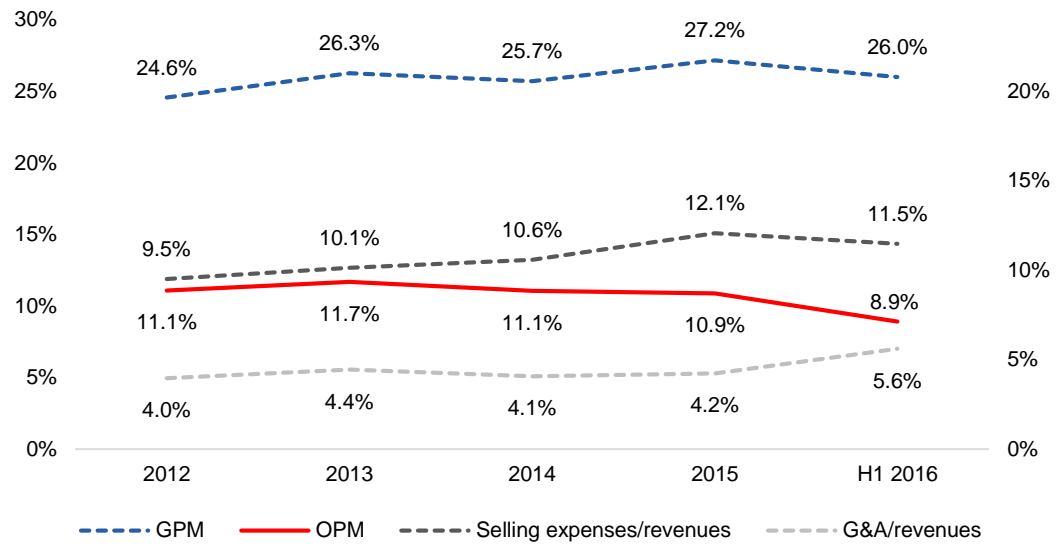
LNST đã giảm mạnh trong 6 tháng 2016 do thị phần mất đi trong bối cảnh chi phí quảng cáo và khuyến mãi (A&P) gia tăng. LNST của Habeco giảm 35% trong 6 tháng 2016 so với 6 tháng 2015, đến từ mức sụt giảm sản lượng 1,3% dù chi phí A&P tăng mạnh 42,2% trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt. Chi phí G&A cũng tăng 24,2% so với 6 tháng 2015.

Hình 36: LNST và EBIT của Habeco giai đoạn 2013 – nửa đầu năm 2016



Nguồn: Báo cáo Tài chính công ty và ước tính của VCSC, (* thuế TTĐB bổ sung được trừ LNST báo cáo năm 2012 và 2013 nhằm so sánh tương đương).

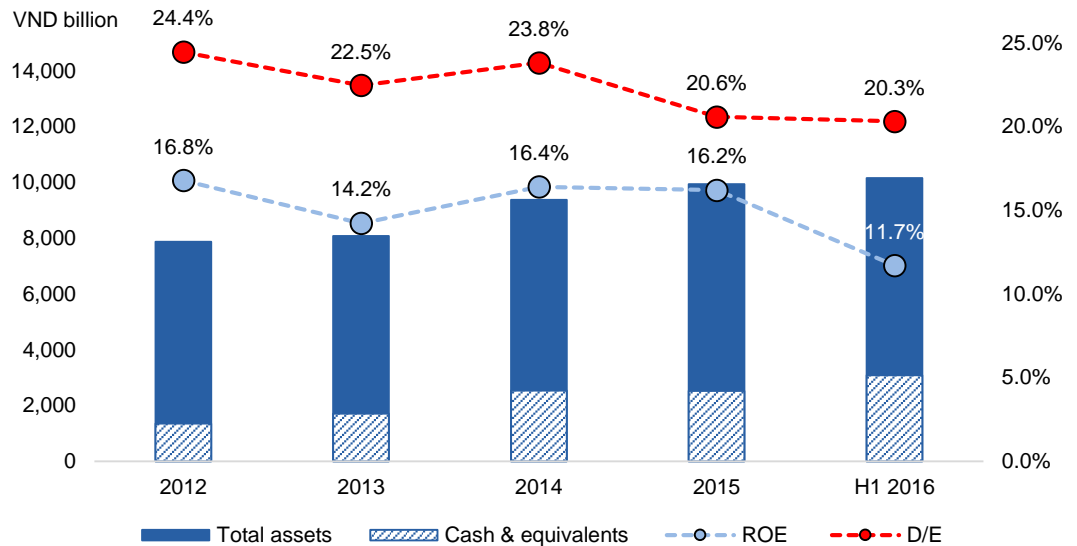
Hình 37: Biên LN của Habeco giai đoạn 2012 và 6 tháng 2016



Nguồn: Báo cáo Tài chính công ty và ước tính của VCSC, (* thuế TTĐB bổ sung được trừ LNST báo cáo năm 2012 và 2013 nhằm so sánh tương đương).

Bảng cân đối kế toán lành mạnh, dù không ấn tượng như Sabeco. Khoản mục tiền mặt và tương đương tiền của Habeco chiếm 31% tài sản tính đến cuối 6 tháng đầu năm 2016, trong khi nợ/vốn CSH ở mức thấp chỉ đạt 20%. Mặt khác, ROE của Habeco đạt 16,2% trong năm 2015, thấp hơn nhiều so với Sabeco.

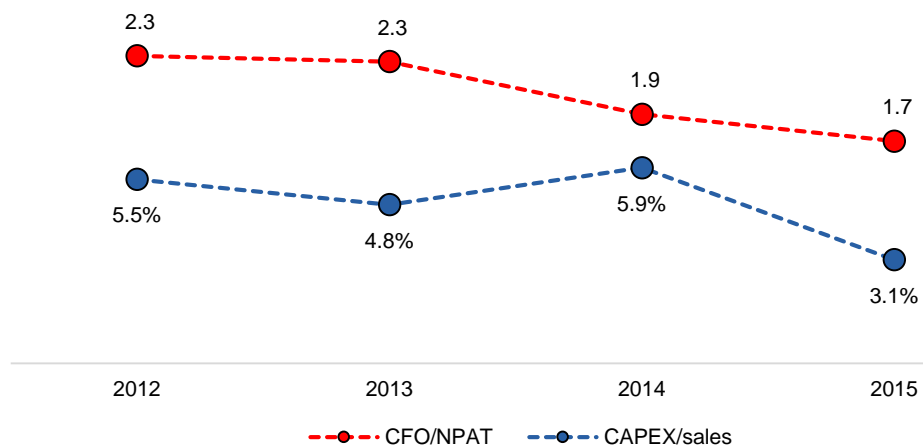
Hình 38: Khoản mục tiền và tương đương tiền của Habeco chiếm 25% tổng tài sản tính đến cuối năm 2015



Nguồn: Báo cáo Tài chính công ty

Tương tự Sabeco, đầu tư XDCB của Habeco có thể dễ dàng được thực hiện bởi dòng tiền từ HĐKD. XDCB của công ty đã khá ổn định trong giai đoạn 2012-2015, đạt trung bình 439 tỷ đồng, thấp hơn 30% của dòng tiền hoạt động trung bình trong cùng giai đoạn. XDCB của Habeco không phải là vấn đề khi công ty không có kế hoạch cụ thể để mở rộng sang các khu vực khác ngoài miền Bắc. Dòng tiền HĐKD/LNST đã dao động ở mức khoảng 2,0 trong gần 4 năm, cho thấy chất lượng lợi nhuận cao.

Hình 39: Vốn XDCB/doanh số và Dòng tiền hoạt động/LNST giai đoạn 2012-2015



Nguồn: Habeco và VCSC

Tương tự Sabeco, Habeco có yếu tố thúc đẩy lợi nhuận từ tiềm năng tăng trưởng đến từ mở rộng hiệu quả hoạt động

Sự chuyển đổi trong bộ máy lãnh đạo có thể giúp cải thiện sản phẩm và thương hiệu... Trong khi các đối thủ chính, như Sabeco và Heineken NV, hiện không chỉ gia tăng chi tiêu vào A&P mà cũng gia tăng chất lượng của hoạt động marketing, Habeco lại đang tụt lại trong “vùng an toàn” của mình khi chúng tôi không nhận thấy bước đột phá nào trong hoạt động thương hiệu thời gian qua. Một thương hiệu truyền thống là một lợi thế tốt, tuy nhiên, trong bối cảnh khẩu vị thay đổi và xu hướng chuyển sang phân khúc cao cấp trong người tiêu dùng, Habeco cần phải thay đổi quan điểm và nâng cấp khả năng marketing để có thể cạnh tranh trong phân khúc cao cấp, trong đó mức tăng trưởng và biên LN là cao nhất. Sự chuyển đổi hiện tại của cơ cấu sản phẩm sang phân khúc bia hơi có giá bán thấp sẽ không có lợi cho khả năng sinh lời, như được mô tả qua xu hướng của LN từ HĐKD trong vài năm qua.

...và gia tăng hiệu quả vận hành. Các lĩnh vực cần cải thiện có thể bao gồm hợp nhất quyền sở hữu của các công ty phân phối của bia hơi, khi Habeco hiện đang sở hữu 60%, gia tăng năng suất của nhân viên và sử dụng các dịch vụ thuê ngoài hiệu quả hơn.

Định giá

Đối với Habeco, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% đối với P/E mục tiêu trượt của Sabeco, tương ứng với P/E trượt mục tiêu 20 lần. Điều này tương ứng với giá trị hợp lý 59.600 đồng/CP. Chúng tôi cho rằng mức 20x là hợp lý khi: 1) Thị phần của Habeco đang thu hẹp trong khi thị phần của Sabeco đang mở rộng, 2) danh mục sản phẩm yếu của Habeco, khi không có sự hiện diện trong phân khúc cao cấp và 3) Bảng cân đối kế toán và ROE kém hấp dẫn hơn Sabeco.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, các tác giả, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco. Lầu 15. Số 2 Hải Triều
Quận 1. Tp, HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1. TP, HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt. +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long. Trưởng phòng cao cấp. ext 145 Tài chính. Công nghiệp. Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa. CV cao cấp ext 124
- Lê Minh Thùy. Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung. Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền. Chuyên viên ext 132
- Hoàng Thúy Lương. Chuyên viên

Hàng tiêu dùng. Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp. Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào. CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa. Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng. Trưởng phòng. ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên, ext 174

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm. Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1. Tp, HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri. Trưởng phòng cao cấp ext 130 Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải. Chuyên viên ext 138
- Nguyễn Thanh Nga. Chuyên viên ext 199

Dầu khí. Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương. Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm. Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức. Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy. Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành. Chuyên viên ext 194
- Chu Lực Ninh. Chuyên viên ext 196

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto. M, Sc,
+848 3914 3588 ext 102
michel,tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh,chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.