

Ngành Bia – ICB 3533  
Ngày 01 tháng 12 năm 2016

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP**  
Tổng CTCP Bia – Rượu – NGK Sài Gòn (HSX: SAB)



### SÀI GÒN ĐẸP LẮM, SÀI GÒN ƠI, SÀI GÒN ƠI

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu SAB với giá mục tiêu 168,653 đồng (upside 53.32% so với giá niêm yết là 110,000 đồng). SAB sẽ trở thành cổ phiếu quan trọng trong top 5 bluechip của Việt Nam và có tác động đến toàn ngành Bia niêm yết (BHN, [WSB](#), [BSP](#)...) [Báo cáo ngành](#)

**Việt Nam là thị trường màu mỡ và nhiều triển vọng của ngành Bia Thế giới.** Sản lượng sản xuất năm 2015 của Việt Nam đạt 4.67 tỷ lít bia, tăng tới 20.1%yoy, bỏ xa nước có mức tăng trưởng cao thứ 2 là Bỉ với tăng trưởng là 8.8%yoy. BSC cho rằng Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến hấp dẫn nhờ **(1)** Sản lượng bia tiêu thụ trên đầu người đang ở mức vừa phải; **(2)** Việt Nam vẫn đang trong thời kỳ dân số Vàng và **(3)** Tầng lớp trung lưu và giàu có tiếp tục tăng nhanh.

**Sabeco là doanh nghiệp đầu ngành, sở hữu lợi thế chuỗi nhà máy trái dọc đất nước.** Chiếm tới 40.59% thị phần tiêu thụ bia tại Việt Nam, Sabeco là doanh nghiệp bia duy nhất sở hữu hệ thống 23 nhà máy sản xuất cũng như hệ thống phân phối phủ dọc từ Bắc tới Nam, giúp doanh nghiệp tối ưu hóa vận chuyển và có lợi thế trong việc chiếm lĩnh địa bàn kinh doanh. Cùng với đó, việc giữ vai trò quyết định trong quản lý nguyên vật liệu đầu vào, định mức sản xuất cũng như bao tiêu sản phẩm tạo lợi thế cạnh tranh vững chắc và chất lượng ổn định cho doanh nghiệp.

**Sức khỏe tài chính an toàn, Thanh khoản dồi dào.** Nhìn chung tình hình tài chính của SAB tương đối lành mạnh với Thanh khoản tài chính dồi dào (current ratio và quick ratio trong 9T2016 lần lượt là 1.8 và 1.5), lượng tiền mặt và tiền gửi (khoảng 10.1 nghìn tỷ đồng) chiếm tới 70% Tài sản ngắn hạn và 45% Tổng tài sản. Hiệu quả hoạt động tốt với biên LNG cải thiện qua từng năm, tăng từ mức 21.09% năm 2011 lên thành 27.56% 9T2016.

**BSC lưu ý một số rủi ro chính của SAB: (1)** Chính sách của Nhà nước; **(2)** Các Hiệp định thương mại; **(3)** Tỷ lệ dân số vàng giảm dần sau 10 – 11 năm tới; **(4)** Chính sách tiếp thị không cạnh tranh so với các doanh nghiệp bia ngoại và **(5)** Rủi ro bị thâm tóm bởi các hãng bia lớn khi nhà nước thoái vốn

#### THÔNG TIN CHÀO SÀN

Giá niêm yết	110,000
Ngày niêm yết	06/12/16
Số lượng CP LH	640.92 tr
Freefloat	10.07%
Giá mục tiêu	168,653
Triển vọng 12 tháng	Tăng

#### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

	Số lượng cổ đông	Tỷ lệ nắm giữ (%)
Trong nước	1,113	90.61%
Tổ chức	28	89.93%
Cá nhân	1,085	0.68%
Nước ngoài	114	9.39%
Tổ chức	17	9.35%
Cá nhân	97	0.04%
Tổng cộng	1,227	100%

Nguồn : Sabeco, chốt ngày 06/10/2016

Năm	Tỷ lệ cổ tức
2011	20%
2012	22%
2013	23%
2014	25%
2015	30%
2016 (dự kiến)	30%

Chuyên viên phân tích

Lương Thu Hương

Email: [huonglt@bsc.com.vn](mailto:huonglt@bsc.com.vn)

Tel: + 84 4 39352722 (108)

Các chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015	9T2016
DTT (tỷ đ)	21,789	24,016	24,611	27,144	21,809
% tăng trưởng yoy	12.94%	10.22%	2.48%	10.29%	8.88%
Tổng tài sản	17,725	19,399	21,770	21,572	22,703
Vốn chủ sở hữu	11,358	10,783	12,488	14,065	14,403
LN gộp (tỷ đ)	4,911	5,866	6,184	7,558	6,011
LN sau thuế	2,786	2,177	2,808	3,600	3,658
Biên LN gộp	22.54%	24.42%	25.13%	27.84%	27.56%
ROE	24.53%	20.19%	22.49%	25.60%	25.40%
ROA	15.72%	11.22%	12.90%	16.69%	16.11%

Nguồn: SAB, BSC Research

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ – ĐẠI DIỆN NGÀNH BIA VIỆT NAM

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu SAB với giá mục tiêu 168,653 đồng (upside 53.32% so với giá niêm yết khởi điểm là 110,000 đồng). BSC đánh giá cao cơ hội đầu tư cổ phiếu SAB dựa trên những luận điểm chính (những luận điểm này sẽ được phân tích trong các phần sau), cụ thể:

- |                                 |   |   |
|---------------------------------|---|---|
| <b>Phân tích ngành</b>          | { | <p>(1) <b>Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm sáng về tiêu thụ bia của Thế giới</b>, nhờ <b>(i)</b> Sản lượng bia tiêu thụ trên đầu người đang ở mức vừa phải; <b>(ii)</b> Việt Nam vẫn đang trong thời kỳ dân số Vàng và <b>(iii)</b> Tầng lớp trung lưu và giàu có tiếp tục tăng nhanh.</p> <p>(2) <b>Sabeco – đại diện cho Ngành Bia Việt Nam</b>: Sabeco là doanh nghiệp lớn nhất, chiếm tới 40.59% thị phần tiêu thụ bia tại Việt Nam, sẽ hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng tăng trưởng và phát triển của Ngành.</p>  |
| <b>Phân tích hoạt động SXKD</b> | { | <p>(3) <b>Xu hướng cải thiện hiệu quả hoạt động trong tương lai</b>, nhờ <b>(i) tiềm năng Phát triển dòng sản phẩm cao cấp</b>: đây là xu hướng chung của Ngành, việc phát triển thêm sẽ giúp doanh nghiệp chiếm lĩnh thị phần và tăng hiệu quả kinh doanh; <b>(ii) Biên lợi nhuận gộp tăng về gần trung bình Ngành và đang cải thiện mạnh</b>: Biên lợi nhuận gộp của SAB hiện là 27.56%, thấp hơn nhiều so với mức trung bình Ngành (34.8%) trong khi biên lợi nhuận thuần đạt 13.3%, mức tương đối tốt. BSC lưu ý chỉ trong vòng 5 năm, mức biên lợi nhuận gộp hiện nay đã tăng đáng kể so với mức 21.09% của năm 2011.</p> <p>(4) <b>Mô hình hoạt động khép kín, phủ dọc đất nước tạo lợi thế cạnh tranh vững chắc</b>: Sabeco hiện là doanh nghiệp bia duy nhất <b>(i) sở hữu hệ thống nhà máy sản xuất</b> cũng như hệ thống phân phối phủ dọc đất nước từ Bắc tới Nam; đồng thời <b>(ii) nắm vai trò quyết định trong khâu quản lý nguyên vật liệu</b>, định mức sản xuất cũng như bao tiêu sản phẩm của hệ thống 23 nhà máy sản xuất. Từ đó, giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí vận chuyển, duy trì chất lượng cũng như chiếm lĩnh địa bàn tiêu thụ.</p> |
| <b>Phân tích Tài chính</b>      | { | <p>(5) <b>Sức khỏe tài chính tốt, thanh khoản dồi dào</b>: cơ cấu Vốn an toàn với lượng tiền mặt và tiền gửi (khoảng 10.1 nghìn tỷ đồng) chiếm tới 70% Tài sản ngắn hạn và 45% Tổng tài sản. Vay nợ khoảng hơn 1.4 nghìn tỷ (chủ yếu là của các công ty thành viên để tài trợ vốn lưu động), Lãi tiền gửi gấp khoảng hơn 5 lần so với chi phí Lãi vay.</p>  |
| <b>Phân tích Rủi ro</b>         | { | <p>(6) <b>BSC cũng lưu ý một số rủi ro của Sabeco</b>: (i) Chính sách của Nhà nước (truy thu thuế TTĐB...), (ii) Các Hiệp định Thương mại chính thức có hiệu lực, thuế nhập khẩu giảm từ 35% về 0% trong vòng 10 năm tới; (iii) Tỷ lệ dân số vàng giảm xuống sau 10 – 11 năm tới, (iv) Chính sách tiếp thị chưa cạnh tranh so với các doanh nghiệp bia ngoại (v) Rủi ro bị thâm tóm bởi các hãng bia lớn khi nhà nước thoái vốn...</p>  |

### Định giá cổ phiếu SAB:

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là FCFF và PE để định giá cổ phiếu SAB. Sabeco là doanh nghiệp đại diện cho ngành Bia Việt Nam – thị trường bia tăng trưởng cao nhất thế giới, do đó chúng tôi nghiêng về phương pháp PE với tỷ trọng 75%, và phương pháp FCFF với tỷ trọng 25% do kế hoạch của doanh nghiệp sẽ có nhiều thay đổi cũng như nhiều giá trị có thể được “unlock” (khai mở) sau khi nhà nước thoái vốn.

Name	Mkt Cap (Mil USD)	A/R Turnover 2015	Inv Turnover 2015	A/P Turnover 2015	GM 2015	OPMargin 2015	PM 2015	ROA 2015	ROE 2015	P/E	P/B
Median	2,132	12.9	7.2	7.7	34.8	14.1	9.2	6.1	14.8	27.4	3.4
SABECO	3,100	27.9	10.4	11.7	27.8	15.2	13.3	16.7	25.6	17.4	4.9

Nguồn: Bloomberg, chi tiết tham khảo phần định giá và phụ lục 01, 02

**NGÀNH BIA VIỆT NAM – NGÔI SAO SÁNG GIỮA BẦU TRỜI ĐÊM**

*Nhà đầu tư có thể tham khảo thêm Triển vọng Ngành qua báo cáo [Ngành Bia – Bữa nhậu cuối năm của BSC \(28/10/2016\)](#).*

**Việt Nam là nước có sản lượng bia sản xuất tăng cao nhất Thế giới.** Tổng sản lượng sản xuất bia của toàn cầu năm 2015 đạt 188.64 tỷ lít (-1.1%yoy), trong khi tình hình sản xuất bia Thế giới chứng kiến sự suy giảm và gần như không tăng trưởng ở hầu hết các quốc gia thì Việt Nam là một điểm sáng khi sản lượng sản xuất năm 2015 đạt 4.67 tỷ lít bia, tăng tới 20.1%yoy (mức tăng trưởng của năm 2014 chỉ là 9%yoy), bỏ xa nước có mức tăng trưởng cao thứ 2 là Bỉ với tăng trưởng là 8.8%yoy.

Nếu xét trong giai đoạn 10 năm, từ năm 2005 – 2015, Việt Nam cũng là nước có sản lượng bia sản xuất tăng cao nhất Thế giới, đạt 238.8% (trung bình Thế giới chỉ tăng 17.3%), sản lượng tăng từ 1.38 tỷ lít bia (2005) lên 4.67 tỷ lít (2015), từ vị trí 24 lên vị trí thứ 8 toàn cầu.

**Top 10 nước sản xuất bia lớn nhất năm 2015**

Quốc gia	2015 Ranking	2014 Ranking	Sản lượng sản xuất 2015 (tỷ lít)	+yoy	Thị phần
Trung Quốc	1	1	42.99	-4.30%	22.79%
Mỹ	2	2	22.29	-1.40%	11.81%
Brazil	3	3	13.86	-2.00%	7.35%
Đức	4	4	9.56	0.40%	5.07%
Mexico	5	5	7.45	-4.50%	3.95%
Nga	6	6	7.30	-4.70%	3.87%
Nhật Bản	7	7	5.46	-0.10%	2.90%
<b>Việt Nam</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>4.67</b>	<b>20.10%</b>	<b>2.48%</b>
UK	9	8	4.40	-0.70%	2.33%
Ba Lan	10	9	3.98	0.70%	2.11%

*Nguồn: Kirin Beer University Report, BSC*

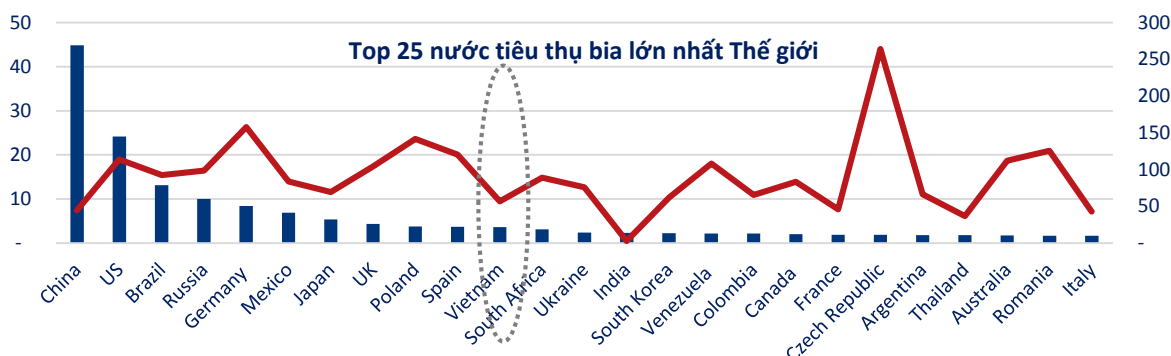
*Chúng tôi nhận thấy chỉ số Tiêu thụ bia trên đầu người (Beer consumption per capita) mà các báo cáo hiện đang sử dụng chưa hợp lý, do lấy tổng số lượng bia tiêu thụ chia cho dân số (bao gồm cả trẻ nhỏ dưới 15 tuổi và người già trên 65 tuổi). Do đó, để hợp lý hơn về logic, chỉ số Tiêu thụ bia trên đầu người được BSC tính theo số dân từ 15 – 64 tuổi để so sánh ngang giữa Việt Nam và các quốc gia khác.*

**Tuy nhiên tiêu thụ bia tại Việt Nam có mức tăng không tương xứng với sản lượng sản xuất.** Sản lượng tiêu thụ năm 2015 đạt 3.80 tỷ lít (theo Heineken – beerworkers.org), tăng 4.40%yoy. Đây là mức tăng tương đối thấp so với tăng trưởng của sản lượng sản xuất, cho thấy mức độ cạnh tranh của thị trường bia Việt Nam đang dần tăng lên. Theo báo cáo của Mckinsey về thị trường bia, xu hướng giảm về sản lượng tiêu thụ đang phổ biến trên toàn cầu, các nhà sản xuất bia hiện không cạnh tranh về số lượng mà áp lực sẽ tăng mạnh ở phân khúc cao cấp và siêu cao cấp do được hưởng biên lợi nhuận cao.

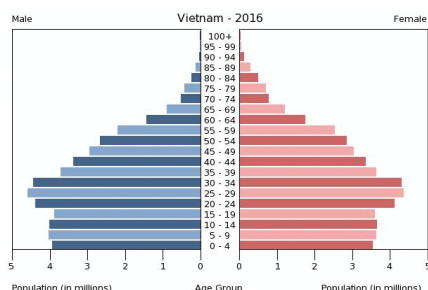
**Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm sáng về tiêu thụ bia của Thế giới.** Theo số liệu mới nhất hiện có về sản lượng tiêu thụ bia từng quốc gia (Global Beer Consumption by Country in 2014 – Kirin Beer University Report), tiêu thụ bia tại Việt Nam đứng thứ 11 Thế giới và nằm trong top 3 của châu Á chỉ sau Trung Quốc và Nhật Bản. Chúng tôi nhận định thị trường bia Việt Nam sẽ tiếp tục là miếng bánh hấp dẫn do:

- (1) Sản lượng bia tiêu thụ trên đầu người của Việt Nam đang ở mức vừa phải.** Năm 2014, Việt Nam tiêu thụ 57.09 lít bia / đầu người, mặc dù cao thứ 3 tại khu vực châu Á sau Nhật Bản và Hàn Quốc (lần

lượng là 69.31 và 62.26) nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức trung bình 92.07 lít của nhóm 25 nước tiêu thụ bia nhiều nhất Thế giới (nhóm này chiếm đến hơn 83% tổng tiêu thụ toàn cầu).



Nguồn: Kirin Beer University Report, World bank data, BSC, trục trái (cột) sản lượng tiêu thụ (tỷ lít bia); trục phải (đường) số lít bia tiêu thụ trên đầu người (lít bia)



Nguồn: Indexmundi, CIA World Factbook

(2) **Việt Nam vẫn đang trong thời kỳ dân số Vàng.** Mặc dù dân số Việt Nam đang bị già hóa theo nhận định của World Bank, tỷ lệ dân số từ 15 – 64 tuổi có dấu hiệu giảm nhẹ qua mỗi năm, nhưng nhìn chung cơ cấu dân số Việt Nam vẫn tập trung nhiều ở độ tuổi 15 – 54 (61.91%), đây là điểm hấp dẫn với các nhà sản xuất bia.

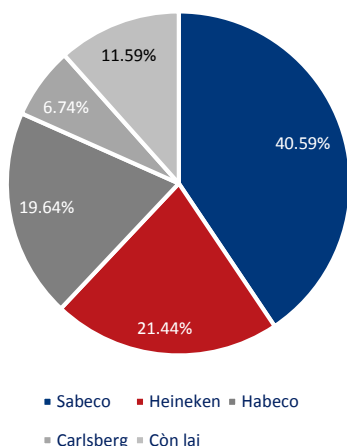
(3) **Dự báo tầng lớp trung lưu và giàu có của Việt Nam sẽ tăng gấp đôi đến năm 2020.** Theo Trung tâm Nghiên cứu Người Tiêu dùng và Khách hàng của Tập đoàn Tư vấn Boston (Mỹ), “tầng lớp trung lưu và giàu có” của Việt Nam sẽ tăng gấp đôi lên tới 33 triệu người, tương đương khoảng 1/3 dân số đất nước đến năm 2020, đây là mức tăng nhanh nhất tại khu vực Đông Nam Á. Xét trong giai đoạn 2010 – 2015, GDP per capita của Việt Nam tăng với CAGR đạt 9.61%, là mức tương đối cao.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Việt Nam</b>						
% dân số từ 15 - 64	69.78	70.09	70.26	7.31	70.27	70.17
Consumption per capita	40.14	45.47	48.88	54.19	57.09	59.05
GDP per capita	1,334	1,543	1,755	1,908	2,052	2,111
<b>Trung Quốc</b>						
% dân số từ 15 - 64	74.34	74.35	74.22	73.96	73.61	73.22
Consumption per capita	44.50	44.76	44.09	46.13	44.66	54.78
GDP per capita	4,515	5,574	6,265	6,992	7,587	7,925
<b>Nhật Bản</b>						
% dân số từ 15 - 64	63.77	63.19	62.58	61.96	61.36	60.80
Consumption per capita	71.18	69.37	69.48	69.57	69.32	-
GDP per capita	42,935	46,230	46,701	38,550	3,153	32,477
<b>Hàn Quốc</b>						
% dân số từ 15 - 64	72.67	72.77	72.92	73.02	73.01	72.88
Consumption per capita	56.26	56.31	56.77	55.96	62.26	-
GDP per capita	22,151	24,156	24,454	25,998	27,989	27,222

Nguồn: Kirin Report, BSC

## SABECO - Gã khổng lồ của Bia Việt

Thị phần Bia Việt Nam 2015



Nguồn: Hiệp hội Bia – Rượu – NGK Việt Nam, BSC Research

Sabeco là doanh nghiệp Bia số 1 tại Việt Nam. Sản lượng tiêu thụ năm 2015 đạt 1.38 tỷ lít, tăng 9%yoy (chiếm hơn 40% thị phần), mục tiêu tiêu thụ 1.54 tỷ lít bia năm 2016.

**Sabeco – Sản xuất và tiêu thụ Bia lớn nhất Việt Nam.** Tiền thân của Sabeco (SAB) là một xưởng bia nhỏ được lập ra vào năm 1875 tại Sài Gòn, đến nay SAB đã có lịch sử hoạt động và kinh doanh trên 140 năm. Nhằm tạo thuận lợi cho quá trình vận chuyển cũng như duy trì mạng lưới tiêu thụ, hiện tại SAB đang có 23 nhà máy sản xuất bia trải dọc toàn quốc với tổng công suất thiết kế đạt trên 1.8 tỷ lít bia/năm (chiếm 39% năng lực sản xuất cả nước, năng lực sản xuất của Habeco chỉ là 800 triệu lít/năm). Theo thống kê của HH Bia – Rượu – NGK Việt Nam, tính đến hết năm 2015, SAB chiếm 40.59% thị phần bia Việt Nam.

Chiến lược hiện tại của SAB là tập trung vào phân khúc bia phổ thông, đây là phân khúc bia lớn nhất chiếm tới 59% tổng tiêu thụ toàn ngành (còn lại là phân khúc bia cao cấp chiếm 10% và bia giá rẻ chiếm 31% tổng tiêu thụ).

### Cơ cấu sản lượng tiêu thụ của Sabeco

Chỉ tiêu (triệu lít)	2014	2015	2016 KH	9T2016
Bia Sài Gòn các loại	1,356.11	1,466.35	1,490.00	1,152.30
NGK	35.01	30.00	37.75	23.33
Rượu các loại	1.39	1.34	1.27	0.73
Cồn các loại	2.09	1.85	1.62	1.19

Nguồn: Bản cáo bạch SAB

**Hệ thống nhà máy bao phủ thị trường.** Trong hệ thống của Sabeco, có tổng cộng 20 doanh nghiệp thuộc nhóm sản xuất với tỷ lệ nắm giữ khác nhau. Những nguyên liệu ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng và thương hiệu như Malt, hoa bia, men bia, lon, vỏ chai, tem nhãn, nút chai sẽ được cung cấp bởi Sabeco, các nguyên liệu còn lại (gạo, phụ gia) sẽ được mua bởi từng nhà máy.

**Về Doanh thu thuần:** Sabeco là doanh nghiệp đại diện cho ngành bia Việt Nam, tốc độ tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2010 – 2015 đạt khoảng 9.36% gần sát với tốc độ tăng trưởng của Bia phân khúc trung bình trong giai đoạn này (9.22%).

### Tiêu thụ Bia Việt Nam

Triệu lít	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR
<b>Bia tiêu chuẩn</b>	<b>2,336.00</b>	<b>2,635.80</b>	<b>2,897.70</b>	<b>3,214.00</b>	<b>3,409.80</b>	<b>3,627.20</b>	<b>9.20%</b>
<b>Bia cao cấp</b>	<b>237.80</b>	<b>267.90</b>	<b>295.60</b>	<b>332.20</b>	<b>353.90</b>	<b>378.10</b>	<b>9.72%</b>
- Nội địa	223.80	249.10	273.70	306.20	325.30	344.90	
- Nhập khẩu	1400	18.80	21.90	26.00	28.60	33.20	
<b>Bia giá trung bình</b>	<b>1,368.40</b>	<b>1,551.10</b>	<b>1,694.70</b>	<b>1,873.20</b>	<b>1,992.90</b>	<b>2,126.40</b>	<b>9.22%</b>
- Nội địa	1,368.40	1,551.10	1,694.70	1,873.20	1,992.90	2,126.40	
- Nhập khẩu							
<b>Bia giá rẻ</b>	<b>729.80</b>	<b>816.80</b>	<b>907.40</b>	<b>1,008.60</b>	<b>1,063.00</b>	<b>1,122.70</b>	<b>9.00%</b>
- Nội địa	729.80	816.80	907.40	1,008.60	1,063.00	1,122.70	

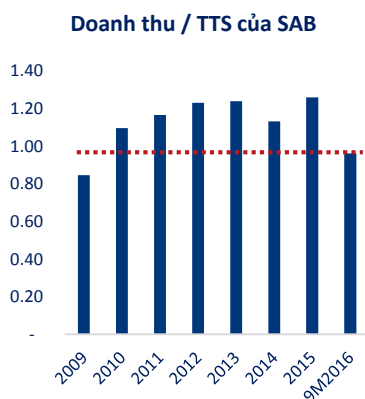
Nguồn: Bản cáo bạch Sabeco, BSC Research



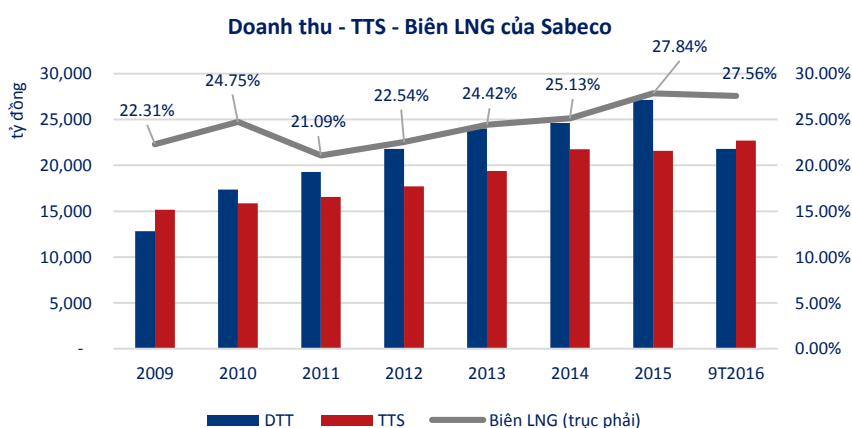
## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

## (1) Khả năng tiếp tục cải thiện hiệu quả hoạt động

Để đánh giá về hoạt động của SAB, BSC chọn lọc một số doanh nghiệp Bia lớn trên toàn cầu và tại Nhật Bản (nước châu Á có lượng tiêu thụ bia trên đầu người cao hơn Việt Nam và cùng thuộc top 10 nước sản xuất bia lớn nhất Thế giới). Trong giai đoạn 5 năm từ 2011 – 2015, BSC đánh giá SAB hoạt động tương đối tốt và hiệu quả, DTT tăng từ 19.293 tỷ đồng (2011) lên mức 27,144 tỷ đồng (2015), đạt mức tăng trưởng CAGR = 8.91%. Xét trong nhóm so sánh, Sabeco có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhất, trong khi tốc độ tăng DT trung bình của các doanh nghiệp còn lại chỉ đạt 2.18%. Về hiệu quả hoạt động (Operating margin) có thể thấy SAB đạt hiệu quả tương đương với Heineken, và cao hơn so với nhóm doanh nghiệp còn lại (ngoại trừ AB Inbev).



Nguồn: BSC Research



Nguồn: BCTC Hợp nhất SAB, BSC Research

Hãng bia	CAGR của DTT 2011 - 2015	Operating margin (%)				
		2011	2012	2013	2014	2015
AB Inbev	2.80%	32.29%	31.53%	32.54%	32.53%	31.58%
Heineken N.V	4.62%	12.94%	20.08%	13.30%	14.44%	14.99%
Carlsberg	0.70%	15.50%	14.70%	15.30%	14.50%	13.20%
Asahi	1.36%	10.96%	12.29%	12.28%	12.41%	12.27%
Sapporo	0.51%	3.47%	1.02%	3.60%	3.63%	3.17%
Tsingtao	4.52%	10.60%	9.64%	9.43%	9.24%	8.23%
Kirin	0.75%	Na	Na	Na	Na	Na
Sabeco	8.91%	14.89%	15.91%	12.73%	13.30%	15.24%

Nguồn: BCTN các doanh nghiệp, BSC Research

**Xu hướng cải thiện hiệu quả hoạt động trong tương lai, nhờ (i) tiềm năng Phát triển dòng sản phẩm cao cấp:** đây là xu hướng chung của Ngành, việc phát triển thêm sẽ giúp doanh nghiệp chiếm lĩnh thị phần và tăng hiệu quả kinh doanh; **(ii) Biên lợi nhuận gộp tăng về gần trung bình Ngành và đang cải thiện mạnh:** Biên lợi nhuận gộp của SAB hiện là 27.56%, đang có xu hướng tăng về mức trung bình Ngành (34.8%) trong khi biên lợi nhuận thuần đạt 13.3%, mức tương đối tốt.

## (2) Mô hình hoạt động Sản xuất phủ độc đất nước

Khác với các đối thủ cạnh tranh trên thị trường là Heineken (có 5 nhà máy từ Đà Nẵng tới Tiền Giang), Carlsberg (có 2 nhà máy tại Hà Nội, Huế), Habeco tập trung ở phía Bắc hay Sapporo, AB Inbev và Singha – Masan Brewery lại tập trung nhà máy ở khu vực phía Nam; thì Sabeco hiện là doanh nghiệp bia duy nhất sở hữu hệ thống nhà máy sản xuất phủ độc đất nước từ Bắc tới Nam.



Nhà máy bia Sài Gòn – Củ Chi

Đối với nguyên vật liệu sản xuất bia, để quản lý hiệu quả chất lượng, Công ty mẹ đang trực tiếp là đầu mối thu mua và bán lại cho các nhà máy trong hệ thống theo phương thức phi lợi nhuận.

### Biên LNG mảng NVL – Cty mẹ

2011	0.48%
2012	0.02%
2013	0.47%
2014	0.00%
2015	0.04%
1H2016	1.31%

Nguồn: BCTC Cty mẹ SAB

SAB có 21 nhà máy sản xuất là các công ty con – công ty liên kết và 2 nhà máy hạch toán phụ thuộc Công ty mẹ là Nhà máy Bia Sài Gòn Nguyễn Chí Thanh và Nhà máy Bia Sài Gòn Củ Chi. Theo tìm hiểu của BSC, công suất thiết kế của nhà máy Nguyễn Chí Thanh là 125 triệu lít/năm và nhà máy Củ Chi là 268.5 triệu lít/năm (trong thời gian gần sẽ nâng lên thành 300 triệu lít/năm). Đây là 2 nhà máy chủ lực của Sabeco, chiếm tới 24% tổng lượng sản xuất mỗi năm. Đầu năm các nhà máy sẽ ký hợp đồng về sản lượng từng loại sản phẩm với Sabeco, và được điều chỉnh trong biên độ 10%.

**Đầu vào sản xuất – Nguyên liệu quyết định chất lượng sản phẩm do Sabeco quản lý.** Để đảm bảo chất lượng thành phẩm, những nguyên liệu quan trọng của sản xuất bia là Malt, hoa Houblon (hoa bia), vỏ chai, nút chai, nhãn, men giống đều do tổng Sabeco cung cấp cho các nhà máy thành viên. Giá mua nguyên liệu áp cho các nhà máy là giá tạm tính (do liên quan đến tỷ giá nhập khẩu), và cuối năm quyết toán sẽ được cân đối và điều chỉnh. Những nguyên liệu phụ như gạo, phụ gia... sẽ do các nhà máy tự mua ngoài.

Do thành phẩm bán ra chủ yếu vẫn là nội địa, nên SAB sẽ có rủi ro biến động tỷ giá. Theo quan sát của BSC, Lãi và Lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện qua các năm đều ở mức tương đối thấp và không đáng kể trong tổng DT và Chi phí Tài chính.

**Sản xuất – Theo định mức quy định của Tổng Sabeco.** Sabeco có quy định định mức sản xuất để quản lý chất lượng sản phẩm, tùy tình hình thực tế, các nhà máy có thể điều chỉnh trong phạm vi cho phép. Tùy từng nhà máy sẽ có mức biên lợi nhuận khác nhau do ảnh hưởng của khấu hao, quản lý định mức vật tư, giá cả vật tư (giá của các nguyên liệu phụ). Chi phí giá vốn của bia lon thường gấp đôi bia chai, và bia lon có biên lợi nhuận tốt hơn bia chai. Đối với sản xuất bia chai, nhà máy phải có thêm dây chuyền tẩy rửa vỏ chai để tái sử dụng, chi phí thu hồi chai / công nợ, vốn lưu động đầu tư vỏ chai, do đó sản xuất bia chai thường kém hiệu quả hơn bia lon.

- Đối với bia lon, chi phí giá vốn thường gấp đôi bia chai do vỏ lon bia chiếm từ 52 – 53% tổng chi phí giá vốn, tiếp theo là Malt chiếm 16%, hoa bia chiếm 2% tổng chi phí giá vốn.
- Đối với bia chai, Malt chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 30%, hoa bia chiếm khoảng 2% tổng chi phí giá vốn. Vỏ chai thủy tinh do Sabeco cung cấp, chi phí chai thường được phân bổ trong vòng 36 tháng, thực tế chai có thể sử dụng được khoảng 6 năm nếu không nứt mẻ.

### (3) Tập trung tiêu thụ sản phẩm

Về sản lượng sản xuất, hằng năm các đơn vị thành viên sẽ ký hợp đồng về số lượng từng loại sản phẩm dự kiến sản xuất với Sabeco, được phép điều chỉnh trong biên độ 10%. Tùy tình hình tiêu thụ trong năm, các đơn vị có thể trình văn bản xin ý kiến thay đổi sản lượng sản xuất. Tất cả quy trình này đều căn cứ theo khu vực địa lý và đặc điểm tiêu thụ để phân bổ.

#### Hệ thống tiêu thụ sản phẩm

Trước đây toàn bộ sản phẩm sẽ do Thương mại Sabeco thu mua và phân phối. Nhưng từ 01/01/2016, Tổng công ty (Công ty mẹ) thực hiện mua toàn bộ sản phẩm bia từ các đơn vị sản xuất sau đó bán lại cho Công ty TNHH MTV Thương mại Bia Sài Gòn để phân phối cho 10 Công ty cổ phần Thương mại Bia Sài Gòn khu vực, do vậy chỉ tiêu DTT trong BCTC công ty mẹ sẽ điều chỉnh tăng và xấp xỉ DTT trong Báo cáo tài chính hợp nhất.

Công thức giá bán giao nội bộ được tính theo Giá thành sản xuất + Thuế TTĐB (tính trên giá bán ra của cơ sở sản xuất nhưng không được thấp hơn 7% so với giá bán bình quân trong tháng của cùng loại sản phẩm do các công ty cổ phần thương mại khu vực bán ra) + biên độ Lợi nhuận định mức. CTCP Vận tải và Giao nhận Bia Sài Gòn (SAB nắm 16.72%) sẽ điều hành vận chuyển thành phẩm trên toàn quốc.

#### Hệ thống tiếp thị còn nhiều “room” để cải thiện

Để đánh giá khách quan về Sabeco, BSC đã tìm hiểu thêm về hệ thống tiêu thụ Bia và thị hiếu người tiêu dùng. Hiện nay phân phối Bia được thực hiện qua 2 hình thức là kênh On – Tới trực tiếp khách hàng thông qua nhà hàng, quán nhậu, beer club và kênh Off – qua hệ thống cửa hàng, siêu thị. Thông thường sản lượng bia tiêu thụ qua kênh On lớn hơn.

Với kênh On tại trung tâm Sài Gòn, hiện nay Tiger, Heineken và Budweiser đang chiếm tỷ trọng lớn (trên 70%) do nhận diện thương hiệu tốt và có mức tài trợ hấp dẫn. Bia Sài Gòn có mức tiêu thụ thấp hơn, trong đó bia Sài Gòn Special chủ yếu được tiêu thụ trong quán nhậu và beer club, Sài Gòn nhãn Xanh và Đỏ được tiêu thụ chủ yếu ở khu phố tây do khách nước ngoài thích nhãn hiệu bia địa phương với giá rẻ.

Về tình hình chung hiện nay, khách đến các quán nhậu thường thích chọn Heineken và Tiger nhận diện thương hiệu tốt hơn, đồng thời các quán nhậu cũng khuyến khích khách hàng sử dụng bia cao cấp hơn để nâng cao hình ảnh quán cũng như nâng được giá đồ ăn kèm. Tại các vùng ngoài trung tâm thành phố và các tỉnh, Bia Sài Gòn được tiêu thụ tương đối tốt do giá cả hợp lý.

Một yếu tố quan trọng khác quyết định đến sản lượng tiêu thụ bia là quảng cáo thông qua PG. Tuy nhiên hiện nay, PG của bia Sài Gòn đang chưa được đánh giá tốt so với PG của các hãng đối thủ khác.

*Việc tập trung tiêu thụ giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí vận chuyển, duy trì chất lượng đồng đều cũng như chiếm lĩnh địa bàn tiêu thụ. Sản phẩm của Sabeco bắt đầu được tiêu thụ rộng rãi tại cả miền bắc và miền trung.*

*Mức phổ biến 1 hợp đồng tài trợ khoảng 120 triệu đồng / 1 năm nếu trung bình 1 ngày bán được 6 két bia, có thể đóng nhiều hợp đồng trong năm nếu bán được số lượng lớn. Thông thường 1 cửa hàng cỡ trung bình nhỏ sẽ bán được khoảng 15 – 20 két bia/ngày*

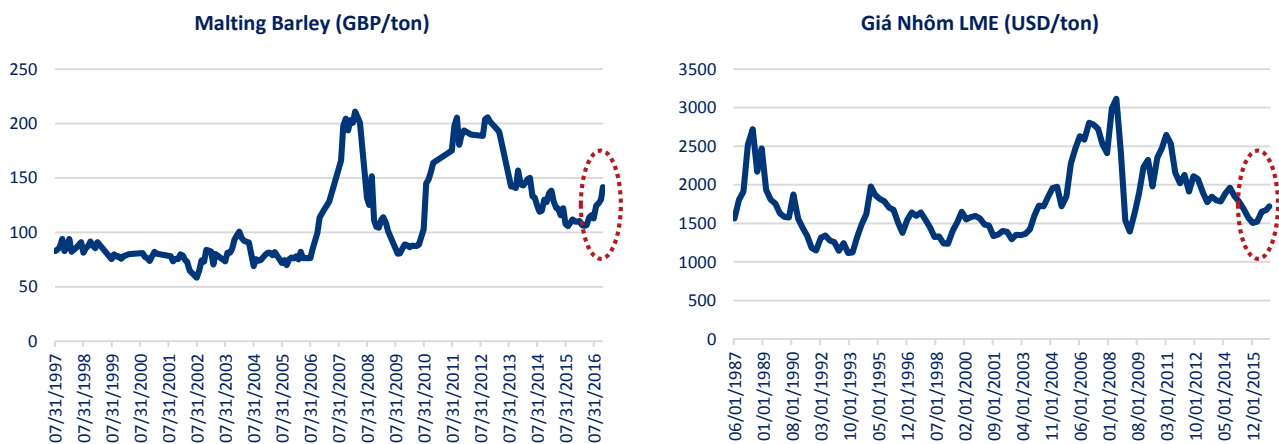
*Giá thuê 1 PG trung bình từ 4 – 5 triệu đồng/tháng. PG đóng vai trò quan trọng trong việc thuyết phục khách hàng dùng sản phẩm của hãng cũng như số lượng bao nhiêu, chỉ tiêu cho 1 PG thông thường là 3 thùng bia/tháng, nếu đạt từ 4 thùng trở lên sẽ có hoa hồng.*



## PHÂN TÍCH RỦI RO

### (1) Rủi ro giá nguyên vật liệu

BSC lưu ý giá các nguyên liệu có tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá vốn của Bia là Malt và Nhôm đang có xu hướng tăng giá (với Malt, do mưa lớn làm ảnh hưởng đến diện tích trồng lúa mạch tại Pháp và Đức, bên cạnh đó, mưa cũng làm giảm chất lượng của lúa mạch, dẫn tới giá nguyên liệu đáp ứng được yêu cầu cho sản xuất Bia tăng lên; với Nhôm, những chỉ số lạc quan từ nền kinh tế Mỹ - Trung Quốc tác động tích cực lên giá kim loại). Do đó có thể sẽ thu hẹp biên LNG của doanh nghiệp sản xuất Bia trong bối cảnh tăng cạnh tranh về giá bán thành phẩm.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

### (2) Thị trường trong nước tiếp tục cạnh tranh khốc liệt

Chúng tôi cho rằng thị trường bia Việt Nam trong những năm tới sẽ dần theo xu hướng của toàn cầu là tăng cạnh tranh, do: (1) các hãng bia tập trung vào phân khúc sản phẩm cao cấp có biên lợi nhuận cao và (2) Đến năm 2019, sau khi các FTAs dần có hiệu lực thuế nhập khẩu Bia sản xuất từ Malt là 35%, dự kiến sẽ giảm về 0% trong vòng 10 năm khi các FTAs có hiệu lực.

Tuy nhiên mức độ cạnh tranh sẽ cao hơn khi thu nhập của người dân ngày một tăng. Dự báo tầng lớp trung lưu và giàu có sẽ tăng gấp đôi lên tới 33 triệu người, tương đương khoảng 1/3 dân số Việt Nam đến năm 2020. Đây vừa là cơ hội vừa là thách thức với Sabeco, khi công ty chưa phát triển được thương hiệu cao cấp cho riêng mình. Với việc Sabeco niêm yết và thoái vốn, chúng tôi cho rằng sự năng động về kinh doanh sẽ được cải thiện hơn, và công ty có thể chiếm lĩnh thêm thị phần, tăng hiệu quả hoạt động nhờ quản trị tốt hơn năng lực cạnh tranh.

### (3) Thuế TTĐB – Gánh nặng với doanh nghiệp

**Truy thu và nộp bổ sung thuế TTĐB.** Nguyên nhân trước đây là SAB căn cứ tính thuế TTĐB theo giá của đơn vị sản xuất bán cho Công ty TNHH MTV

*Mức thuế TTĐB đang tăng theo từng năm (55% năm 2016, 60% năm 2017 và 65% năm 2018).*

Thương mại Bia Sài Gòn, trong khi phải tính theo giá bán cho công ty cổ phần Thương mại Bia Sài Gòn khu vực (là đơn vị cuối cùng trước khi bán hàng ra bên ngoài hệ thống Sabeco).

Việc xử lý thuế TTĐB các năm trước không phải do SAB vi phạm pháp luật mà do cách hiểu về chính sách thuế TTĐB, đến năm 2015 Kiểm toán nhà nước và thanh tra BTC làm rõ và ra quyết định truy thu. Trong năm 2015, SAB đã điều chỉnh BCTC và ghi Dự phòng thuế TTĐB cho năm 2015 và 2014 trong mục Chi phí Quản lý doanh nghiệp với số tiền lần lượt là 614.64 tỷ đồng và 564.56 tỷ đồng. Số dư Dự phòng phải trả ngắn hạn (BCTC Cty mẹ) tại 31/12/2015 là 1,699 tỷ đồng, hoàn thành trích lập bổ sung cho giai đoạn 2013 – 2014 – 2015.

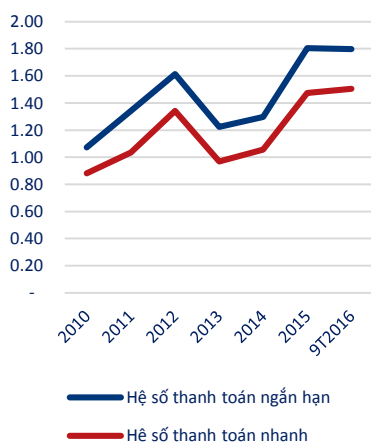
Tuy nhiên đến thời điểm lập BCTC 30/09/2016, SAB nhận được thông báo phải nộp bổ sung khoản thuế TTĐB từ năm 2010 – 2012 tương ứng số tiền 1,430.69 tỷ đồng. SAB đã ghi giảm trong mục LNST chưa phân phối (Vốn chủ sở hữu 30/09/2016) và không có điều chỉnh tăng Chi phí QLDN trong 9T2016 như năm 2014 và 2015.

Bên cạnh đó SAB cũng sẽ phải nộp bổ sung thuế TTĐB giai đoạn 2007 – 2009 theo hướng dẫn tại văn bản 16168/BTC-TCT, SAB sẽ hoàn thành dứt điểm trong năm 2016. Hiện tại vẫn chưa chốt số thuế sẽ phải nộp bổ sung, doanh nghiệp sẽ cập nhật trong BCTC gần nhất.

**Điều chỉnh biên độ xác định giá tính thuế gây ảnh hưởng không nhỏ.** Theo hướng dẫn tại TT 130/2016/TT-BTC, cơ sở sản xuất thực hiện tính, kê khai và nộp thuế TTĐB theo giá bán ra của các cơ sở sản xuất nhưng không được thấp hơn 7% so với giá bán bình quân trong tháng của cùng loại sản phẩm do các công ty cổ phần thương mại khu vực bán ra, trong khi quy định cũ là 10%.

## TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Thanh khoản tài chính của SAB



Nguồn: BCTC SAB

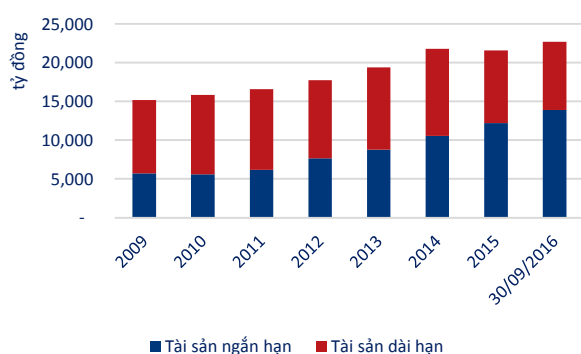
Nhìn chung tình hình tài chính của SAB tương đối lành mạnh với Thanh khoản tài chính dồi dào, cơ cấu Vốn an toàn và Hiệu quả hoạt động tương đối tốt so với trung bình Ngành Thế giới.

**Thanh khoản tài chính dồi dào.** Xét từ 2010 – 9T2016, current ratio tăng từ 1.07 lên 1.80, trung bình cả giai đoạn là 1.45; chỉ số quick ratio cũng cải thiện từ 0.88 lên thành 1.5, trung bình cả giai đoạn là 1.18. BSC đánh giá thanh khoản của SAB đang ở mức rất tốt và dồi dào khi so sánh với trung bình ngành hai chỉ số current ratio và quick ratio lần lượt là 1.17 và 0.52.

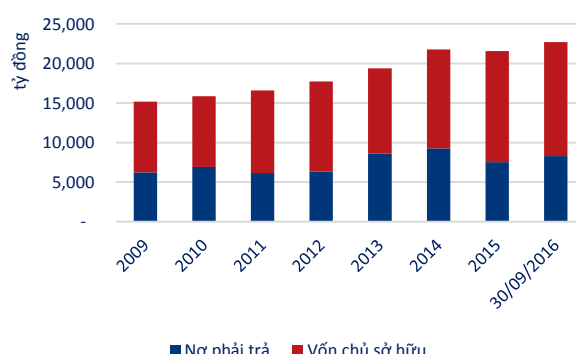
**Cơ cấu Tài sản thiên về Tiền và Tiền gửi có kỳ hạn.** Trong giai đoạn 2010 – 9T2016, cơ cấu tài chính của SAB có sự dịch chuyển từ tài sản dài hạn sang ngắn hạn, tỷ trọng tài sản ngắn hạn tăng từ 35.35% (2010) lên thành 61.20% (9T2016), trong đó Tiền mặt và Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (Tiền gửi có kỳ hạn trên 3 tháng – dưới 1 năm và Trái phiếu) chiếm trung bình 70% trong cơ cấu tài sản ngắn hạn. Đây là nguồn tài chính dồi dào phục vụ cho quá trình đầu tư mở rộng sau này của doanh nghiệp.

**Lãi tiền gửi thừa đủ trang trải toàn bộ chi phí lãi vay.** Về cơ cấu Nợ, tổng Nợ phải trả chỉ chiếm trên 36% tổng tài sản, trong đó riêng phần Dự phòng phải trả ngắn hạn (truy thu thuế TTĐB) đã chiếm tới 29.2% Tổng Nợ tại 30/09/2016, Vay và nợ ngân hàng chỉ chiếm khoảng 17% Tổng Nợ, tương đương khoảng 6.2% TTS. Do lượng tiền mặt và tiền gửi tương đối lớn – hơn 10 nghìn tỷ đồng (chủ yếu là thuộc Công ty mẹ – Tổng Sabeco), trong khi vay nợ hoàn toàn là nhóm công ty thành viên – khoảng hơn 1.4 nghìn tỷ (chủ yếu để tài trợ vốn lưu động) nên báo cáo tài chính hợp nhất thể hiện Lãi tiền gửi gấp khoảng hơn 5 lần so với Lãi vay phải trả (BCTC 2015 và 9T2016).

Cơ cấu TTS của SAB



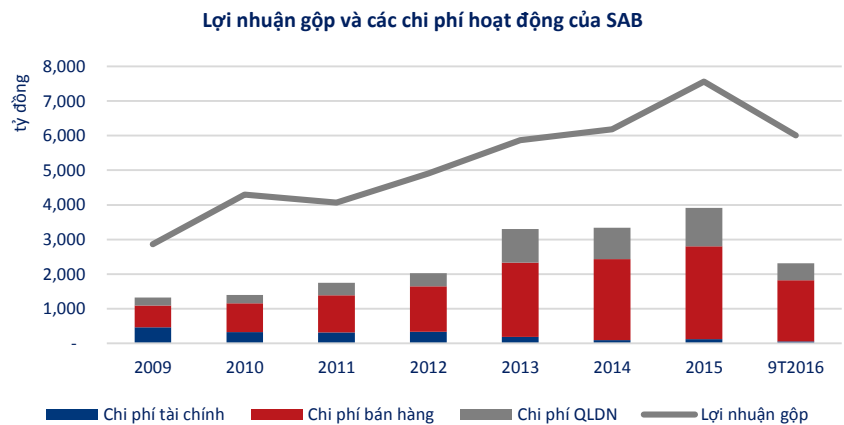
Cơ cấu Vốn của SAB



Nguồn: BCTC SAB

**Hiệu quả hoạt động tốt so với trung bình ngành.** Xét trên phạm vi toàn cầu, BSC cho rằng hoạt động của SAB tương đối hiệu quả, trong năm 2015 biên LNG đạt 27.84%, biên LN hoạt động (operating margin) là 15.24% và biên LN thuần là 13.26%. Đây là mức tương đối tốt nếu so sánh với trung bình ngành lần lượt là 34.8%, 14.1% và 9.2%.

Điểm lưu ý là chi phí QLDN được điều chỉnh hồi tố tăng mạnh do ảnh hưởng của việc truy thu thuế TTĐB (đã phân tích ở trên), đây là yếu tố không thường xuyên, và sẽ không ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp trong dài hạn.



*Nguồn: BCTC SAB*

Xét về các chỉ tiêu năng lực hoạt động, trong giai đoạn 2010 – 2015, số ngày hàng tồn kho tăng từ 24 lên 35 và số ngày phải thu tăng từ 9 lên 13 (tiêu cực), nhưng số ngày khoản phải trả cũng tăng từ 25 lên 31 (tích cực). Xét tổng thể, Cash conversion cycle tăng từ 8 lên 17 cho thấy lưu chuyển dòng tiền của doanh nghiệp có phần chậm hơn, nhưng vẫn ở mức tốt so với Ngành thế giới (trung bình là 31 ngày).

## DỰ BÁO KQKD

Theo số liệu dự báo của Euromonitor, tốc độ tăng trưởng của Bia phân khúc giá trung bình sẽ tăng với CAGR khoảng 7.14% từ năm 2015 – 2020. Bên cạnh đó, trong 9T2016, DTT cũng tăng 8.88% so với cùng kỳ 2015. Do đó, để dự báo thận trọng, chúng tôi áp mức tăng trưởng 7.14% cho DTT Hợp nhất của SAB trong 3 năm 2016 – 2017 – 2018. Mức tăng trưởng doanh thu 5% cho năm 2019 – 2020. Năm 2021, so sánh với tốc độ tăng trưởng doanh thu của các tập đoàn Bia lớn trên Thế giới và Nhật Bản, chúng tôi nhận thấy tốc độ tăng trưởng 3.5% là hợp lý cho SAB.

## Tiêu thụ Bia Việt Nam

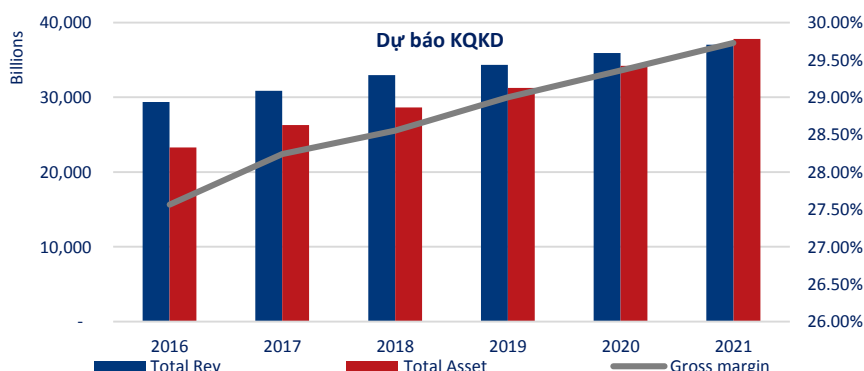
Triệu lít	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR
<b>Bia tiêu chuẩn</b>	<b>3,627.20</b>	<b>3,821.60</b>	<b>4,037.80</b>	<b>4,280.50</b>	<b>4,549.10</b>	<b>4,842.90</b>	<b>5.95%</b>
<b>Bia cao cấp</b>	<b>378.10</b>	<b>400.30</b>	<b>423.30</b>	<b>447.20</b>	<b>471.50</b>	<b>492.80</b>	<b>5.44%</b>
- Nội địa	344.90	364.60	384.70	405.20	425.60	445.90	
- Nhập khẩu	33.20	35.70	38.60	42.00	45.90	46.90	
<b>Bia giá trung bình</b>	<b>2,126.40</b>	<b>2,262.60</b>	<b>2,415.90</b>	<b>2,590.60</b>	<b>2,785.40</b>	<b>3,002.50</b>	<b>7.14%</b>
- Nội địa	2,126.40	2,262.60	2,415.90	2,590.60	2,785.40	3,002.50	
- Nhập khẩu							
<b>Bia giá rẻ</b>	<b>1,122.70</b>	<b>1,158.70</b>	<b>1,198.60</b>	<b>1,242.70</b>	<b>1,292.20</b>	<b>1,347.60</b>	<b>3.72%</b>
- Nội địa	1,122.70	1,158.70	1,198.60	1,242.70	1,292.20	1,347.60	

Nguồn: Bản cáo bạch Sabeco, BSC Research

**Về biên LNG mảng bia,** biên LNG mảng bia áp cho cả năm 2016 là biên LNG của 9 tháng đầu năm. Từ năm 2017 – 2021, giả định doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn sau CPH, chúng tôi áp mức biên LNG tăng dần từ 30.9% cho năm 2017 lên mức 32.16% cho năm 2021. Chúng tôi cho rằng mức biên LNG này là hợp lý và có thể đạt được khi biên LNG trung bình của ngành là 34.8%.

**Về chi phí QLDN:** chúng tôi lưu ý là doanh nghiệp trích khoản truy thu thuế TTĐB trong chi phí QLDN các năm 2013 – 2015. Tuy nhiên đến năm 2016 SAB không ghi tăng chi phí QLDN mà điều chỉnh giảm LN để lại (Vốn chủ sở hữu), do đó để dự báo chi phí QLDN chúng tôi tạm áp mức 2.24% DTT cho các năm 2016 – 2021.

Qua đó, biên LNG của Sabeco Hợp nhất sẽ là 27.57% trong năm 2016 và tăng lên 29.73% vào năm 2021.



Nguồn: BSC Research



**ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU**

**Tổng hợp 2 phương pháp:** Tỷ lệ 25% cho FCFF và 75% cho PE, Giá hợp lý cho 1 cp SAB là VND 168,653.

**I, Phương pháp FCFF**
**Xác định Beta:**

Theo thống kê các doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh với SAB của Bloomberg, lấy beta 5 năm cùng với tỷ lệ D/E và thuế suất trung bình của nhóm doanh nghiệp đó. Sử dụng phương pháp unleverage và leverage để xác định beta cho SAB.

Beta 5 năm = 0.81

D/E trung bình = 0.51

Effective Tax rate = 0.26

Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + ((1 – Tax Rate) x (Debt/Equity))) = 0.59

Levered Beta = Unlevered Beta x (1 + ((1 – Tax Rate) x (Debt/Equity))) = 0.86

**Xác định Total Equity Risk Premium:**

1, Market risk premium (tính theo S&P500; tham khảo Damodaran calculation) = 6.25%

2, Country risk premium của Việt Nam (tính theo phương pháp CDS, tham khảo Damodaran calculation) = CDS Spread (với USA) \* Standard deviation of equity/ Standard deviation of bond = 4.38%

→ Total Equity Risk Premium = 6.25% + 4.38% = 10.63%

**Xác định kd và ke:**

Ke = rf + beta \* Total Equity Risk Premium = 15.21%

Kd = 5.00%

**Giá hợp lý cho 1 cổ phiếu SAB là VND 123,327**

**II, Phương pháp PE**

PE Trung vị Ngành = 27.36 (chi tiết ở phụ lục 01)

EPS 2016 = 6,716 (sau khi trừ 6% quỹ khen thưởng phúc lợi)

**Giá hợp lý cho 1 cổ phiếu SAB là VND 183,762**

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Total Equity Risk Premium	10.63%
Rf	6.10%
beta	0.86
ke	15.21%
kd	5.00%
E/A	63.44%
D/A	35.56%
Tax rate	20%
WACC	11.11%
g	2.00%

Nguồn: BSC Research

## Phụ lục 01: Các doanh nghiệp Bia niêm yết

Name	Mkt Cap (Mil USD)	Rev 2015 (Mil USD)	Cash Conversion Cycle	GM: 2015	OPM: 2015	PM: 2015	ROA: 2015	ROE: 2015	P/E	P/B
<b>Median</b>	<b>2,088</b>	<b>736</b>	<b>31.1</b>	<b>34.8</b>	<b>14.1</b>	<b>9.2</b>	<b>6.1</b>	<b>14.8</b>	<b>27.3</b>	<b>3.3</b>
<b>SABECO</b>	<b>3,100</b>	<b>1,194</b>	<b>17.0</b>	<b>27.8</b>	<b>15.2</b>	<b>13.3</b>	<b>16.7</b>	<b>25.6</b>	<b>17.4</b>	<b>4.9</b>
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	205,182	43,604	(151.4)	60.7	31.9	19.0	6.0	18.0	53.2	
HEINEKEN NV	42,054	22,767			15.0	9.2	5.2	14.6	29.3	3.2
MOLSON COORS BREWING CO -B	21,090	3,568	(20.8)	39.4	14.6	10.1	2.7	4.8	29.9	2.1
HEINEKEN HOLDING NV	19,710	22,767			15.0	4.7	2.6	14.9	27.4	3.0
ASAHI GROUP HOLDINGS LTD	15,662	15,349	69.6	40.8	7.3	4.1	4.0	8.7	39.0	2.1
THAI BEVERAGE PCL	15,292	5,030	97.5	29.2	14.2	15.4	15.0	24.4	23.3	4.5
KIRIN HOLDINGS CO LTD	14,901	18,155	91.1	44.1	5.7	(2.2)	(1.7)	(5.4)		2.8
CARLSBERG AS-B	12,783	9,726	(41.5)	39.9	(0.9)	(4.5)	(2.2)	(6.1)		2.0
TSINGTAO BREWERY CO LTD-A	5,768	4,075	(3.2)	32.9	4.3	6.7	6.2	10.8	23.4	2.5
SAN MIGUEL CORP	4,040	14,812	40.4	20.9	11.7	1.8	1.0	2.6	15.0	0.7
NIGERIAN BREWERIES PLC	3,597	1,488	(46.8)	48.5	21.1	12.9	10.8	22.1	35.3	6.9
UNITED BREWERIES LTD	3,346	767			8.8	5.5	6.7	14.8	77.5	10.8
MURREE BREWERY CO LTD	3,303	59	79.6	35.5	22.9	16.5	12.4	14.3		2.6
BEIJING YANJING BREWERY CO-A	3,116	1,792	146.0	33.1	5.4	5.2	3.2	4.7	61.5	1.6
BOSTON BEER COMPANY INC-A	2,173	960	26.5	52.3	16.3	10.3	15.7	21.9	27.4	4.8
ROYAL UNIBREW	2,119	898	(39.8)	52.6	15.2	11.8	10.3	24.7	19.4	5.1
SAPPORO HOLDINGS LTD	2,057	4,411	63.7	33.9	2.6	1.1	1.0	3.9	24.6	1.5
EAST AFRICAN BREWERIES LTD	1,902	706	102.6	49.7	25.7	13.9	14.0	78.8	27.0	17.2
TANZANIA BREWERIES LTD	1,813	628	76.0	49.2	29.7	19.3	25.1	36.3	17.4	6.1
MOLSON COORS CANADA INC -A	1,808									
GUANGZHOU ZHUJIANG BREWERY-A	1,269	506	44.4	34.8	1.3	2.6	1.3	2.5	74.6	2.5
CHONGQING BREWERY CO-A	1,220	486	150.9	31.3	(3.7)	(2.2)	(1.7)	(5.4)	335	6.4
HANOI BEER	1,118	440		27.2	10.9	9.2			30.0	4.9
HEINEKEN MALAYSIA BHD	1,074	507	57.2	35.5	16.8	12.2	30.7	58.4	22.5	16.6
CARLSBERG BREWERY MALAYSIA	952	427	16.4	36.6	17.7	13.0	32.6	66.7	18.2	14.9
FUJIAN YANJINGHUIQUAN BREW	560	108	103.3	27.3	1.5	3.4	1.9	2.1		3.5
NAMIBIA BREWERIES LTD	410	213			20.7	10.6	15.8	26.2	22.2	5.5
CRAFT BREW ALLIANCE INC	293	204	36.5	30.5	2.1	1.1	1.2	1.9	350	2.5
LION BREWERY CEYLON PLC	263	247	46.8	25.1	10.0	4.1	5.3	17.9		4.1
SAI GON - MIEN TRUNG BEER JS	66	35	62.4	24.3	15.0	10.5	10.9	15.2	24.8	3.7
SAIGON BEER WESTERN JSC	55	38	6.8	18.0	14.1	11.6	8.2	21.8	13.0	2.7
HANOI BEER TRADING JSC	8	24	(1.7)	16.4	5.8	5.3	18.9	27.6	4.7	2.8

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## Phụ lục 02

### Định giá cổ phiếu bằng phương pháp FCFF

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		9.61%	10.11%	10.61%	11.11%	11.61%	12.11%	12.61%
Giá cổ phần	-0.5%	120,262	114,774	109,788	105,238	101,071	97,241	93,709
	0.0%	124,425	118,475	113,094	108,205	103,743	99,657	95,901
	0.5%	129,045	122,562	116,728	111,451	106,656	102,281	98,273
	1.0%	134,202	127,097	120,739	115,018	109,843	105,141	100,849
	1.5%	139,994	132,158	125,191	118,956	113,345	108,270	103,658
	2.0%	146,548	137,844	130,160	123,327	117,212	111,709	106,731
	2.5%	154,023	144,277	135,741	128,205	121,503	115,506	110,108
	3.0%	162,629	151,614	142,056	133,685	126,293	119,719	113,836
	3.5%	172,643	160,062	149,259	139,884	131,673	124,422	117,974
	4.0%	184,443	169,892	157,552	146,956	137,760	129,705	122,592
	4.5%	198,551	181,474	167,202	155,097	144,703	135,682	127,780

Nguồn: BSC dự báo

## Phụ lục 03

### Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: tỷ đồng	30/09/2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>A. TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>13,894</b>	<b>14,743</b>	<b>18,066</b>	<b>20,624</b>	<b>22,876</b>	<b>25,084</b>	<b>28,610</b>
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	6,814	7,872	10,188	11,258	11,202	11,347	12,892
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	3,293	3,293	4,116	5,351	7,491	9,364	11,705
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,530	1,246	1,309	1,396	1,454	1,520	1,566
IV. Hàng tồn kho	2,121	2,114	2,223	2,374	2,473	2,586	2,171
V. Tài sản ngắn hạn khác	137	219	230	245	256	267	276
<b>B. TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>8,810</b>	<b>8,546</b>	<b>8,226</b>	<b>8,016</b>	<b>8,368</b>	<b>9,132</b>	<b>9,190</b>
I. Các khoản phải thu dài hạn	35	37	38	37	37	37	37
II. Tài sản cố định	5,480	5,361	4,923	4,529	4,184	4,779	5,115
III. Bất động sản đầu tư	67	42	32	31	29	28	26
IV. Tài sản dở dang dài hạn	100	86	44	32	500	500	32
V. Đầu tư tài chính dài hạn	1,819	1,825	2,016	2,207	2,404	2,598	2,790
VI. Tài sản dài hạn khác	1,310	1,195	1,172	1,180	1,214	1,190	1,189
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>22,703</b>	<b>23,289</b>	<b>26,292</b>	<b>28,640</b>	<b>31,243</b>	<b>34,216</b>	<b>37,800</b>
<b>C. NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>8,300</b>	<b>7,811</b>	<b>8,045</b>	<b>8,495</b>	<b>8,908</b>	<b>9,359</b>	<b>10,146</b>
I. Nợ ngắn hạn	7,733	7,330	7,633	8,139	8,499	8,903	9,754
II. Nợ dài hạn	567	481	412	356	409	456	392
<b>D. VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>14,403</b>	<b>15,478</b>	<b>18,247</b>	<b>20,145</b>	<b>22,335</b>	<b>24,857</b>	<b>27,654</b>
I. Vốn chủ sở hữu	14,403	15,478	18,247	20,145	22,335	24,857	27,654
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác							
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>22,703</b>	<b>23,289</b>	<b>26,292</b>	<b>28,640</b>	<b>31,243</b>	<b>34,216</b>	<b>37,800</b>

Nguồn: BSC dự báo

**Phụ lục 04**
**Báo cáo kết quả kinh doanh**

Đơn vị: tỷ đồng	9T2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tổng doanh thu	21,822	29,366	30,879	32,971	34,354	35,922	37,029
Các khoản giảm trừ doanh thu	13	18	19	20	21	23	23
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>21,809</b>	<b>29,348</b>	<b>30,860</b>	<b>32,951</b>	<b>34,333</b>	<b>35,900</b>	<b>37,006</b>
COGS	15,797	21,258	22,145	23,542	24,377	25,361	26,005
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6,011</b>	<b>8,090</b>	<b>8,715</b>	<b>9,409</b>	<b>9,955</b>	<b>10,539</b>	<b>11,001</b>
DT tài chính	658	779	428	464	446	455	451
Chi phí tài chính	54	86	92	89	97	105	99
Chi phí lãi vay	109	83	75	71	80	87	81
Lãi trong Cty liên doanh, liên kết	135	341	349	360	370	382	393
Chi phí bán hàng	1,770	2,609	2,744	2,930	3,052	3,192	3,290
Chi phí QLDN	488	656	690	737	768	803	827
<b>LN thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>4,493</b>	<b>5,858</b>	<b>5,966</b>	<b>6,478</b>	<b>6,854</b>	<b>7,277</b>	<b>7,628</b>
Thu nhập khác	105	171	180	192	200	209	216
Chi phí khác	88	126	133	142	147	154	159
LN (lỗ) khác	17	45	47	50	53	55	57
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>4,510</b>	<b>5,903</b>	<b>6,013</b>	<b>6,528</b>	<b>6,907</b>	<b>7,332</b>	<b>7,685</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	838	1,181	1,203	1,306	1,381	1,466	1,537
(Chi phí) thu nhập thuế TNDN hoãn lại	13						
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3,658</b>	<b>4,722</b>	<b>4,811</b>	<b>5,222</b>	<b>5,526</b>	<b>5,865</b>	<b>6,148</b>
LNST của cty mẹ	3,548	4,579	4,665	5,064	5,358	5,688	5,962
LNST của cổ đông không kiểm soát	111	143	146	158	167	177	186
EPS	5,532	6,716					

Nguồn: BSC dự báo

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan ( $P/E$ ,  $P/B$ ,  $EV/EBIT$ ,  $EV/EBITDA$ ); 2) Phương pháp chiết khấu ( $DCF$ ,  $DVMA$ ,  $DDM$ ); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng ( $NAV$ ,  $RNAV$ ).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN****Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.