

TỔNG CTCP BIA RƯỢU NGK HÀ NỘI (BHN)

Ngày 9 tháng 12 năm 2016



BÁO CÁO LẦN ĐẦU: BÁN

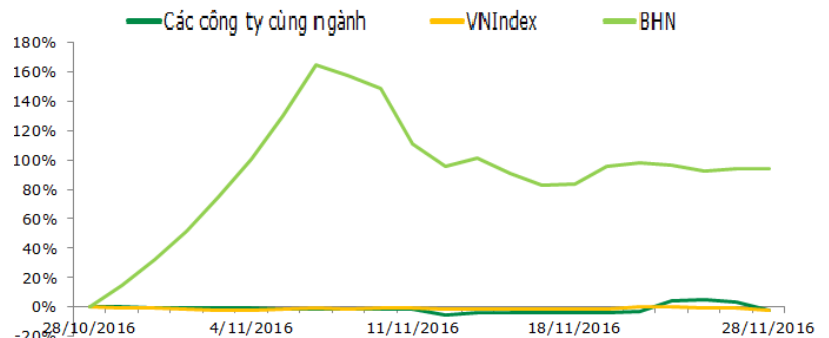
Giá hiện tại	(9/12/16)	Đồng	135.700
Giá trị dài hạn	Cổ phiếu được thị trường định giá cao		
Giá mục tiêu:		Đồng	117.000
Khuyến nghị ngắn hạn	Bán		
Mã Bloomberg: BHN VN		Sàn:UPCOM	
Ngành:		Hàng tiêu dùng	
Cao/thấp nhất 52 tuần		166.400 đ /88.000 đ	
Số lượng cổ phiếu (triệu)		231,8	
Vốn hóa (Tỷ đồng)		31.455	
SLCP tự do chuyển nhượng		2.619.340	
Sở hữu nước ngoài		17,6%	
EPS (Đồng)			
2016 VPBS dự báo		2.793	
2015		3.827	
2014		3.588	
2013		3.255	
	2012-15	2016F	2017F
	CAGR	Tỷ đồng	Tỷ đồng
Doanh thu	2%	9.156	9.477
Lợi nhuận ròng	1,7%	647,5	673,4
Chỉ số	BHN	Cùng ngành	VNI
P/E	45,7	19,5	16,01
P/B	5,5	8	1,92
EV/EBITDA	18,4	12,8	10,39
Nợ vay/ VCSH	76,9%	0,93	0,99
Biên LN ròng	9,2%	10,59%	8,47%
ROA	9,2%	17,43%	2,03%
ROE	17,8%	29,12%	11,85%

Giới thiệu công ty:

BHN là doanh nghiệp Nhà nước, trực thuộc Bộ Công thương, có truyền thống sản xuất Bia từ 1890 và được cổ phần hóa năm 2008. Công ty hiện có trụ sở chính tại 183 Hoàng Hoa Thám, Ba Đình, Hà Nội.

Lĩnh vực hoạt động: Sản xuất, kinh doanh Bia, Rượu, Nước giải khát, xuất nhập khẩu nguyên liệu, vật tư, phụ liệu, hóa chất.

Kết quả 9 tháng đầu năm 2016: Tổng tài sản: 10.400 tỷ đồng; Vốn chủ sở hữu: 5.693 tỷ đồng; Doanh thu thuần: 7.613 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 730,9 tỷ đồng



Trong báo cáo lần đầu về Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Hà Nội (BHN), chúng tôi khuyến nghị **BÁN**. Nhà đầu tư có thể cân nhắc bán để hiện thực hóa lợi nhuận, nhà đầu tư chưa nắm giữ cổ phiếu có thể cân nhắc chưa giải ngân do giá cổ phiếu đã cao hơn giá trị nội tại doanh nghiệp.

- ❖ **Kết quả hợp nhất 9 tháng đầu năm BHN chứng lại đáng kể**, trong đó doanh thu thuần giảm 4,9% và lợi nhuận thuần giảm 21,4% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận của Công ty đang có xu hướng giảm do: (1) Công ty vẫn sẽ tập trung vào sản phẩm bia phổ thông, dòng sản phẩm này có biên lợi nhuận thấp hơn bia cao cấp trong khi chi phí bán hàng, marketing phải gia tăng do áp lực cạnh tranh; (2) Giá bán hàng của công ty có khả năng sẽ phải giảm để duy trì năng lực cạnh tranh trước các đối thủ (3) Giá nguyên liệu (chủ yếu là mạch nha sản xuất bia) phụ thuộc thị trường nước ngoài và đang có xu hướng tăng làm giảm biên lợi nhuận.
- ❖ **Cuộc đàm phán mua bán cổ phần giữa Carlsberg và Habeco vẫn vướng mắc**. Theo thỏa thuận được ký giữa hai bên, Carlsberg có quyền ưu tiên đàm phán trước các cổ đông khác khi Habeco thoái tiếp vốn nhà nước. Tuy nhiên theo thông báo mới nhất từ Bộ Công thương hôm 14/11, hiện cuộc đàm phán vẫn còn nhiều vướng mắc và mất nhiều thời gian để hoàn thành
- ❖ **Triển vọng chung của ngành Bia tiếp tục khả quan tuy nhiên sẽ có sự phân hóa theo từng phân khúc**: thu nhập của người dân được cải thiện cùng với tỷ lệ dân số trẻ, thói quen sử dụng nhiều sản phẩm bia sẽ là những nhân tố chính giúp cho ngành bia tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới. Tuy nhiên sẽ có sự chuyển dịch cơ cấu tiêu dùng trong ngành bia với việc các sản phẩm bia cao cấp (**vốn không phải thế mạnh của BHN**) sẽ có tốc độ tăng trưởng cao hơn so với dòng bia phổ thông đã bắt đầu có dấu hiệu bão hòa.
- ❖ **Giá cổ phiếu đã ở các mức định giá không còn hấp dẫn**. BHN đang giao dịch ở mức P/E là 45,7 lần, không còn hấp dẫn khi P/E của các công ty cùng ngành chỉ là 19,5 và của VNIndex là 16,01. Mức định giá theo EV/EBITDA của BHN là 18,4 lần, khá cao khi so với công ty cùng ngành là 12,8 lần và VNI là 10,39 lần.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

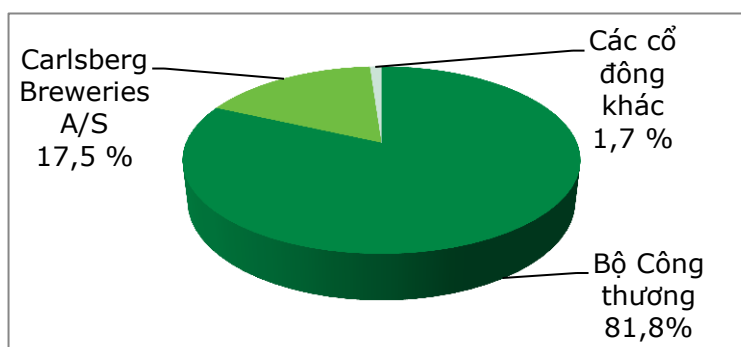
Tiền thân của Habeco là Nhà máy bia Hommel được người Pháp xây dựng năm 1890. Đầu năm 1957, theo chính sách phục hồi kinh tế của Chính phủ, Nhà máy Bia Hommel được khôi phục và năm 2003 Tổng Công ty Bia-Rượu-Nước giải khát Hà Nội được thành lập trên cơ sở tổ chức lại Công ty Bia Hà Nội.

Với hệ thống thiết bị hiện đại, tổng công suất toàn hệ thống Habeco đã đạt trên 800 triệu lít bia và luôn nằm trong top 3 doanh nghiệp sản xuất bia có thị phần lớn nhất nước. Hiện nay Tổng công ty đóng vai trò công ty mẹ với 17 công ty con và 9 công ty liên kết và đầu tư khác, tổng số hơn 5.000 cán bộ công nhân viên trong hệ thống.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG VÀ SỞ HỮU

Bộ Công thương là cổ đông lớn nắm quyền chi phối với 81,8 % cổ phần. Các nhà đầu tư nước ngoài đang sở hữu 17,5% cổ phần.

Cơ cấu cổ đông



Dữ liệu ngày 31/08/2016. Nguồn: Bản cáo bạch

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

SẢN PHẨM



Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của Tổng Công ty là: Sản xuất đồ uống bia, Công ty không phân loại chi tiết theo các dòng sản phẩm trong các báo cáo của mình, theo chúng tôi tìm hiểu sản phẩm chủ lực của Công ty là bia Hà Nội (chai và lon), sản phẩm bia Trúc Bạch ở phân khúc cao cấp cũng đã bước đầu xây dựng được thương hiệu đối với người tiêu dùng, ngoài ra công ty còn có sản

phẩm bia hơi Hà Nội cung cấp cho một số đại lý như bia Thu Hằng và các cửa hàng bia trên thị trường phía Bắc

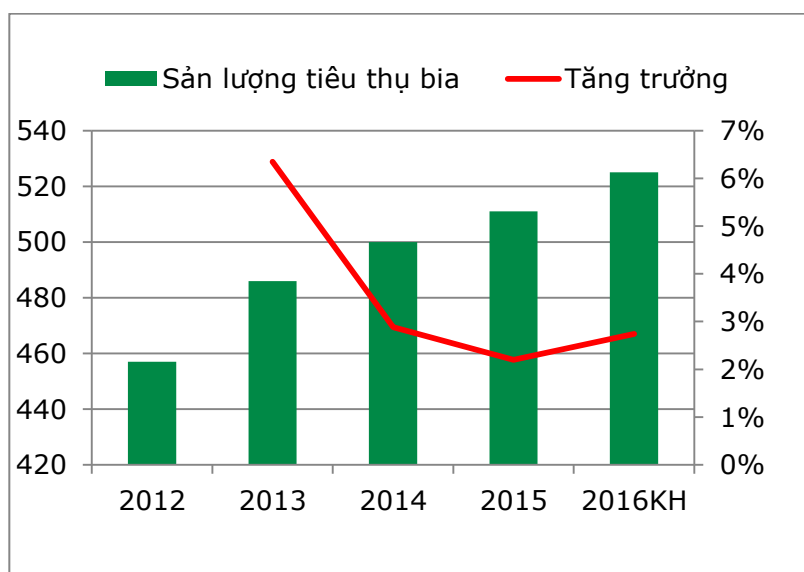
Theo BHN thì tổng sản lượng tiêu thụ bia các loại thương hiệu Bia Hà Nội trong năm 2015 là 510,6 triệu lít và tổng công suất toàn hệ thống đạt trên 800 triệu lít bia.

Căn cứ tình hình 6 tháng đầu năm, sản lượng tiêu thụ của công ty trong 6 tháng giảm nhẹ 1,4% so với cùng kỳ; do đó chúng tôi đánh giá sản lượng hiện tại của BHN có khả năng đáp ứng nhu cầu tăng trưởng trong tương lai, thậm chí có thể bị dư thừa do thị phần của công ty có xu hướng giảm nhẹ trước áp lực cạnh tranh ngày càng mạnh.

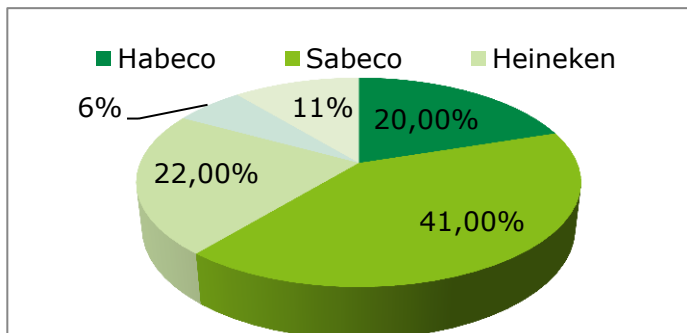
THỊ TRƯỜNG

Thị phần BHN đang có xu hướng giảm

Tiêu thụ ở các tỉnh miền Bắc vẫn là thị trường chính nhưng thị phần đang bị giảm dần bởi sự cạnh tranh từ Sabeco, và các hãng bia ngoại trên chính sân nhà. Công ty vẫn chủ yếu tập trung vào phân khúc bia phổ thông với các sản phẩm bia lon, bia chai và bia hơi Hà Nội.



Nguồn: BHN, VPBS tổng hợp
Trong năm 2015, công ty đã để mất vị trí thứ hai thị phần về Heineken, hiện BHN xếp vị trí thứ ba với thị phần đạt 20%



Nguồn: Hiệp hội bia rượu nước giải khát

Mặc dù công suất sản xuất của các mặt hàng truyền thống vẫn dư thừa, có thể giúp doanh thu của BHN tăng trưởng, nhưng công ty vẫn không cải thiện được doanh số và gia tăng thị phần. Điều đó cho thấy những sản phẩm truyền thống của BHN đã chạm ngưỡng bão hòa và sự tăng trưởng trong tương lai sẽ phụ thuộc chủ yếu vào sản phẩm bia ở phân khúc cao cấp vốn không phải thế mạnh của BHN.

Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ bị giảm và giá bán sản phẩm bình quân giảm do:

- (1) Cạnh tranh gia tăng trong thị trường nội địa: sản phẩm của công ty phải cạnh tranh với các công ty đối thủ, đặc biệt là các hãng Bia nước ngoài với tiềm lực tài chính rất mạnh và kinh nghiệm thị trường lâu năm, những hãng bia này có hoạt động marketing, hỗ trợ bán hàng tốt giúp thu hút được nhiều nhà phân phối và người tiêu dùng.
- (2) Công ty chưa có giải pháp thúc đẩy sản phẩm mới: Công ty không phát triển được thị trường mới cũng như chưa triển khai mạnh được các sản phẩm mới. Thị trường quen thuộc của BHN vẫn chủ yếu ở các tỉnh phía Bắc và các sản phẩm thuộc phân khúc bia phổ thông với bia chai và bia hơi Hà Nội, việc triển khai sản phẩm mới Trúc Bạch vẫn mới chỉ ở những bước đầu.

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T/2016

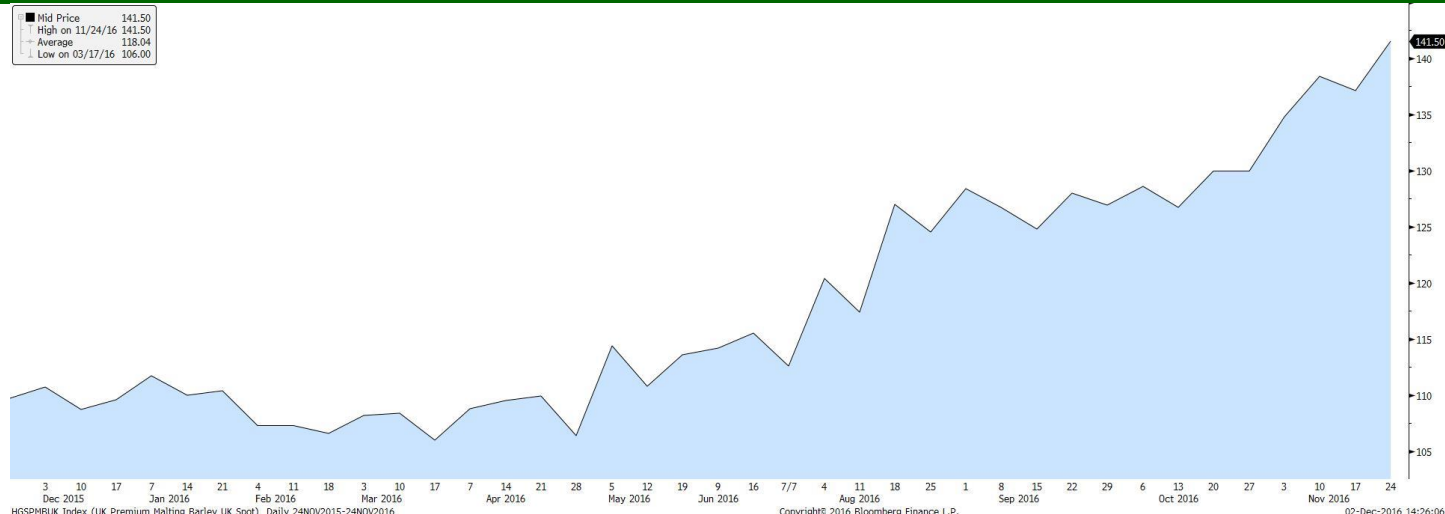
Kết quả kinh doanh hợp nhất 9T/2016 của BHN sụt giảm so với cùng kỳ

Trong 9T2016, BHN đã ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất là 7.613 tỷ đồng, giảm 4,9% so với cùng kỳ năm trước; theo ước tính của chúng tôi, khối lượng bán hàng tăng khoảng 2,0% và giá bán bình quân sản phẩm trong kỳ giảm khoảng 7,1%. Như vậy sản lượng Quý 3 đã cải thiện khá nhiều so với tiến độ bán hàng 6 tháng đầu năm, nhờ yếu tố mùa vụ do thời tiết miền Bắc bước vào mùa hè là mùa tiêu thụ bia nhiều hơn giúp cải thiện cả sản lượng và giá bán. Đồng thời các sự kiện thể thao lớn như Thê Vận Hội Bra-xin 2016 và Euro 2016 cũng góp phần vào đà tăng doanh số với cùng kỳ năm ngoái. Ngoài ra việc các đại lý tranh thủ nhập hàng cho các dịp lễ tết cuối năm cũng có thể là nguyên nhân giúp cho doanh thu và lợi nhuận quý 3 và quý 4 sẽ được cải thiện so với đầu năm.

Biên lợi nhuận gộp vẫn ở mức tốt mặc dù giá nguyên liệu có xu hướng tăng

Mạch nha (malt) thường chiếm khoảng 30% tổng nguyên liệu đầu vào, các nguyên liệu khác chỉ chiếm khoảng 2 – 3% trong cơ cấu giá vốn. Theo thông tin giá từ Bloomberg, giá mạch nha sản xuất bia những tháng cuối năm 2016 có xu hướng tăng do thời tiết bất lợi cho việc trồng lúa mạch tại Châu Âu (là thị trường chính cung cấp lúa mạch) làm cho mặt bằng giá nguyên liệu mạch nha giai đoạn cuối năm 2016 tăng khoảng 10% so với 2015.

Đồ thị giá nguyên liệu mạch nha 2016 (thị trường London)



Nguồn: Bloomberg

Mặc dù giá nguyên liệu mạch nha sản xuất bia có xu hướng tăng trong những tháng cuối năm, công ty đã kiểm soát giá vốn hàng bán khá tốt dẫn đến biên lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2016 tương đương so với cùng kỳ 2015, đạt 26,4%. Điều này là do trong giai đoạn đầu năm, giá nguyên vật liệu giảm nhẹ và BHN đã chủ động, có mức dự trữ hàng tồn kho ở mức hợp lý.

Cụ thể, theo báo cáo hợp nhất quý 3/2016, lượng hàng tồn kho cuối kỳ của công ty là 955,18 tỷ đồng, tăng 14,44% so với đầu năm, cho thấy BHN đã có sự tích trữ để tránh rủi ro giá chi phí nguyên liệu đầu vào tăng trong năm 2017.

Kết quả kinh doanh 9T/2016

(Tỷ đồng)	9T/2016	9T/2015	% thay đổi	KH 2016	% KH
Doanh thu thuần	7.613	8.008	-4,9%	7.302	72,3
GVHB	5.607	5.883	-4,7%		
LN gộp	2.006	2.124	-5,6%		
Biên LN gộp (%)	26,4%	26,5%	-0,1%		
Doanh thu tài chính	94,3	102,8	-8,3%		
Chi phí tài chính	59,8	60	-0,3%		
LN từ HĐKD	922,75	1.189,29	-22,4%		
LNTT	960,51	1.255,32	-23,5%		
LNST của cổ đông công ty mẹ	730,96	930,09	-21,4%	849	70,4%
Biên LNST (%)	9,6%	11,6%	-2%		
EPS (đồng)	3.153	4.012	-21,4%		

Nguồn: BHN, VPBS

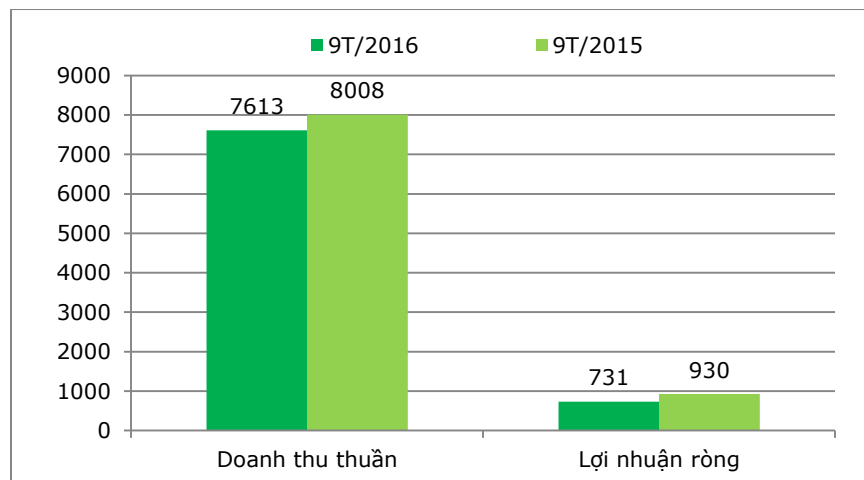
Ngoài ra chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng khá mạnh trong 9 tháng đầu năm là 1 trong những nguyên nhân chính làm sụt giảm lợi nhuận.

Chi phí bán hàng 9 tháng đầu năm chiếm tới 10,2% doanh thu (mức cùng kỳ là 8,4%) và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm 4,4% doanh thu (mức cùng kỳ là 3,8%). Xét theo số tuyệt đối, chi phí bán hàng của BHN tăng 15,3% đạt 779,66 tỷ đồng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng tới 12,3%, đạt 338,49 tỷ đồng.

Nguyên nhân chính được cho là công ty phải trả chi phí nhiều hơn cho các hoạt động bán hàng, tiếp thị và quảng bá do sức ép cạnh tranh về mặt thị phần ngày càng lớn hơn từ các đối thủ. Dự báo trong thời gian tới doanh thu của công ty sẽ khó có khả năng tăng trưởng nếu không có sự thay đổi mạnh mẽ về chiến lược kinh doanh, đưa nhanh chóng ra thị trường các sản phẩm mới đáp ứng thị hiếu thay đổi của người tiêu dùng.

Do doanh thu giảm, các chi phí giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp đều tăng, lợi nhuận sau thuế hợp nhất thuộc về cổ đông công ty mẹ trong 9 tháng đầu năm chỉ đạt 730,96 tỷ đồng, giảm 21,4% so với cùng kỳ năm ngoái.

So sánh doanh thu thuần và lợi nhuận ròng 9T2016/9T2015



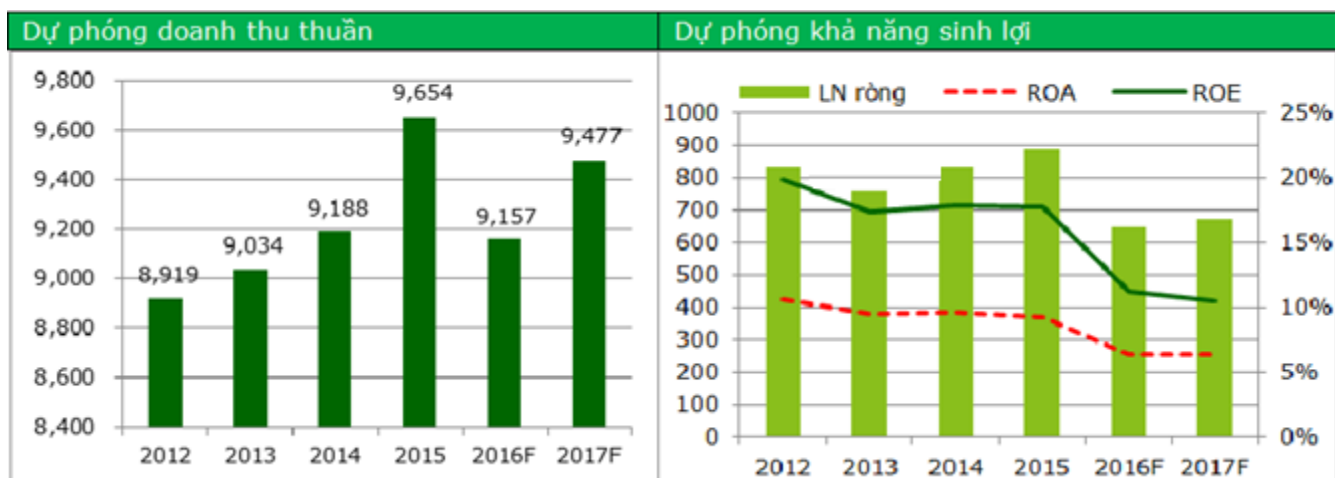
Nguồn: Báo cáo tài chính, VPBS tổng hợp

Trong các năm tới (dự phóng 2016 và 2017 và các năm tiếp theo), chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần sẽ giảm hoặc tăng trưởng ở mức thấp. Lợi nhuận ròng, chỉ số ROA và ROE dự kiến sẽ sụt giảm đáng kể do công ty phải tăng các chi phí tiếp thị, bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp.

TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG 2016

Doanh thu

Về sản lượng tiêu thụ: nhờ các ngày lễ cuối năm cùng với yếu tố mùa vụ khí hậu thuận lợi hơn (so với đầu năm chủ yếu là những tháng mùa đông), chúng tôi dự đoán sản lượng tiêu thụ sẽ có sự cải thiện trong những tháng cuối năm giúp cho sản lượng tiêu thụ cả năm 2016 tăng khoảng 2% so với cùng kỳ. Dự đoán cho năm 2017, nhờ vị thế đầu ngành ở miền Bắc, cùng với ngành bia vẫn có tốc độ tăng trưởng tốt, chúng tôi dự đoán BHN tiếp tục có sự tăng trưởng 2% về khối lượng tiêu thụ.



Nguồn: BHN, VPBS dự phóng

Về giá bán sản phẩm bình quân: chúng tôi dự đoán nhờ nhu cầu tăng cao hơn nhờ các ngày lễ cuối năm, giá bán có thể được cải thiện so với giai đoạn đầu năm (thông qua chính sách chiết khấu cho nhà phân phối) nên giá bán bình quân cả năm 2016 chỉ giảm khoảng 7% so với năm 2015 (giai đoạn đầu năm giá bán trung bình sản phẩm giảm khoảng 12,2%). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá bán sản phẩm bình quân sẽ có sự hồi phục trong năm 2017 do BHN là công ty đầu ngành, có sức mạnh thị trường và các đối thủ cạnh tranh sẽ phải giảm dần các áp lực khuyến mại, trợ giá sau một thời gian gia nhập thị trường. Dự báo giá bán sản phẩm bình quân của BHN trong năm 2017 có thể tăng 2%.

Dự báo chung cho doanh thu thuần 2016, tổng hợp cả yếu tố sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân, chúng tôi ước mức giảm là 5% cho doanh thu thuần cả năm 2016, đạt 9.143 tỷ đồng và năm 2017 đạt 9.465,8 tỷ đồng, tăng 4,1%.

Biên lợi nhuận gộp: do cạnh tranh tăng cao, chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận gộp 2016 giảm do công ty phải chiết khấu nhiều hơn cho các đại lý (làm giá bán bình quân giảm), dự đoán biên lợi nhuận gộp của cả năm 2016 giảm 2,3% so với năm 2015, đạt 24,87%. Sang năm 2017, mặc dù áp lực giảm giá bán từ phía các đối thủ được cho là sẽ giảm đi nhưng giá nguyên vật liệu tăng trong giai đoạn cuối năm 2016 có thể sẽ bắt đầu phản ánh làm tăng giá vốn hàng bán. Do đó biên lợi nhuận gộp 2017 dự đoán ở mức tương đương mức dự kiến của 2016, đạt 24,89%.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (chi phí SG&A)

Chi phí SG&A	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
Chi phí bán hàng/doanh thu thuần	13,03%	14,17%	10,58%	12,06%	12,00%	12,00%
Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần	5,4%	6,2%	4,1%	4,2%	4,5%	4,5%

Nguồn: BHN, VPBS dự phóng

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp 9 tháng đầu năm 2016 đều tăng so với cùng kỳ nhưng xét về triển vọng bán hàng, tiêu thụ thuận lợi hơn trong những tháng cuối năm 2016, chúng tôi giả định chi phí bán hàng 2016 chiếm 12% doanh thu thuần (ổn định ở mức 2015), đạt 1.097 tỷ đồng, và chi phí quản lý doanh nghiệp ở mức 4,5% doanh thu thuần (ổn định so với mức

đầu năm), đạt 411,4 tỷ đồng. Do trong năm 2017, các yếu tố trên khó có khả năng xảy ra đột biến và thường tương đối ổn định, chúng tôi giả định các tỷ lệ trên được giữ nguyên trong năm 2017.

Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao có xu hướng giảm nhẹ do trong các năm tới do công ty hiện chưa có nhu cầu mở rộng, xây dựng thêm nhà xưởng hay tăng công suất, trong khi nhiều tài sản khác sẽ dần được khấu hao hết (công suất của BHN đã đáp ứng mức độ tăng trưởng trong tương lai). Mức dự đoán về chi phí khấu hao lần lượt cho năm 2016 và 2017 là 572 và 597 tỷ đồng (giảm so với mức 627 tỷ đồng của năm 2015).

Thực tế chi phí tài chính thường chỉ chiếm tỷ trọng khoảng 5% so với chi phí hoạt động và không tác động lớn đến lợi nhuận trước thuế. Chúng tôi dự đoán trong những năm tới các chính sách Nhà nước sẽ giúp mặt bằng lãi suất ổn định và không có biến động quá lớn, dự phóng chi phí lãi vay 2016 là 71,1 tỷ đồng và cho năm 2017 là 71,2 tỷ đồng (mức của năm 2015 là 78,9 tỷ đồng).

Với những giả định trên, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ sẽ sụt giảm trong năm 2016 với các mức tương ứng là -5% cho doanh thu thuần, đạt 9.156,5 tỷ đồng và -27% đối với LNST, đạt 647,5 tỷ đồng. Mức dự báo cho năm 2017 lần lượt là tăng 3,5% cho doanh thu thuần, đạt 9.477 tỷ đồng và tăng 4% đối với lợi nhuận sau thuế (đạt 673,4 tỷ đồng).

Trong năm 2016, BHN dự kiến trả cổ tức tiền mặt 15% cho các cổ đông, tương đương mức lợi suất cổ tức ~1,5%. Công ty chưa có kế hoạch cổ tức cho các năm từ 2017 trở đi, chúng tôi kỳ vọng BHN sẽ giữ nguyên mức cổ tức này bằng tiền mặt trong 3 năm tới.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **BÁN** với giá mục tiêu 117.000 đồng/cổ phiếu trên cơ sở sử dụng phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA với tỷ lệ 50%-50% để định giá cổ phiếu BHN

Phương pháp	(Đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
EV/EBITDA	127.600	50%
P/E	106.400	50%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		117.000

Các công ty tương đương cùng ngành trong nước bao gồm: Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (VNM) và CTCP Tập đoàn MaSan (MSN). Các công ty nước ngoài gồm có 1 công ty của Thái, 1 công ty của Trung Quốc, 1 công ty của Ấn Độ và 1 công ty của Malaysia.

Tên Công ty	Mã Bloomberg	Quốc gia	Vốn hóa	Biên lợi nhuận ròng (%)	Vòng quay tài sản	TS/VCS H	ROA (%)	ROE (%)	EV/E BITD A	P/B		P/E	
			(Tỷ USD)	12T	12T	12T	12T	12T	12T	12T	Tương ng đổi	12T	Tương g đổi
Công ty CP Sữa Việt Nam	VNM VN	Viet Nam	9,17	17,5	1,51	1,32	29,9	34,7	16,67	9,97	9,97	23,97	23,97
Thai Beverage PCL	THBEV TB	Thai Land	16,95	15,4	0,97	1,63	15,0	24,4	20,13	5,0	5,34	20,95	20,86
Công ty cổ phần Tập đoàn Masan	MSN VN	Viet Nam	2,17	4,8	0,49	3,95	2,4	9,4	9,36	3,1	3,08	17,76	17,76
United Breweries	UBBL IN	India	1	5,8	1,27	2,03	7,4	14,9	32,41	10,8	8	77,06	63,73
Beijing Yanjing Brewery	SZSE: 729	China	3,1	35,2	0,61	1,49	3,2	4,7	15,57	1,6	0,83	61,42	22,12
Heineken Malaysia BHD	HEIM MK	Malaysia	1,12	14,4	2,71	1,92	38,9	74,5	11,32	18,5	21,2	19,71	18,40
Trung bình			5,59	15,51	1,26	2,06	16,1	27,1	17,6	8,2	8,1	36,8	27,8
TCT Bia Rượu NGK Hà Nội			1,4	9,2	1	1,9	9,2	17,8	18,4	5,5	5,5	45,7	45,7

34,16

Dữ liệu tại ngày 8/12/2016, Nguồn: Bloomberg, VPBS

PHỤ LỤC

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2014A	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần	9.173	9.638	9.156	9.477
Tăng trưởng Doanh thu GVHB	2%	5,1%	(5%)	3,5%
	6.815	7.021	6.870	7.110
Lợi nhuận gộp	2.358	2.618	2.274	2.359
Biên lợi nhuận gộp	25,7%	27,2%	24,8%	24,9%
Chi phí bán hàng & QLDN	1.343,2	1.569,9	1.508,6	1.562
EBIT	1.279,1	1.285,9	961,4	997,1
EBITDA	1.865,2	1.912,7	1.533,4	1.595
LNTT	1.187,4	1.207	890,3	926
Lợi nhuận sau thuế	894,1	951,5	694,4	722,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	62,3	64,4	47	48,9
LNST của cổ đông công ty mẹ	831,8	887,2	647,5	673,4
Tăng trưởng LNST	10,2%	6,7%	(27%)	4,1%
% Biên LNST	9,1%	9,2%	7,1%	7,1%
EPS (Đồng)	3.588	3.827	2.793	2.905

PHÂN TÍCH CHỈ SỐ	2014A	2015A	2016F	2017F
Chỉ số định giá				
Chỉ số PE	36,2	34	49,7	45,3
EV/EBITDA	18,9	18,5	23	22
Chỉ số P/S	3,3	3,1	3,3	3,2
Chỉ số P/B	6,3	5,8	4,8	4,5
Lợi suất cổ tức tiền mặt	0,89%	1,39%	1,16%	1,16%
Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	25,7%	27,2%	24,8%	24,9%
Biên EBITDA	20,3%	19,8%	16,7%	16,8%
Biên LN ròng	9,1%	9,2%	7,1%	7,1%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	17,8%	17,8%	11,3%	10,4%
Chỉ số đòn bẩy				
Tỷ số thanh toán lãi vay	13,96	16,3	13,5	14
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	36,4%	39,1%	39,3%	39,8%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	68,0%	75,5%	75,5%	76,9%
Hệ số thanh toán hiện hành	1,67	1,67	1,78	1,78
Hệ số thanh toán nhanh	1,26	1,49	1,51	1,55

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)	2014A	2015A	2016F	2017F
Tài sản ngắn hạn	4.167	5.487	5.598	6.042
Tiền & tương đương tiền	2.536	2.514	3.090	3.740
Các khoản ĐT ngắn hạn	409,6	1.155,8	970	830
Các khoản phải thu	364,2	461,6	521,4	464,7
Hàng tồn kho	803,3	834,6	834,6	816,7
Tài sản ngắn hạn khác	53,5	173,2	181,8	190,9
Tài sản dài hạn	5.199	4.797	4.852	4.951
Tài sản cố định	4.251	4.050	4.050	4.091
Các khoản đầu tư dài hạn	288,6	249,1	276	303,6
Tài sản dài hạn khác	274,8	318,3	525	556,6
Tổng tài sản	9.365	9.936	10.449	10.993
Nợ ngắn hạn	2.668	2.899	3.182	3.380
Các khoản phải trả	488	534	522	540,3
Vay nợ ngắn hạn	630	617	696,8	621,3
Nợ ngắn hạn khác	320,9	341,7	356,8	356,8
Nợ dài hạn	1.028	950,5	969,5	989,5
Vay nợ dài hạn	718,9	635,3	635,3	635,3
Nợ dài hạn khác	295,4	306,1	334,2	354,2
Tổng nợ	3.696	3.849	4.151,4	4.369
Vốn chủ sở hữu	4.792	5.201	6.298,3	6.624
Vốn cổ phần	2.318	2.318	2.318	2.318
Lợi nhuận chưa phân phối & vốn khác	1.597	1.997	2.296	2.622
Lợi ích cổ đông thiểu số	877.1	886.2	1.684	1.684
Tổng nợ và vốn CSH	9.365	9.936	10.449	10.993

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)	2014A	2015A	2016F	2017F
LCTT từ HĐ kinh doanh	1.447	1.368	1.608	1.858
LCTT từ HĐ đầu tư	(331)	(875)	(783)	(805)
LCTT từ HĐ tài chính	(282)	(514)	(268)	(423)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	834	(21)	557	630

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) đưa ra khuyến nghị dựa trên sự kết hợp giữa phân tích ngắn hạn và dài hạn.

Chúng tôi sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Cổ phiếu bị thị trường định giá thấp (Undervalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới lớn hơn 15%.

Cổ phiếu phản ánh đúng giá trị nội tại (Fully-valued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới dao động từ -10% đến dưới 15%.

Cổ phiếu được thị trường định giá cao (Overvalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới thấp hơn -10%

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Lê Anh Minh, CFA

Giám đốc – Phân tích cơ bản

minhla@vpbs.com.vn

Chu Tuấn Linh, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

linhct@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+84 1900 6457 Ext: 1700

Trần Thanh Bạch

Phó Giám đốc Dịch vụ Ngân hàng Cá nhân cao cấp Prestige

bachtt@vpbs.com.vn

+84 190 056 1218 Ext: 2607

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146



Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418



KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS), Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật, Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác, Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên, Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này, Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo,

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS, Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào,

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này, Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước, VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi,

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này, Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu, Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư, VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này,

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào, Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình,

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này,

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm,

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus, Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó, Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào, Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro,