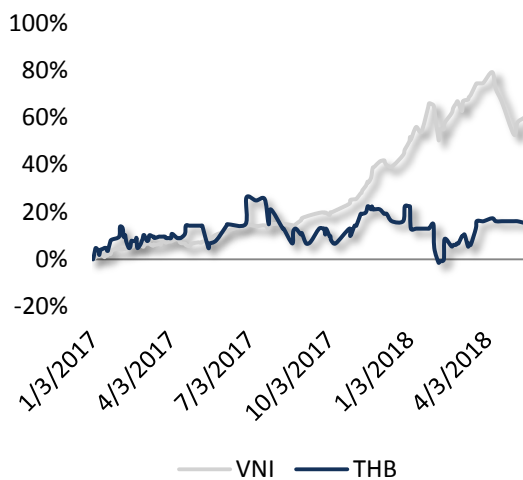


CÔNG TY CỔ PHẦN BIA THANH HÓA (HNX:THB)
Phạm Quang Thành

Chuyên viên phân tích

Điện thoại: (84) – 24 3773 7070 - Ext : 4304

Biến động giá cổ phiếu THB

Thông tin giao dịch (21/05/2018)

Giá hiện tại (VNĐ/cp) 18,400

Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp) 20,100

Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp) 15,700

Số lượng CP niêm yết (cp) 11,424,570

Số lượng CP lưu hành (cp) 11,424,570

KLGD b/quân 30 ngày (cp/phiên) 260

% sở hữu nước ngoài 14.3

EPS (VNĐ) 908

P/E 20.26

Vốn hóa (tỷ VNĐ) 210.2

Tổng quan doanh nghiệp

Tên Công ty CP Bia Thanh Hóa

Địa chỉ Số 152 Quang Trung, phường Ngọc Trạo, Tp Thanh Hóa

Doanh thu chính Sản xuất kinh doanh bia

Chi phí chính Chi phí nguyên liệu: Malt, gạo, nước, houblon

Lợi thế cạnh tranh Hệ thống phân phối rộng trên địa bàn tỉnh Thanh Hóa

Rủi ro chính Cạnh tranh từ các thương hiệu bia khác, xu hướng cao cấp hóa

CẬP NHẬT ĐẠI HỘI CỔ ĐÔNG 2018
I. Kết quả kinh doanh năm 2017

Tổng doanh thu năm 2017 đạt 580.8 tỷ đồng (-0.4% yoy), Lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt 9.8 tỷ đồng (-17.8% yoy), Sản lượng tiêu thụ đạt 58.8 triệu lít bia (-8.9% yoy). Trong đó:

-Tiêu thụ bia Hà Nội: 12.7 triệu lít (-24% yoy)

-Tiêu thụ bia Thanh Hóa: 46.1 triệu lít (-3.6% yoy)

II. Kế hoạch chi trả cổ tức năm 2017

THB chưa có kế hoạch cụ thể chi trả cổ tức năm 2017 do chưa có quyết định cuối cùng của kiểm toán nhà nước về việc giảm quỹ đầu tư phát triển, tăng khoản phải trả cổ đông số tiền tương ứng 59.9 tỷ đồng.

III. Kế hoạch sản xuất kinh doanh 2018

Năm 2018, THB đặt kế hoạch tổng sản lượng tiêu thụ bia các loại đạt 61.2 triệu lít (+4.1% yoy). Trong đó:

-Tiêu thụ bia Hà Nội: 13.7 triệu lít (+7.9% yoy).

-Tiêu thụ bia Thanh Hóa: 47.5 triệu lít (+3% yoy).

Tổng doanh thu đạt 632,6 tỷ đồng (+8.9% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 6.3 tỷ đồng (-35.7% yoy).

IV. Triển vọng đầu tư

Trong trung hạn, chúng tôi đưa ra đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với Công ty cổ phần Bia Thanh Hóa vì những lý do sau:

- Hoạt động tiêu thụ sản phẩm của THB đang gặp áp lực cạnh tranh cao từ các đối thủ cạnh tranh như Bia Sài Gòn, Heineken, Halida. Xu hướng tiêu dùng đang chuyển dịch về các sản phẩm cao cấp.
- Sản lượng gia công cho tổng công ty Bia Rượu Nước giải khát Hà Nội có xu hướng giảm do khó khăn trong khâu tiêu thụ của công ty mẹ.
- Lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) từ 60% lên 65% vào ngày 01/01/2018 có thể ảnh hưởng đến khả năng tiêu thụ bia của THB.

V. Các yếu tố cần theo dõi:

- Quyết định của Kiểm toán nhà nước về việc điều chỉnh giảm quỹ đầu tư phát triển, tăng khoản phải trả cho cổ đông.
- Chiến lược phát triển của các đối thủ cạnh tranh.
- Chính sách thuế tiêu thụ đặc biệt và thuế giá trị gia tăng cho các sản phẩm bia rượu.

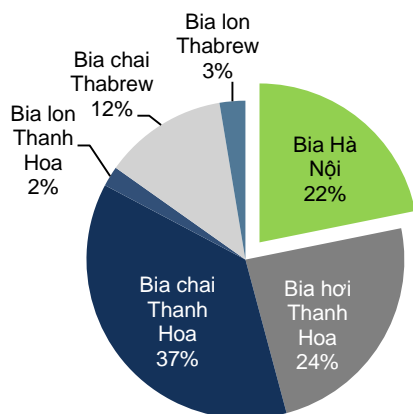
Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ %
Tổng công ty CP Bia – Rượu – Nước giải khát Hà Nội	55.00
Barca Global Master Fund, L.P.	10.5
Khác	34.5

Vị thế doanh nghiệp

Công ty cổ phần Bia Thanh Hóa (THB) là công ty con của Tổng công ty cổ phần Bia – Rượu – Nước giải khát Hà Nội (Habeco). THB là doanh nghiệp sản xuất bia lớn nhất trên địa bàn tỉnh Thanh Hóa với công suất 100 triệu lít/năm. Hiện nay, công ty cổ phần Bia Thanh Hóa có 2 hoạt động sản xuất kinh doanh chính:

- **Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm mang thương hiệu Bia Thanh Hóa.** THB hiện sở hữu 2 thương hiệu: Bia Thanh Hóa (bia hơi, bia chai, lon) và Bia Thabrew (bia chai, lon). Tổng sản lượng tiêu thụ 2 thương hiệu này là 46 triệu lít chiếm 40% thị phần tỉnh Thanh Hóa.
- **Gia công Bia Hà Nội:** THB thực hiện các hợp đồng gia công bia chai Hà Nội 450ml cho Tổng công ty theo sản lượng do Habeco quyết định. Habeco giám sát quy trình và chỉ định nguồn cung nguyên liệu cho THB đồng thời cũng bao tiêu toàn bộ đầu ra. Hiện sản lượng bia Hà Nội đạt 12 triệu tấn chiếm 22% tổng sản lượng sản xuất của THB.

Cơ cấu sản phẩm



Nguồn: THB

Vị trí của THB trong chuỗi giá trị Habeco



Nguồn: FPTs Research

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2017

(Tỉ đồng)	2017	2016	% YoY	Đánh giá
Doanh thu	580.8	583.1	-0.4%	Doanh thu giảm nhẹ do các tháng cao điểm (tháng 6,7 năm 2017) tình hình thời tiết khu vực Thanh Hóa diễn biến kém tích cực cho việc tiêu thụ bia (ít nắng, mưa bão nhiều). Sản lượng bia gia công cho Habeco giảm mạnh (-24% yoy) do tình trạng khó khăn trong tiêu thụ sản phẩm bia chai 450ml của Tổng công ty.
Giá vốn hàng bán	465.8	470.6	-1.0%	
Lợi nhuận gộp	115	112.6	2.1%	Lợi nhuận gộp tăng nhẹ do việc tiêu thụ tốt dòng bia trung cấp Thabrew. Sản phẩm này có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với sản phẩm bia Thanh Hoa và bia Hà Nội.
Chi phí bán hàng	61.3	58.6	4.6%	Chi phí bán hàng tăng do áp lực cạnh tranh từ các đối thủ đòi hỏi doanh nghiệp phải tăng cường các hoạt động quảng bá. Công ty có kế hoạch tiếp tục tăng chi phí cho hoạt động bán hàng lên mức 81.4 tỷ (+32.9% yoy) để giữ vững thị phần trên địa bàn tỉnh Thanh Hóa trong năm 2018.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	42.9	45	-4.7%	
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	10.8	9.4	14.9%	Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh vẫn tăng trưởng tốt trong bối cảnh hầu hết các công ty trong hệ thống của Bia Hà Nội có mức tăng trưởng âm.
Doanh thu tài chính	2.3	4.2	-45.2%	
Chi phí tài chính	0.132	0.065	-	
Lợi nhuận khác	0.09	2.3	-	
LNTT	13.1	15.8	-17.1%	
LNST	9.8	12	-18.3%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.80%	19.31%		Tỷ suất lợi nhuận gộp nhỏ hơn mức trung bình các doanh nghiệp cùng ngành (25%) do chi phí hệ thống dây chuyền sản xuất của doanh nghiệp đã cũ thường xuyên phải bảo trì bảo dưỡng.
Chi phí bán hàng/Doanh thu	10.55%	10.05%		
Chi phí QLDN/Doanh thu	7.39%	7.72%		
Tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD	1.86%	1.61%		
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	1.69%	2.06%		

Nguồn: BCTC THB 2017

Chi tiết tiêu thụ các sản phẩm

Năm 2017 thị trường bia cạnh tranh gay gắt, địa bàn tỉnh Thanh Hóa là vùng giao giữa miền Bắc và Bắc Trung Bộ, chịu cạnh tranh bởi nhiều sản phẩm có thương hiệu như: Bia Sài Gòn, Huda, Halida, Heineken, Tiger... Các công ty này có nguồn tài chính lớn, có kinh nghiệm trong công tác thị trường đã gây khó khăn trong cho hoạt động tiêu thụ sản phẩm của THB. Cụ thể tình hình tiêu thụ các sản phẩm của công ty:

- **Sản phẩm bia hơi, Keg:** Các sản phẩm bia hơi, Keg ở phân khúc giá rẻ đang chịu sự cạnh tranh với các xưởng sản xuất bia nhỏ. Đặc biệt ở khu vực trung du miền núi, các cơ sở sản xuất này với hệ thống sản xuất đơn giản quy trình sản xuất cắt giảm nhiều khâu (kiểm định chất lượng, xử lý môi trường...) có giá bán

- rẻ và nhiều chính sách linh hoạt trong bán hàng nên ảnh hưởng đến thị phần trong phân khúc này của THB.
- **Sản phẩm bia lon, chai Thanh Hoa:** Đây là dòng sản phẩm truyền thống của công ty. Chất lượng ổn định, giá bán thấp trong phân khúc trung cấp. Sản phẩm có mức độ nhận diện thương hiệu cao trong địa bàn tỉnh Thanh Hóa. Năm 2017, thị phần Bia Thanh Hoa giữ vững dù sản lượng tiêu thụ giảm 8.2% do nguyên nhân xuất phát từ những khó khăn chung của thị trường bia tại Thanh Hóa (cầu giảm do thời tiết mát nhiều mưa)
 - **Sản phẩm bia lon, chai Thabrew:** Đây là dòng sản phẩm cao cấp nhất của THB với chất lượng được kiểm định chặt chẽ, thiết kế hiện đại, bắt mắt. Dung tích chai, lon được thiết kế là 330ml theo đúng xu thế giảm dung tích sản phẩm của các hãng đồ uống hiện nay. Sản phẩm được đầu tư nhiều chi phí quảng cáo, bán hàng nên có mức độ hiện diện cao đặc biệt ở khu vực TP Thanh Hóa và các huyện thị khu vực đồng bằng ven biển. Năm 2017, sản lượng tiêu thụ sản phẩm này đạt 8.8 triệu lít tăng trưởng 38% so với năm 2016. Công ty có kế hoạch tập trung phát triển sản phẩm này trong các năm tiếp theo với mục tiêu tăng trưởng khoảng 10% trong năm 2018.
 - **Sản phẩm bia Hà Nội 450ml:** Là sản phẩm THB gia công cho Habeco theo các hợp đồng từng năm với đầu ra do Tổng công ty bao tiêu. Năm 2017 là năm thứ 5 liên tiếp sản lượng tiêu thụ mảng kinh doanh này giảm sút. Trong giai đoạn 2013 – 2017, sản lượng gia công bia Hà Nội giảm từ 24.5 triệu lít xuống còn 12.7 triệu lít (CAGR -15.1%). Nguyên nhân chủ yếu do khó khăn trong khâu tiêu thụ sản phẩm của Tổng công ty, sản lượng sản xuất được phân bổ về các nhà máy chính của công ty ở khu vực Hà Nội. Habeco đang có phương án thay thế dần sản phẩm bia chai Hà Nội 450ml bởi một sản phẩm mới với dung tích 330ml để phù hợp với thị hiếu của người dùng.

Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm của THB năm 2017

(đv: 1,000 lít)

TT	Chỉ tiêu	Năm 2016	Năm 2017		So sánh	
		TH 2016	KH 2017	TH 2017	TH năm 2017/TH năm 2016	TH năm 2017/KH năm 2017
	Tổng lượng bia tiêu thụ	64,549	65,500	58,812	91.1%	89.8%
1	Bia chai Hà Nội	16,725	17,500	12,720	76.1%	72.7%
2	Bia Thanh Hóa	47,824	48,000	46,093	96.4%	96.0%
	Bia hơi Thanh Hoa	16,118	15,600	14,024	87.0%	89.9%
	Bia chai Thanh Hoa	24,204	23,900	22,141	91.5%	92.6%
	Bia lon Thanh Hoa	1,143	800	1,132	99.0%	141.5%
	Bia chai Thabrew	5,276	6,600	7,462	141.4%	113.1%
	Bia lon Thabrew	1,182	1,100	1,334	112.9%	121.3%

Nguồn: THB

Các sản phẩm công ty tự sản xuất và tiêu thụ



Kiến nghị của kiểm toán nhà nước

Theo biên bản Kiểm toán nhà nước tháng 11/2017, Kiểm toán nhà nước đề nghị điều chỉnh giảm nguồn quỹ đầu tư phát triển và tăng khoản phải trả cho cổ đông số tiền 59.9 tỷ đồng. Hội đồng quản trị đã thông qua điều chỉnh giảm quỹ đầu tư phát triển như đề nghị của kiểm toán nhà nước vào báo cáo tài chính 2016. Tuy nhiên, hiện tại THB đang kiến nghị lại Kiểm toán nhà nước về việc điều chỉnh 2 quỹ này. Có 2 viễn cảnh có thể xảy ra ứng với từng kết luận của kiểm toán nhà nước:

- **Trường hợp Kiểm toán nhà nước giữ nguyên kiến nghị ban đầu:** THB phải trả cổ đông số tiền 59.9 tỷ đồng. Tổng số cổ tức lợi nhuận phải trả cho mục phải trả ngắn hạn khác của THB là 60.3 tỷ đồng. Chưa có phương án phân phối chi trả nhưng điều này đồng nghĩa với việc mỗi cổ phiếu được nhận 5,280 đồng cổ tức tương ứng tỷ lệ cổ tức 52.8%. Việc chi trả số cổ tức này có thể ảnh hưởng xấu đến nguồn vốn và khả năng thanh khoản của doanh nghiệp.
- **Trường hợp Kiểm toán nhà nước thay đổi kiến nghị:** Trong trường hợp này, chưa thể xác định kiến nghị mới của kiểm toán nhà nước. Tuy nhiên, xác suất xảy ra trường hợp này thấp hơn do trước THB một doanh nghiệp thành viên khác của Habeco là công ty cổ phần Bia Hà Nội Hải Dương (Mã chứng khoán HAD) đã thực hiện điều chỉnh giảm quỹ đầu tư phát triển và chi trả toàn bộ số tiền này cho cổ đông trong năm 2018 theo đúng kiến nghị của Kiểm toán nhà nước.

KẾ HOẠCH KINH DOANH 2018

Chỉ tiêu	Đơn vị	Kế hoạch 2018	% so với thực hiện 2017
1. Sản lượng tiêu thụ	Triệu lít	61.2	104.1%
2. Doanh thu	Tỷ đồng	632.6	108.9%
3. Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	6.2	63.3%

Nguồn: THB

Công ty có thể hoàn thành kế hoạch vì những lý do sau đây:

- Năm 2018, công ty xác định đẩy mạnh hoạt động bán hàng với việc hỗ trợ nhiều hơn cho các điểm bán, gia tăng chi phí cho hoạt động quảng cáo (tăng chi phí bán hàng hơn 30%). Công ty đang cải tiến, hoàn thiện mẫu mã tem, nhãn bia lon, chai Thanh Hoa cho hiện đại phù hợp với thị hiếu của người dùng.
- Ngoài tác động từ cạnh tranh gia tăng, mức sụt giảm doanh thu năm 2017 còn đến từ tình hình thời tiết kém thuận lợi cho việc tiêu thụ bia (nền nhiệt trung bình giảm, nhiều mưa bão). Với xu thế chung là nền nhiệt trung bình ngày càng tăng, điều kiện thời tiết như năm 2017 (nhiệt độ trung bình các tháng hè giảm) khó lặp lại.
- Kế hoạch lợi nhuận để ở mức thấp và giảm đến 37% so với năm 2017 do các nguyên nhân sau:
 - Công ty chấp nhận giảm lợi nhuận để giữ thị phần (thông qua việc tăng chi phí bán hàng, marketing, khuyến mại)
 - Các hiệu ứng tiêu cực trong trường hợp THB phải trả khoản nợ cổ tức cho cổ đông số tiền 60 tỷ đồng (giảm khả năng thanh toán, giảm lợi nhuận tài chính)

Đây là kế hoạch thận trọng và có tính toán đều nhiều rủi ro từ thị trường, từ chính sách thuế thay đổi do đó chúng tôi đánh giá ban lãnh đạo có thể thực hiện được tiêu chí này.

Đánh giá và nhận định

Năm 2018 là năm với nhiều khó khăn cho THB. Về hoạt động sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp chịu sự cạnh tranh cao ở mảng tự doanh do xu thế cao cấp hóa. Ở mảng gia công bia, sản lượng gia công giảm do khó khăn trong tiêu thụ sản phẩm bia Hà Nội của Tổng công ty. Về tình hình tài chính, THB có nguy cơ thiếu khả năng thanh toán và vốn lưu động do đề nghị của kiểm toán nhà nước về việc chi trả cổ tức cho đông trích từ quỹ đầu tư phát triển.

Với những phân tích như trên, chúng tôi khuyến nghị **KÉM KHẢ QUAN** cho cổ phiếu THB trong trung hạn.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 40 cp THB và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

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

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi, quận
Tây Hồ, TP Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

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

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

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

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888