

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Mức giá khuyến nghị mua vào: 30.000 VNĐ-40.000 VNĐ

- Chiếm 10% thị phần Bia, đứng thứ 3 trong số các nhà sản xuất bia tại Việt nam và đang chiếm lĩnh thị trường Miền Bắc
- Tốc độ tăng trưởng doanh thu 33% và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận 31% giai đoạn 2004-2007
- Lợi nhuận biên giảm giai đoạn 2006-2007 do giá nguyên liệu đầu vào tăng
- Mục tiêu đạt 900 triệu lít bia và tăng vốn điều lệ lên 3.500 tỷ vào năm 2010
- Áp lực cạnh tranh với Sabeco và các nhà sản xuất bia nước ngoài ngày càng tăng
- Ngành bia Việt Nam tăng trưởng với tốc độ cao 17.4%/năm giai đoạn 2004-2007 và còn nhiều cơ hội thuận lợi để phát triển
- Dự kiến niêm yết trên sàn vào quý 2/2008

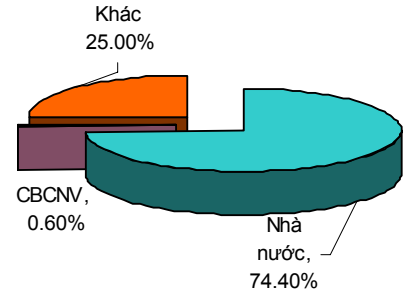
Thông tin chung

- Tên công ty: **Tổng Công ty Rượu-Bia-Nước giải khát Hà Nội**
- Tên tiếng Anh: Hanoi Beer-Alcohol-Beverage Corporation
- Tên viết tắt: **Habeco**
- Trụ sở chính: 183 Hoàng Hoa Thám, Ba Đình, Hà Nội
- Điện thoại: 04-8453 843
- Fax : 04-7223784
- Website: www.habeco.com.vn
- Vốn điều lệ: 2.318.000.000.000 đồng
- Số lượng cổ phần: 231.8000.000 cổ phần
- Giá khởi điểm: 50.000 đồng/ cổ phần

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính

- Sản xuất, kinh doanh các loại Bia, Rượu, Nước giải khát, Cồn, bao bì
- Xuất nhập khẩu sản phẩm bia, rượu, nước giải khát; vật tư nguyên liệu, thiết bị, phụ tùng, hương liệu ... liên quan đến ngành sản xuất Bia, Rượu, Nước giải khát
- Dịch vụ đầu tư, tư vấn, đào tạo, chuyển giao công nghệ, thiết kế, chế tạo lắp thiết bị công trình ngành Bia, Rượu, Nước giải khát
- Kinh doanh du lịch, khách sạn, triển lãm, thông tin quảng cáo

Cơ cấu sở hữu



Nguồn: Bản công bố thông tin

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị : Triệu VNĐ

Chỉ tiêu	2006A	yoy	2007E	yoy	2008F	yoy	2009F	yoy	2010F
Doanh thu thuần	979,747	33.10%	1,304,049	31.12%	1,709,887	26.00%	2,154,458	30.00%	2,800,795
LNTT	405,244	0.33%	406,590	13.04%	459,618	2.30%	587,736	26.53%	743,676
LN ròng	309,593	0.33%	310,621	18.37%	367,694	27.87%	470,189	21.79%	572,630
Tỷ suất LNTT/DT	41.36%	10.18%	31.18%	-4.30%	26.88%	-5.06%	21.82%	4.73%	26.55%
Tỷ suất LNST/DT	31.60%	-7.78%	23.82%	-2.32%	21.50%	0.32%	21.82%	-1.38%	20.45%
EPS	4,138	65.69%	1,420	11.73%	1,586	27.87%	2,028	21.79%	2,470
ROE	15.69%	-3.87%	11.82%	-2.14%	9.68%	2.27%	11.95%	1.82%	13.77%
ROA	14.28%	-3.28%	11.00%	-2.25%	8.76%	1.85%	10.61%	1.39%	12.00%
Giá			50,000		50,000		50,000		50,000
P/E	na	na	35.22	-10.50%	31.52	-21.80%	24.65	-17.89%	20.24
P/B	na	na	5	-38.97%	3.05	-3.48%	2.95	-5.38%	2.79

Nguồn: VCBS, Bản công bố thông tin



Phân tích ngành Bia Việt Nam

Nguồn cung

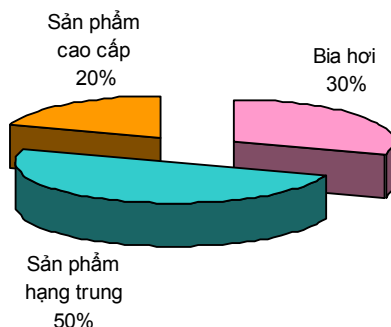
Quy mô thị trường bia Việt Nam đang tăng trưởng tốc cao độ 17.4% giai đoạn 2002-2007

Ngành bia Việt Nam hiện đang tăng trưởng với tốc độ cao, bia chiếm thị phần lớn nhất trong ngành đồ uống có cồn, chiếm 97% sản lượng và 89% doanh thu¹. Sản lượng bia tăng trưởng với tốc độ bình quân 17.4% từ 866 triệu lít năm 2002 lên 1,9 tỷ lít năm 2007. Trong giai đoạn 2005-2010 vốn đầu tư cho sản xuất bia lên tới 31.809 tỷ chiếm 91,6% trong tổng số vốn đầu tư cho ngành rượu bia nước giải khát, dự kiến đến năm 2010 tổng sản lượng bia toàn ngành lên tới 3500 triệu lít bia².

Dòng sản phẩm bia hạng trung chiếm thị phần cao nhất 50% tổng doanh thu

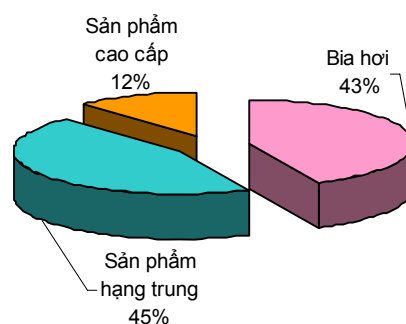
Hiện nay có 3 nhóm sản phẩm bia trên thị trường Việt Nam là bia hơi, dòng sản phẩm bia hạng trung (là các loại bia chai có mức giá trung bình) và sản phẩm bia cao cấp (là bia có chất lượng cao có thương hiệu quốc tế và sản phẩm trong nước nổi tiếng). Sản phẩm bia hạng trung đang giữ thị phần và doanh thu lớn nhất chiếm 45% thị trường về sản lượng và 50% về doanh thu năm 2006 bởi mức giá cả phù hợp.

Cơ cấu sản phẩm bia theo doanh thu 2006



Nguồn: Euromonitor

Cơ cấu sản phẩm bia theo sản lượng 2006



Nguồn: Euromonitor

Nhu cầu tiêu thụ

Mức tiêu thụ bia bình quân đầu người của Việt Nam còn thấp

Hiện nay lượng tiêu thụ bia ở Việt Nam vẫn tương đối thấp so với Châu Âu và các nước Châu Á. Bình quân lượng bia tiêu thụ 1 người năm 2006 đạt 15 lít và dự kiến con số này vào năm 2010 là 28 lít/người/năm. So với lượng bia tiêu thụ của 1 người dân Châu Âu là 88 lít, Châu Á là 43 lít năm 2006 thì lượng bia tiêu thụ của 1 người dân Việt Nam trong 1 năm còn thấp.

¹ Nguồn Euromonitor

² Quyết định 18/2007/QĐ-BCN quy hoạch ngành Bia-Rượu-Nước giải khát Việt Nam

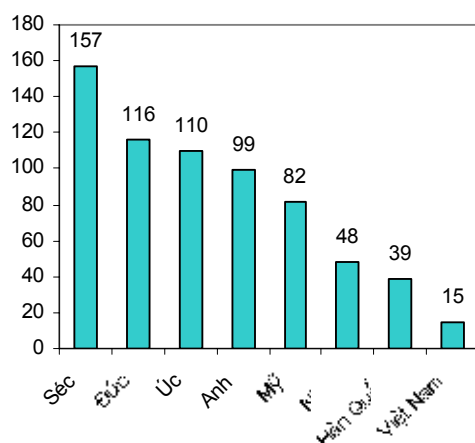
Việt Nam có điều kiện khí hậu thuận lợi, với cơ cấu dân số trẻ và thu nhập đầu người gia tăng

Cơ hội cho xuất khẩu bia rượu nước giải khát sang thị trường Châu Á lớn

Việt Nam hiện là một quốc gia có dân số trẻ với 85% dân số trong độ tuổi dưới 40³, với mức thu nhập bình quân đầu người ngày càng tăng. Hơn thế nữa điều kiện thời tiết nóng ẩm, nhiệt độ trung bình 22⁰C-27⁰C, Việt Nam là thị trường tiềm năng cho nhu cầu tiêu thụ bia và các sản phẩm nước giải khát.

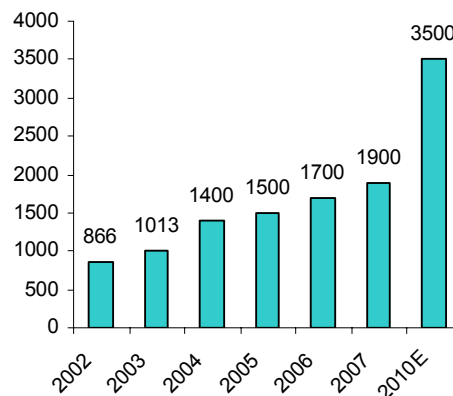
Theo Euromonitor nhu cầu tiêu thụ bia, rượu, nước giải khát ở các nước khu vực châu Á đang và tiếp tục phát triển, như doanh thu tiêu thụ Bia của Trung Quốc từ 2006-2010 dự kiến tăng 26,93%, rượu tăng 33%, còn tăng 27%; doanh thu tiêu thụ Rượu của Nhật Bản tăng 13%, doanh thu tiêu thụ Bia của Thái Lan tăng 6%... Do vậy, Châu Á cũng sẽ là một thị trường xuất khẩu tiềm năng cho các doanh nghiệp sản xuất bia, rượu, nước giải khát của Việt Nam.

Sản lượng tiêu thụ bia bình quân đầu người



Nguồn: Euromonitor năm 2006

Sản lượng bia sản xuất của Việt Nam (triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, Bộ Công thương

Vị thế công ty trong ngành

Sản xuất bia chủ yếu tập trung ở các thành phố lớn Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh

Việt Nam hiện có trên 329 doanh nghiệp sản xuất bia với hơn 400 nhà máy đặt tại 57 tỉnh thành phố. Tuy nhiên, sản xuất vẫn còn phân tán, các nhà máy chỉ tập trung vào một số khu vực chính như TP Hồ Chí Minh 23%, Hà Nội 13%. Trong 400 nhà máy sản xuất bia ở Việt Nam, chỉ có 5 nhà máy có công suất trên 100 triệu lít/năm, 11 nhà máy có công suất trên 20 triệu lít/năm còn lại là các nhà máy có quy mô sản xuất nhỏ. Sabeco đang là nhà máy có công suất lớn nhất 600 triệu lít/năm, Habeco có công suất khoảng 300 triệu lít/năm.

³ Nguồn Tổng cục thống kê

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Một số Công ty lớn trong ngành sản xuất bia tại Việt Nam

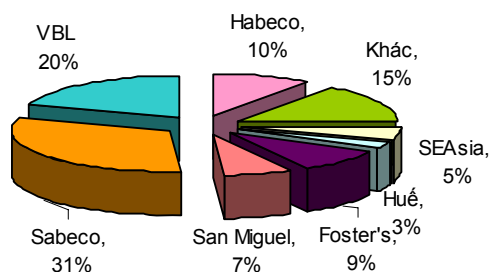
Tên công ty	Các sản phẩm chính	Công suất (Triệu lít/năm)	Sản lượng (triệu lít)	Thị phần	Địa điểm
Sabeco	Bia 333, Sài Gòn đỏ, Sài Gòn xanh, Sài Gòn xuất khẩu	600	550	31%	Hồ Chí Minh, Cần Thơ, Sóc Trăng, Yên Bái
VBL	Heineken Tiger, Ankor, bivina, Amber stout, Coors Light, Foster, BGI, Larue	400	n/a	20%	Hồ Chí Minh, Hà Tây
Habeco	Bia Hà nội, Bia hơi		150	10%	Hà Nội, Thanh Hóa, Hải Dương
Sanmiguel	San Miguel	50	n/a	7%	Nha Trang
SEAB	Halida, Casberg	n/a	n/a	5%	Hà Nội
HBL	Huda, Festival	100	n/a	3%	Huế
Vinamilk và SABMiller JV	Zorock	100	n/a	n/a	Bình Dương

Nguồn: Euromonitor

Habeco đứng thứ 3 về thị phần Bia trên thị trường Việt nam

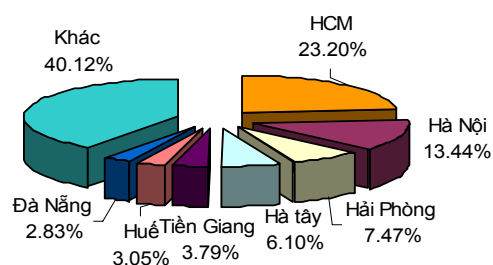
Trên thị trường bia Việt Nam, chỉ riêng 3 công ty Sabeco, Bia liên doanh Việt Nam (Vietnam Brewery Limited-VBL), Habeco chiếm hơn 60% thị phần. Trong đó Sabeco hiện đang dẫn đầu thị trường chiếm 31% thị phần với các dòng sản phẩm bia hạng trung và sản phẩm cao cấp. Bia liên doanh VBL chiếm 20% với các dòng sản phẩm bia cao cấp. Bia Hà Nội chiếm 10% thị phần với sản phẩm Bia hơi đang giữ vị trí chủ đạo. Các công ty còn lại chiếm 24% thị phần trong đó có 2 công ty bia nước ngoài vừa sát nhập vào Liên doanh bia Việt Nam là San Miguel chiếm 7% và Foster chiếm 9%.

Thị phần các công ty trong ngành



Nguồn: Bộ công thương, Euromonitor

Phân bố theo khu vực



Nguồn: Vietnamnet



Phân tích hoạt động kinh doanh của Habeco

Dòng sản phẩm Bia

Bia hơi chiếm thị phần chính tại Miền Bắc

Habeco nổi tiếng với sản phẩm bia hơi chiếm tỷ trọng cao nhất 50.92% trong tổng khối lượng sản xuất và tiêu thụ. Bia hơi của Habeco là đồ uống thông dụng đối với người dân Hà Nội và Miền Bắc bởi giá thành phù hợp với người tiêu dùng và có hương vị thơm ngon độc đáo nhờ vào sử dụng nguồn nước ngầm đặc biệt. Bia hơi của Habeco đang chiếm giữ thị phần chính tại thị trường miền Bắc. Habeco cũng đưa ra sản phẩm bia cao cấp bia lon 330 và Bia Chai Hanoi premium, tuy nhiên sản phẩm này vẫn chưa được tiêu thụ mạnh.

Bia tươi đang bắt đầu thử nghiệm đưa vào thị trường năm 2007

Trong năm 2007, Habeco cũng đưa vào thị trường Bia tươi, một dòng bia đang được khách hàng ưa chuộng với sản lượng ước tính khoảng 67.000 lít năm 2007. Mặc dù sản lượng chưa cao nhưng đây mới là giai đoạn thử nghiệm và thăm dò thị trường của công ty, trong năm 2008 công ty dự kiến nâng sản lượng bia tươi lên 500.000 lít/năm.

Dự kiến đạt sản lượng 900 triệu lít Bia vào năm 2010

Tổng sản lượng Bia của Habeco năm 2007 ước tính đạt 354 triệu lít tăng 15,7% so với 2006, trong đó có khoảng 184 triệu lít mang nhãn Bia Hà Nội. Khi dự án nhà máy Bia Hà Nội Vĩnh Phúc hoàn thành vào quý 3/2008 sẽ nâng sản lượng bia mang nhãn Bia Hà Nội đạt 300 triệu lít/năm. Với một loạt các dự án đang triển khai xây mới và mở rộng công suất, Habeco hy vọng sẽ đạt được 900 triệu lít Bia vào năm 2010.

Thuế tiêu thụ đối với bia hơi tăng 10% có thể làm giảm sức cạnh tranh của Bia hơi

Trong khi thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia chai và bia lon vẫn giữ 75% thì thuế tiêu thụ đối với bia hơi tăng từ 30% lên 40% kể từ 1/1/2008 một phần đã làm đẩy giá bán bia hơi ra của công ty tăng lên 2100 đồng/lít. Đây là một bất lợi đối với công ty trong khi bia hơi đang là dòng sản phẩm chủ chốt của công ty.

Một số dự án nâng cấp công suất và đầu tư mới của Habeco

Nhà máy	Công suất (triệu lít/năm)	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tình trạng
Công ty Bia Hà Nội	100	412	Đã đi vào hoạt động
Bia Hà Nội- Hải Dương	30-50	129	Đã đi vào hoạt động
Bia Hà Nội-Quảng Bình	25	120	Đã đi vào hoạt động
Bia Hà Nội- Thanh hoá	100	na	Đã đi vào hoạt động
Bia Hà Nội-Vĩnh phúc	200	2100	Đang triển khai
Bia Hà Nội-Vũng Tàu	50	na	Đang triển khai
Bia Hà Nội-Quảng Trị	25-50	na	Đang triển khai
Bia Hà Nội- Hải Phòng	25-50	na	Đang triển khai
Bia Hà Nội-Hồng Hà	25-30	na	Đang triển khai
Bia Hà Nội- Hưng Yên	50	na	Đang triển khai

Nguồn: Bản công bố thông tin, VCBS tổng hợp

Dòng sản phẩm đồ uống có cồn

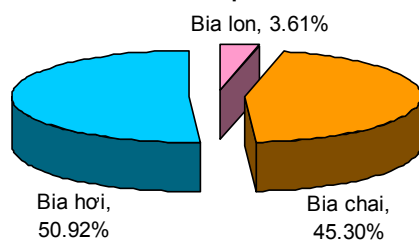
Thị phần và sản lượng rượu thấp

Habeco hiện đang sở hữu thương hiệu rượu Vodka là dòng sản phẩm bình dân có chất lượng tốt, phù hợp với khẩu vị của người Miền Bắc. So với Sabeco thì Habeco mạnh hơn ở dòng sản phẩm đồ uống có cồn, sản lượng rượu và và cồn của Habeco gấp 3 lần so với Sabeco. Habeco vẫn tiếp tục mở rộng và củng cố dòng sản phẩm này. Năm 2007 ước tính sản xuất khoảng 18 triệu lít rượu và cồn, tăng 44% so với năm 2006.

Hợp tác với Diageo có thể mở ra cơ hội phát triển sản phẩm rượu của Habeco

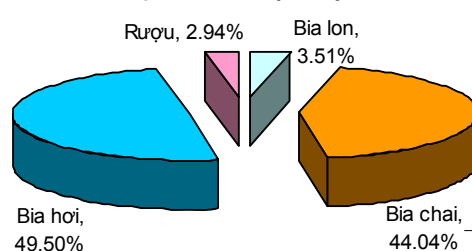
Gần đây Habeco đã ký kết biên bản hợp tác với Diageo một trong những tập đoàn sản xuất và kinh doanh đồ uống có cồn hàng đầu thế giới. Đây là bước đi chiến lược của Habeco khi muốn mở rộng thị phần đồ uống có cồn và đạt được mục tiêu sản xuất từ 30-50 triệu lít vào năm 2010. Việc hợp tác Diageo sẽ giúp Habeco củng cố và phát triển ngành sản xuất đồ uống có cồn nhờ vào khả năng và kinh nghiệm lâu năm cũng như mạng lưới phân phối rộng.

Cơ cấu các sản phẩm bia 2006



Nguồn: Habeco

Cơ cấu các sản phẩm tiêu thụ chủ yếu năm 2006



Nguồn: Habeco

Mạng lưới phân phối

Hệ thống phân phối chủ yếu tập trung vào Miền Bắc và Miền Trung

Các sản phẩm của Habeco được phân phối thông qua 466 đại lý tại 36 tỉnh thành phố. Mạng thị trường chính của Habeco vẫn là miền Bắc chiếm hơn 50%⁴ thị phần tiếp đó là thị trường Miền trung và miền Nam. Bên cạnh mục tiêu chiếm lĩnh 70% thị phần bia tại Miền Bắc công ty vẫn chú trọng vào thị trường Miền Trung và Miền Nam. Hiện nay công ty mới nâng công suất lên 25 triệu lít của nhà Bia Hà nội-Quảng Bình và xây dựng nhà máy Bia Hà nội-Quảng trị với công suất 25-50 triệu lít nhằm giúp công ty mở rộng thị trường Miền Trung và giảm chi phí vận chuyển. Thị trường tiêu thụ bia Miền Nam hiện đang do Sabeco chiếm lĩnh, tuy nhiên Habeco đang từng bước mở rộng thị phần thị trường Miền Nam thông qua Công ty Cổ phần bia Hà Nội - Vũng Tàu mới hoàn thành giai đoạn đầu tư với công suất 50 triệu lít/năm.

⁴ Theo VCBS tổng hợp

Tỷ trọng bia xuất khẩu thấp do ít có dòng sản phẩm Bia cao cấp

Các sản phẩm bia chai và bia lon của Habeco được xuất đi các thị trường Châu Á, Nga, Đức tuy nhiên tỷ trọng doanh thu xuất khẩu còn vẫn thấp, chỉ chiếm 0.05%⁵ tổng doanh thu năm 2006. Công ty cũng đang nỗ lực đẩy mạnh các sản phẩm của Habeco ra thị trường nước ngoài thông qua liên doanh với Casberg, nhà sản xuất bia hàng đầu của Châu Á. Tuy nhiên các dòng sản phẩm của Habeco hầu như không có sản phẩm cao cấp, chúng tôi cho rằng nếu Habeco không đưa ra các dòng sản phẩm bia cao cấp thì khó có thể cạnh tranh trên thị trường nước ngoài.

Chính sách giá và giá của Habeco

Chỉ quy định giá cho các đại lý cấp I

Habeco chỉ quy định giá bán chỉ các đại lý cấp I và giá bán cho các đại lý cấp I được chiết khấu. Habeco không thể kiểm soát được giá bán của các đại lý cấp II do các đại lý cấp I lựa chọn nên các đại lý cấp II có thể tùy ý tăng giá, điều này có thể gây ảnh hưởng đến uy tín của công ty.

⁵ Nguồn: Báo cáo tổng kết thực hiện kế hoạch 2007 và định hướng kế hoạch 2008 của Habeco

ĐỊNH GIÁ

Một số chỉ tiêu so sánh với Sabeco

Chỉ tiêu	HABECO			SABECO		
	2005	2006	2007E	2005	2006	2007E
Tổng tài sản	1,644,445	2,167,266	2,822,570	4,742,451	5,900,527	8,618,279
Doanh thu thuần	723,065	979,747	1,304,049	3,719,087	4,337,642	7,606,050
LNTT	279,696	405,244	406,590	926,713	1,007,979	847,609
LNST	241,912	309,593	310,621	658,216	770,320	610,278
Vốn chủ sở hữu	1,527,291	1,973,317	2,628,621	4,280,573	5,176,050	6,412,812
TS Nợ	117,879	193,949	193,949	461,878	724,477	2,205,467
LNTT/DTT	38.68%	41.36%	31.18%	24.92%	23.24%	11.14%
LNST/DTT	33.46%	31.60%	23.82%	17.70%	17.76%	8.02%
ROA	14.71%	14.28%	11.00%	13.88%	13.06%	7.08%
ROE	15.84%	15.69%	11.82%	15.38%	14.88%	9.52%
EPS	Na	Na	1,340	Na	Na	952
Giá	Na	Na	50,000	Na	Na	70,000
P/E	Na	Na	37	Na	Na	74
P/B	Na	Na	5.00	Na	Na	7.00
TS Nợ/VCSH	7.72%	9.83%	7.38%	10.79%	14.00%	34.39%
TS Nợ/TTS	7.17%	8.95%	6.87%	9.74%	12.28%	25.59%

Nguồn: Sabeco, Habec, VCBS ước tính

Mặc dù tốc độ tăng trưởng doanh thu của Sabeco và Habeco đều tăng trong 3 năm qua tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của cả 2 công ty đều giảm. Tỷ suất LSTT/DT của Habeco cao hơn Sabeco nhưng nhìn chung tỷ suất lợi nhuận LNST/DTT của cả Habeco và Sabeco đều bị giảm, một phần nguyên nhân do chi phí giá vốn nguyên vật liệu đầu vào để sản xuất bia đều tăng. Các nguyên liệu sản xuất bia là Hops, Malt hầu hết đều phải nhập khẩu từ nước ngoài. Trong năm 2006 và 2007 giá Hops tăng 30%, Malt tăng 42% do các nước sản xuất chính là EU bị mất mùa do thời tiết lạnh và mưa nhiều, Úc bị ảnh hưởng của hạn hán vào mùa hè đã làm sụt giảm sản lượng Hops, Malt⁶.

Các chỉ tiêu ROE và ROA năm 2007 của Habeco và Sabeco đều giảm tuy nhiên so với Sabeco các chỉ tiêu lợi nhuận ROE và ROA của Habeco đều cao hơn Sabeco một phần do quy mô của Habeco thấp hơn so với Sabeco.

⁶ Nguồn: www.usda.gov



So sánh với số công ty trong ngành Bia rượu nước giải khát

Công ty	Quốc gia	Vốn hoá	P/E 2007
Toàn cầu			
Molson Coors Brewing Co	Hoa Kỳ	8,315	18.70
Carlsberg A/S	Đan Mạch	8,767	19.80
Heineken Holding NV	Hoa kỳ	13,576	16.70
Trung bình			18.40
Khu vực			
Asian Pacific Breweries	Singapore	2,399	25.40
Asahi Breweries	Nhật Bản	7,678	18.90
Beijing Yanjing Brewery Co Ltd	Trung Quốc	3,728	68.50
Foster's Group Ltd	Úc	11,103	16.30
Tsingtao Brewery Co. Ltd	Trung Quốc	7,426	80.80
Trung bình			41.98
Việt Nam			
Sabeco	Việt Nam	2,405	62.63
Bình quân chung			41.00

Nguồn: Reuters, Bloomberg

Phương pháp P/E

So sánh với các công ty kinh doanh và sản xuất bia, rượu nước giải khát trong khu vực, và PE bình quân топ 50 cổ phiếu có vốn hoá thị trường lớn nhất trên thị trường Việt Nam là 17.6⁷ cũng như triển vọng phát triển của Habeco trong tương lai với tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm trung bình là 25,5% trong giai đoạn 2007 – 2010. Hơn thế nữa Habeco đang là 1 trong 3 công ty sản xuất kinh doanh bia rượu nước giải khát hàng đầu của Việt Nam, mức P/E hợp lý của Habeco theo chúng tôi hiện nay là **25-30** tương ứng với mức giá **33.500VNĐ-40.900 VNĐ**.

⁷ Nguồn VCBS

Phương pháp FCFE**Các giả định**

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm trung bình là 25,5% trong thời gian từ 2007 đến 2011. Chúng tôi dựa trên tốc độ tăng trưởng trung bình của Habeco trong quá khứ là 33% và tốc độ tăng trưởng của ngành bia là 12%-15% trong các năm tới.
- Trong năm 2007, giá vốn hàng bán đã tăng 16,5% so với năm trước do giá cả nguyên liệu sản xuất là Malt và hops tăng 30%-40% so với năm 2006. Dự báo nguồn cung Malt và Hops năm 2008 sẽ cao hơn 2007 nên giá Malt, Hops sẽ tiếp tục tăng khoảng 15% trong năm 2008 và giảm trong các năm sau đó. Tuy nhiên, công ty đã thực hiện tăng giá bia lên 10% từ 1/1/2008. Do vậy, cơ cấu giá vốn trong doanh thu thuần của Habeco về cơ bản sẽ tiếp tục ổn định trong năm 2008 và giảm xuống cho các năm sau đó, duy trì ở mức 65%.
- Các chi phí khác được tính theo tỷ lệ trung bình theo doanh thu thuần của các năm trong quá khứ.
- Dòng tiền từ các dự án bất động sản của công ty không được tính đến do công ty chưa đưa ra được kế hoạch đầu tư cụ thể.
- Do công ty không công bố báo cáo tài chính kiểm toán hợp nhất và báo cáo kết quả kinh doanh 2007, dòng tiền chiết khấu được tính trên cơ sở báo cáo kiểm toán của công ty mẹ và kết quả kinh doanh dự đoán cho năm 2007. Điều này ảnh hưởng tới tính chính xác của việc xác định giá trị Habeco.

Theo phương pháp FCFE, một cổ phiếu Habeco trị giá **29.997 VNĐ**

Bảng định giá theo phương pháp FCFE

Đơn vị: Triệu VNĐ

Định giá theo FCFE	
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,58%
Tỷ lệ tăng trưởng	7%
Tỷ lệ chiết khấu	16,58%
NPV của dòng tiền (2008-2011)	
VNDm	1.852.524
NPV của dòng tiền sau 2010 VNĐ	5.100.896
Tổng giá trị NPV VNĐ	6.953.420
Số lượng cổ phiếu lưu hành	231.800.000
Giá trị một cổ phiếu	29.997

Nguồn: Habeco, VCBS

Những rủi ro khi đầu tư vào Habeco

Áp lực cạnh tranh với các nhà sản xuất Bia nước ngoài

Khi hội nhập WTO, doanh nghiệp phải cạnh tranh với các hãng bia, rượu, nước giải khát có thương hiệu của nước ngoài. Hiện nay thuế nhập khẩu bia rượu đã giảm 20% kể từ 2007, do vậy công ty phải tập trung nguồn lực bên cạnh nâng cao năng lực sản xuất, chất lượng và mở rộng mạng lưới phân phối, xúc tiến thương mại, quảng bá hình ảnh để chuẩn bị cho cuộc cạnh tranh khốc liệt với các sản phẩm bia nhập khẩu

Áp lực từ tăng giá nguyên vật liệu

Phần lớn các nguyên liệu chính để sản xuất bia là hops, malt, đại mạch đều nhập khẩu từ Châu Úc, Châu Âu, Châu Mỹ, Trung Quốc nên chịu ảnh hưởng biến động giá cả đầu vào do nguồn cung phụ thuộc vào tình hình thời tiết cũng như chính sách bán hàng và thuế của các nhà cung cấp. Hơn thế nữa từ năm 2006 diện tích sản xuất Hops và Malts đã ngày càng bị thu hẹp giảm 51% so với 1994 do người dân chuyển sang trồng các loại cây có lợi nhuận cao hơn như chery, táo càng đã đẩy giá các nguyên liệu đầu vào sản xuất bia tăng.

Dự báo năm 2008, sản lượng Hops và Malt, lúa mỳ ở Châu Âu sẽ gia tăng nhưng do ảnh hưởng của vụ mùa 2006, 2007 nên nguồn cung Malt và Hops vẫn thiếu có thể làm cho giá các mặt hàng này tăng trong năm 2008, dẫn đến chi phí giá vốn hàng bán tăng.

Đa dạng hoá ngành nghề sản xuất kinh doanh

Sau khi cổ phần hoá công ty có tham vọng kinh doanh đa ngành nghề, ngoài bia, rượu và nước giải khát công ty sẽ tăng cường tham gia đầu tư tài chính, kinh doanh văn phòng và khách sạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây không phải là hướng đi đúng của công ty trong thời gian tới khi các hoạt động đầu tư tài chính không phải là lĩnh vực chuyên môn của công ty và có thể phải chịu nhiều rủi ro cao. Hơn thế nữa, thị trường cho thuê văn phòng và khách sạn Việt Nam hiện nay cung vẫn không đủ cầu nhưng theo ước tính của CBRE, đến năm 2010 thị trường cho thuê văn phòng và khách sạn ở Việt Nam sẽ bão hoà khi đó cơ hội đầu tư cho công ty mới bước vào thị trường kinh doanh khách sạn, cho thuê văn phòng như Habeco không còn nhiều.

Thị trường chứng khoán Việt Nam đang trên đà giảm sút

Đợt đầu giá IPO vào thời điểm hiện nay của Habeco không mấy thuận lợi sau nhiều lần trì hoãn do thị trường chứng khoán đang tụt giảm mạnh mẽ. Chúng tôi có nghe nói Casberg cam kết mua lại số cổ phiếu không đầu giá. Nếu điều đó thành hiện thực thì khả năng đợt IPO thành công với Habeco sẽ khá cao.

Phụ lục

Một số chỉ tiêu tài chính của Habeco

Chỉ tiêu	2004	2005	2006	9T/2007
KHẢ NĂNG THANH TOÁN				
Tỷ số thanh toán hiện thời	7.42	6.62	5.70	5.74
Tỷ số thanh toán nhanh	6.86	5.92	5.22	5.17
Tỷ số thanh toán tiền mặt	5.90	4.80	3.33	2.11
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG				
Vòng quay các khoản phải thu (lần/năm)	4.23	6.03	4.13	2.41
Vòng quay các khoản phải trả (lần/năm)	12.54	30.29	24.29	13.96
Vòng quay hàng tồn kho (lần/năm)	3.94	5.47	7.16	8.02
Vòng quay vốn lưu động	0.76	1.10	1.15	1.29
Vòng quay tổng tài sản	0.40	0.48	0.51	0.46
Vòng quay tài sản cố định	1.40	2.12	2.97	3.18
Vòng quay vốn chủ sở hữu	0.45	0.50	0.53	0.48
KHẢ NĂNG SINH LỜI				
Tỷ suất LN gộp	48.15%	45.49%	39.50%	31.02%
Tỷ suất LN HĐ SXKD/DT thuần	16.31%	21.20%	21.27%	14.10%
Tỷ suất LN HĐ SXKD/Tổng tài sản	14.87%	15.95%	16.68%	10.94%
Tỷ suất LN sau thuế/DT thuần	26.56%	33.46%	31.60%	19.56%
ROA	10.88%	14.71%	14.28%	8.71%
ROE	11.88%	15.84%	15.69%	9.44%
KHẢ NĂNG QUẢN LÝ CÔNG NỢ				
Công nợ/Tổng Tài sản	0.08	0.07	0.09	0.08
Công nợ/Vốn chủ sở hữu	0.09	0.08	0.10	0.08

Nguồn: Báo công bố thông tin, VCBS tổng hợp

Sản lượng sản xuất của Habeco và Sabeco

Chỉ tiêu	Sabeco		Habeco	
	2006	2007E	2006	2007E
Bia	533,861	640,389	306,126	353,959
Rượu	2,246	2,221	9,436	11,600
Cồn	2,080	2,469	3,275	4,000

Nguồn: Habeco, Sabeco