

M&A Case Study

ThaiBev thôn tóm Sabeco



Tác giả: Huỳnh Nhật Trình, Thạc sĩ kinh tế



www.trendinhphowall.com

LỜI NÓI ĐẦU

Trong quá trình làm việc, tôi đã tích lũy được nhiều kiến thức cũng như kinh nghiệm thông qua việc tư vấn cho các doanh nghiệp Việt Nam các giải pháp về nguồn vốn và tài chính. Các nghiệp vụ chúng tôi đã thực hiện bao gồm tư vấn Mua bán & Sáp nhập (M&A) doanh nghiệp, chào bán chứng khoán riêng lẻ cho các Nhà đầu tư chiến lược và chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng (IPO).

Mong muốn của tôi là thông qua các báo cáo M&A Case Study sẽ giúp cho các bạn sắp khởi nghiệp có thể được trang bị những kiến thức tài chính kỹ càng trước khi thực hiện cuộc phiêu lưu sắp tới và cũng giúp cho các nhà điều hành doanh nghiệp đang gặp khó khăn có thể tìm kiếm được những ý tưởng tài chính phù hợp để giải quyết các vấn đề của mình. Đặc biệt hơn cả, chúng tôi cũng hy vọng các bạn học sinh, sinh viên đang học các chuyên ngành về tài chính - ngân hàng - kế toán - luật có thể thông qua các bài phân tích này nắm rõ hơn vai trò của các chuyên gia tư vấn và qua đó định hình rõ hơn về công việc trong tương lai.

Các bài phân tích của tôi đều được các cộng sự và các cố vấn phản biện trên nhiều khía cạnh thực tế trước khi hoàn thiện bản chính thức gửi đến các độc giả. Mọi ý kiến đóng góp về các bài phân tích M&A Case Study xin vui lòng gửi về địa chỉ email của Tác giả: **nhattrinh_tn3@yahoo.com.vn**.

Bài viết “**Phân tích thương vụ ThaiBev thu mua Sabeco**” của Tác giả là đánh giá dựa trên quan điểm cá nhân dưới các góc nhìn về vấn đề tài chính, pháp lý. Bài viết thuộc quyền sở hữu riêng biệt của Tác giả và chỉ phục vụ cho việc nghiên cứu, tìm hiểu nâng cao kiến thức tài chính và pháp luật trong lĩnh vực mua bán, sáp nhập doanh nghiệp. Bài viết này sẽ không chịu sự ràng buộc và/hoặc có giá trị pháp lý giữa Tác giả và bất kỳ bên nào khác khi được sử dụng vào các mục đích thương mại, tư vấn và/hoặc chuẩn bị pháp lý cho bất kỳ tổ chức, cá nhân nào khác.

Nội dung bài viết của Tác giả bao gồm 04 Phần:

- Phần I: Cấu trúc pháp lý của thương vụ ThaiBev thu mua Sabeco;
- Phần II: Cơ cấu vốn của thương vụ;
- Phần III: Định giá Sabeco;
- Phần IV: Chiến lược thoái vốn.

HUỖNH NHẬT TRẦN

MỤC LỤC

PHẦN I: CẤU TRÚC PHÁP LÝ CỦA THƯƠNG VỤ THAIBEV THÂU TÓM SABECO.....	1
PHẦN II: CƠ CẤU VỐN CỦA THƯƠNG VỤ.....	7
PHẦN III: ĐỊNH GIÁ SABECO.....	10
1. <i>Định giá Sabeco – ThaiBev là ai?.....</i>	<i>11</i>
2. <i>Định giá Sabeco - Sabeco đáng giá bao nhiêu?</i>	<i>17</i>
PHẦN IV: CHIẾN LƯỢC THOÁI VỐN	20
TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	26

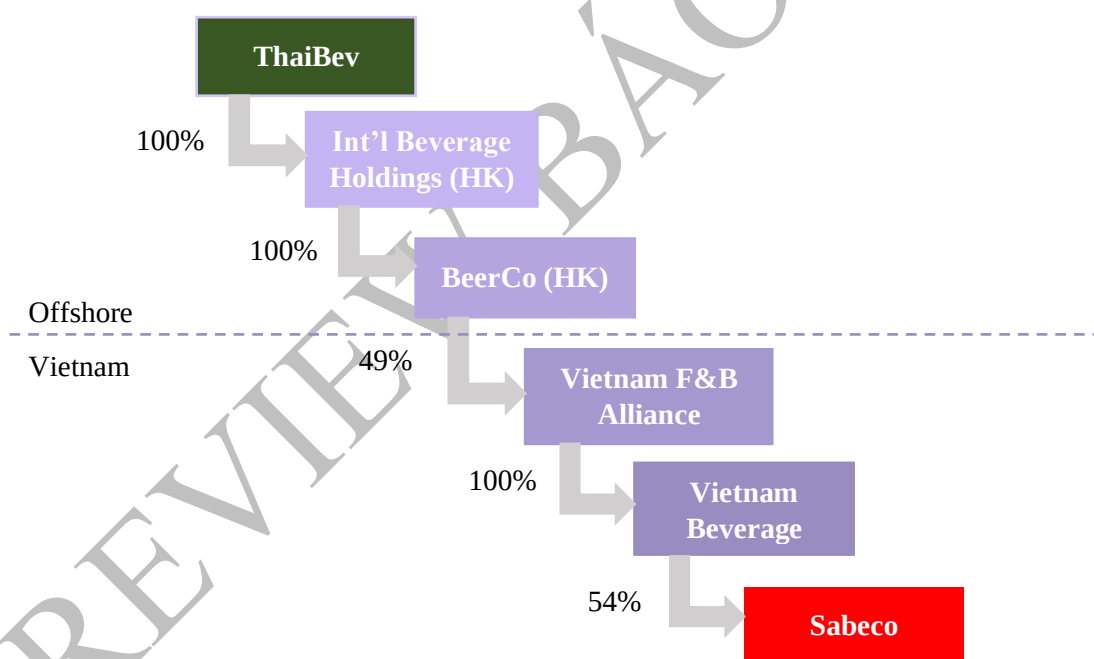
PHẦN I: CẤU TRÚC PHÁP LÝ CỦA THƯƠNG VỤ THAIBEV THÊU TÓM SABECO

Ngày 18/12/2017, tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) đã diễn ra buổi đấu giá chào bán cạnh tranh cổ phần của Tổng Công ty Cổ phần Bia Rượu Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco). Kết quả đấu giá, Công ty trách nhiệm hữu hạn (TNHH) Vietnam Beverage (Vietnam Beverage hay VietBev) đã mua thành công 53,6% lượng cổ phần của Sabeco với mức giá 320.000 đồng/cổ phiếu, tương đương với 4,8 tỷ USD. Việc VietBev mua cổ phần Sabeco, đã giúp cho Thai Beverage (ThaiBev)¹ gián tiếp sở hữu chi phối Sabeco.

Cấu trúc giao dịch ThaiBev gián tiếp nắm giữ Sabeco được mô tả cụ thể như sau:

- (1) ThaiBev thông qua Công ty Int'l Beverage Holding² để sở hữu 100% vốn của Công ty Beerco Limited (Berrco);
- (2) Beerco sau đó góp vốn 49% vào Công ty Cổ phần Đầu tư F&B Alliance Việt Nam (Vietnam F&B Alliance Investment hay Vietnam F&B)³;
- (3) Vietnam F&B nắm giữ 100% vốn của VietBev vào ngày 06/10/2017.

Hình 01: Cấu trúc giao dịch ThaiBev gián tiếp nắm giữ Sabeco



Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Vào thời điểm năm 2017, pháp luật về lĩnh vực chứng khoán quy định về tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa đối với các công ty niêm yết hoạt động trong ngành, nghề kinh doanh có điều kiện là 49%⁴. Theo đó, Sabeco đang đăng ký các ngành, nghề kinh doanh

¹ Thai Beverage là Tập đoàn đồ uống Thái Lan thuộc sở hữu của tỷ phú Charoen Sirivadhanabhakdi có trụ sở tại Hồng Kông – Trung Quốc.

² Công ty Int'l Beverage Holding là pháp nhân được thành lập và có trụ sở tại Hồng Kông – Trung Quốc.

³ Vietnam F&B Alliance Investment được thành lập vào 27/09/2017 với vốn điều lệ là 200 triệu đồng, sau đó tăng vốn lên 681 tỷ đồng.

⁴ Điểm b khoản 1 Điều 2a Nghị định số 60/2015/NĐ-CP của Chính phủ ngày 26/6/2015 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012 của Chính Phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán.

bị giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài như “gạo”, “đường mía”, “đường củ cải” thuộc mã 4632, “định giá”, “đầu giá”, “quảng cáo” thuộc mã 6820, “quảng cáo thương mại” thuộc mã 6820, “kinh doanh du lịch lữ hành nội địa”, “quốc tế” thuộc mã 7912. Do vậy, chỉ có nhà đầu tư trong nước mới được quyền nắm giữ cổ phần chi phối của Sabeco tại thời điểm này.

Theo quy định của Luật Đầu tư số 67/2014/QH13 ngày 26/11/2014, do Vietnam F&B không phải là nhà đầu tư nước ngoài mà chỉ là tổ chức kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài⁵ (do có nhà đầu tư nước ngoài là BeerCo nắm 49% vốn điều lệ (VĐL)) nên việc Vietnam F&B sở hữu 100% vốn điều lệ của VietBev không làm cho VietBev trở thành tổ chức kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài. Có thể thấy việc thông qua hai công ty được thành lập tại Việt Nam là cách thức để ThaiBev có thể gián tiếp sở hữu cổ phần chi phối tại Sabeco một cách hợp pháp trong bối cảnh pháp luật Việt Nam vẫn chưa cho phép các tổ chức kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài sở hữu trên 49% vốn điều lệ tại Sabeco.

Trích dẫn khoản 1, Điều 23, Luật Đầu tư 2014 như sau:

- “1. Tổ chức kinh tế phải đáp ứng điều kiện và thực hiện thủ tục đầu tư theo quy định đối với nhà đầu tư nước ngoài khi đầu tư thành lập tổ chức kinh tế; đầu tư góp vốn, mua cổ phần, phần vốn góp của tổ chức kinh tế; đầu tư theo hợp đồng BCC thuộc một trong các trường hợp sau đây:*
- a) Có nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ từ 51% vốn điều lệ trở lên hoặc có đa số thành viên hợp danh là cá nhân nước ngoài đối với tổ chức kinh tế là công ty hợp danh;*
 - b) Có tổ chức kinh tế quy định tại điểm a khoản này nắm giữ từ 51% vốn điều lệ trở lên;*
 - c) Có nhà đầu tư nước ngoài và tổ chức kinh tế quy định tại điểm a khoản này nắm giữ từ 51% vốn điều lệ trở lên.*
- 2. Tổ chức kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài không thuộc trường hợp quy định tại các điểm a, b và c khoản 1 Điều này thực hiện điều kiện và thủ tục đầu tư theo quy định đối với nhà đầu tư trong nước khi đầu tư thành lập tổ chức kinh tế; đầu tư theo hình thức góp vốn, mua cổ phần, phần vốn góp của tổ chức kinh tế; đầu tư theo hình thức hợp đồng BCC.”*

Theo sơ đồ cấu trúc giao dịch trên đây, ThaiBev chỉ gián tiếp sở hữu 49% vốn điều lệ tại VietBev và 51% vốn điều lệ còn lại do người Việt Nam sở hữu. Đồng thời, như hồ sơ ThaiBev đã công bố lên Sở Giao dịch Chứng khoán Singapore (SGX-ST), có hai cổ đông người Việt Nam trong công ty, bao gồm một cổ đông là người trực thuộc công ty con phân phối đồ uống của ThaiBev tại Việt Nam và cổ đông còn lại là chuyên gia tư vấn cho thương vụ này⁶.

⁵ Khoản 17 Điều 3 Luật Đầu tư 2014.

⁶ Trích dẫn từ Thông báo của ThaiBev nộp lên SGDCK Singapore (SGX-ST) ngày 22/12/2017 như sau:

Chi tiết pháp lý của giao dịch này đến nay vẫn chưa được tiết lộ, tuy nhiên với cấu trúc giao dịch như trên, rõ ràng xuất hiện 04 rủi ro chính khi thực hiện cấu trúc pháp lý trên, cụ thể như sau:

- (1) Với 49% vốn điều lệ, làm thế nào để ThaiBev có thể kiểm soát được VietBev?
- (2) Nhóm người Việt Nam này có khả năng bán lại cổ phần của VietBev cho các nhà đầu tư khác hoặc đối thủ không?
- (3) VietBev do nhóm người Việt Nam nắm cổ phần chi phối có thể bán lại cổ phần Sabeco cho các nhà đầu tư khác không?
- (4) Trường hợp VietBev nhận cổ tức từ Sabeco, tỷ lệ chia trả cho các cổ đông người Việt Nam như thế nào?

Rủi ro thứ nhất, nhiều khả năng có một thoả thuận pháp lý giữa cổ đông người Việt và Beerco cho phép Beerco có thể kiểm soát VietBev. Ngoài ra, việc điều chỉnh lại Điều lệ công ty cũng cho phép Beerco có thể gia tăng kiểm soát lên VietBev thông qua Vietnam F&B⁷.

Rủi ro thứ hai, liên quan đến nhóm người Việt Nam sở hữu 51% vốn điều lệ có khả năng bán lại phần vốn góp cho một bên khác. Có thể thấy Công ty VietBev được thành lập dưới dạng Công ty TNHH hai thành viên trở lên, do đó việc bán cổ phần cho các nhà đầu tư bên ngoài sẽ bị giới hạn theo Điều 53 của Luật Doanh nghiệp số 68/2014/QH13 2014 ngày 26/11/2014.

Trích dẫn khoản 1 Điều 53 của Luật Doanh nghiệp 2014 như sau:

- “1. Trừ trường hợp quy định tại khoản 3 Điều 52, khoản 5 và khoản 6 Điều 54 của Luật này, thành viên công ty trách nhiệm hữu hạn hai thành viên trở lên có quyền chuyển nhượng một phần hoặc toàn bộ phần vốn góp của mình cho người khác theo quy định sau đây:
- a) Phải chào bán phần vốn đó cho các thành viên còn lại theo tỷ lệ tương ứng với phần vốn góp của họ trong công ty với cùng điều kiện;
 - b) Chỉ được chuyển nhượng với cùng điều kiện chào bán đối với các thành viên còn lại quy định tại điểm a khoản này cho người không phải là thành viên nếu các thành viên còn lại của công ty không mua hoặc không mua hết trong thời hạn 30 ngày, kể từ ngày chào bán.”

Ngoài ra, mặc dù chỉ sở hữu 51% vốn điều lệ của VietBev, nhưng vốn điều lệ của công ty này theo đăng ký tại Sở Kế hoạch và Đầu tư Thành phố Hồ Chí Minh lên tới

“One of the Vietnamese investors in Vietnam F&B is a business person [who] is in the same group as the Company’s distributor of alcohol beverages in Vietnam. The other Vietnamese investor is the Company’s local business consultant [who advised] the Company in relation to the [Sabeco acquisition]”.

⁷ Trích dẫn từ Thông báo của ThaiBev nộp lên SGX-ST vào ngày 22/12/2017 như sau:

“As agreed with two Vietnamese investors in Vietnam F&B, the company, with its financial strength and good relationship, secured the initial financing to fund the Acquisition, with a plan to arrange for appropriate refinancing post-acquisition”.

681 tỷ đồng. Như vậy, nhiều khả năng các cổ đông người Việt Nam góp vốn vào VietBev bằng vốn vay từ Beerco và cổ phần của các cổ đông người Việt Nam tại VietBev sẽ được phong tỏa và cầm cố cho Beerco. Do đó, việc các cổ đông người Việt Nam bán lại cổ phần cho các nhà đầu tư bên ngoài khác sẽ bị giới hạn và chỉ trong trường hợp các cổ đông người Việt Nam này trả hết khoản vay thì lượng cổ phiếu trên mới được giải chấp.

Rủi ro thứ ba, vốn điều lệ của VietBev chỉ 681 tỷ đồng, chiếm chưa tới 01% tổng giá trị hơn 110.000 tỷ đồng mà VietBev bỏ ra để mua 53,6% vốn điều lệ của Sabeco. Theo đó, để VietBev đủ tiền thực hiện thương vụ này, ThaiBev thông qua Beerco đã cho VietBev vay 4,8 tỷ USD. Đổi lại, VietBev phải dùng toàn bộ cổ phiếu của Sabeco thế chấp toàn bộ cho khoản vay cho Beerco⁸. Như vậy, có thể thấy mặc dù nắm giữ chỉ 49% vốn điều lệ tại VietBev nhưng hầu như toàn bộ hơn 99% số cổ phiếu VietBev đang sở hữu Sabeco lại được thế chấp cho Beerco thực hiện thương vụ này. Do đó, việc VietBev bán cổ phần cho một bên khác là khó xảy ra khi hơn 99% số cổ phiếu Sabeco đã bị thế chấp và phong tỏa.

Rủi ro thứ tư, liên quan đến việc chi trả cổ tức, VietBev vay gần như 99% giá trị giao dịch để thực hiện thương vụ và phải trả lãi cho các khoản vay này cho Beerco (theo công bố của ThaiBev) với mức lãi vay cao hơn lãi vay mà ThaiBev phải trả cho các Ngân hàng tài trợ thương vụ này⁹. Do đó, việc chi trả cổ tức chỉ được thực hiện khi VietBev thanh toán các khoản lãi vay này cho Beerco, từ đó giảm bớt rủi ro về việc cổ tức sẽ được chia cho các cổ đông người Việt Nam này. Theo Báo cáo tài chính (BCTC) năm 2018 của ThaiBev, các khoản vay để tài trợ cho thương vụ mua cổ phần của Sabeco có mức lãi vay dao động từ 2,4% đến 3% và thời hạn vay là 24 tháng.

Bảng 01: Các khoản vay để tài trợ thương vụ thu tóm Sabeco của ThaiBev

	Bên vay	Giá trị vay (triệu)	Thời hạn vay	Ghi chú
Khoản vay 1	ThaiBev	THB 20,000	24 tháng	
Khoản vay 2	ThaiBev	THB 20,000	24 tháng	
Khoản vay 3	ThaiBev	THB 20,000	24 tháng	
Khoản vay 4	ThaiBev	THB 20,000	24 tháng	
Khoản vay 5	ThaiBev	THB 20,000	24 tháng	
Khoản vay 6	BeerCo	USD 1,950	24 tháng	Khoản vay được ThaiBev bảo lãnh

(Nguồn: BCTC kiểm toán năm 2018)

⁸ Trích dẫn từ Thông báo của ThaiBev nộp lên SGX-ST vào ngày 22/12/2017 như sau:

"Sabeco' share to be acquired by Vietnam Beverage will also serve as strong and valuable collateral for the loan provided by Beerco to Vietnam Beverage".

⁹ Trích dẫn từ Thông báo của ThaiBev nộp lên SGX-ST vào ngày 22/12/2017 như sau:

"There will be interest chargeable on the loans by Beerco to Vietnam Beverage, which is higher than the cost-of-funds of Beerco".

Cấu trúc thương vụ của ThaiBev thông qua các công ty con để thực hiện giao dịch này được xem là một trường hợp điển hình lần đầu áp dụng quy định của Luật Đầu tư 2014 đối với các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. Điều này sẽ tạo tiền lệ cho các giao dịch mua bán, sáp nhập nước ngoài thực hiện tiếp tục trong tương lai thông qua hình thức pháp lý như trên.

PREVIEW BÁO CÁO

PHẦN II: CƠ CẤU VỐN CỦA THƯƠNG VỤ

Như có đề cập chi tiết trong Phần I, ThaiBev đã bỏ ra số tiền hơn 4,8 tỷ USD để sở hữu 53,6% vốn điều lệ tại Sabeco thông qua Beerco và VietBev. Thương vụ ThaiBev mua lại Sabeco được xem là thương vụ có giá trị giao dịch cao nhất trong lịch sử M&A¹⁰ tại Việt Nam từ trước đến nay và cũng là thương vụ M&A lớn nhất của ngành bia châu Á, vượt qua cả thương vụ Bia Heniken thu tóm ABP (Công ty sở hữu thương hiệu Bia Tiger) vào năm 2012 với giá trị giao dịch là 04 tỷ USD.

Đáng chú ý, theo thông tin ThaiBev công bố trên SGX-ST thì toàn bộ giao dịch này được tài trợ bởi 05 khoản vay từ 05 Ngân hàng Thái Lan bao gồm Bangkok Bank Public Company Limited, Bank of Ayudhya Public Company Limited, Kasikornbank Public Company Limited, Krung Thai Bank Public Company Limited, Siam Commercial Bank Public Company Limited và ThaiBev cũng thực hiện bảo lãnh cho Beerco vay 1,95 tỷ USD từ 02 Ngân hàng nước ngoài là Mizuho Bank và Standard Chartered Bank chi nhánh Singapore¹¹. Lãi suất của các khoản vay này dao động từ 2,4% đến 3%/năm.

Bảng 01: Các khoản vay tài trợ cho thương vụ ThaiBev mua lại Sabeco

	Bên vay	Giá trị vay (triệu)	Thời hạn vay	Ghi chú
Khoản vay 1	ThaiBev	THB 20,000	24 tháng	
Khoản vay 2	ThaiBev	THB 20,000	24 tháng	
Khoản vay 3	ThaiBev	THB 20,000	24 tháng	
Khoản vay 4	ThaiBev	THB 20,000	24 tháng	
Khoản vay 5	ThaiBev	THB 20,000	24 tháng	
Khoản vay 6	BeerCo	USD 1,950	24 tháng	Khoản vay được ThaiBev bảo lãnh

(Nguồn: BCTC kiểm toán năm 2018)

Điều đáng lưu ý là tất cả các khoản vay dùng để tài trợ cho thương vụ Sabeco chỉ có thời hạn 02 năm. Như vậy, làm thế nào ThaiBev có thể hoàn trả các khoản này trong thời gian ngắn như vậy đối với một giao dịch có giá trị cao nhất lịch sử đối với thị trường bia Châu Á?

¹⁰ M&A được hiểu là mua bán và sáp nhập doanh nghiệp.

¹¹ Trích dẫn từ Công bố của ThaiBev về giao dịch trên SGDCK Singapore (SGX-ST) vào ngày 27/12/2017:

"The company entered into bilateral facility agreements with each of Bangkok Bank Public Company Limited ("Loan Facility 1"), Bank of Ayudhya Public Company Limited ("Loan Facility 2"), Kasikornbank Public Company Limited ("Loan Facility 3"), Krung Thai Bank Public Company Limited ("Loan Facility 4"), Siam Commercial Bank Public Company Limited ("Loan Facility 5") as a lender and Beerco entered syndicated facility agreement with Mizuho Bank Ltd and Standard Chartered Bank, Singapore Branch ("Loan Facility 6"), as arrangers and lenders, pursuant to which loan facilities ("the Loan Facility") as summarised below were provided to the Company and Beerco for the purposes of financing to the Aggregate Purchase Price and related transaction expenses".

Các khả năng có thể xảy ra như sau:

- (1) Sabeco sẽ thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt và ThaiBev sẽ dùng lượng tiền này để phục vụ cho các khoản vay này;
- (2) ThaiBev với tiềm lực tài chính của mình sẽ tự chi trả các khoản vay trong 02 năm;
- (3) ThaiBev sẽ bán lại khoản đầu tư Sabeco trong 02 năm;
- (4) ThaiBev phải thực hiện tái cấp vốn lại các khoản vay (Refinance) với thời hạn phù hợp với thời gian thu hồi vốn của khoản đầu tư vào Sabeco.

This Section intentionally left blank

PHẦN III: ĐỊNH GIÁ SABECO

1. Định giá¹² Sabeco – ThaiBev là ai?

Trong các giao dịch M&A, động cơ thông thường để bên mua tiến hành các thương vụ này đó là việc kết hợp giữa hoạt động kinh doanh giữa công ty bên mua và công ty mục tiêu (bên bán) sẽ tạo ra nhiều giá trị hơn so với việc hai công ty này hoạt động riêng lẻ. Do vậy, để phân tích cặn kẽ tại sao Sabeco lại đáng giá với ThaiBev như vậy, Tác giả sẽ phân tích về hoạt động kinh doanh của ThaiBev và Sabeco một cách độc lập, tiếp theo đó sẽ là phân tích các giá trị gia tăng kỳ vọng sẽ được tạo ra cho các cổ đông khi Sabeco về tay người Thái.

ThaiBev Holding được thành lập vào năm 2003 tại Thái Lan thông qua việc hợp nhất 58 công ty của một nhóm cổ đông chính (Principal Shareholders) có liên quan đến Chủ tịch của ThaiBev, ông Charoen Sirivadhanabhakdi (Charoen) sinh năm 1944, một trong những tỷ phú giàu nhất Thái Lan với tổng tài sản lên đến hơn 13,8 tỷ USD¹³. Trong Bản cáo bạch niêm yết nộp lên SGDCK Singapore vào năm 2006, tỷ phú Charoen Sirivadhanabhakdi cùng với các thành viên trong gia đình và các công ty do tỷ phú này sở hữu nắm giữ hơn 78% vốn điều lệ của ThaiBev trước thời điểm chào bán cổ phần ra công chúng (IPO).

Bảng 04: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của ThaiBev

STT	Cổ đông lớn	Tỷ lệ % sở hữu	Ghi chú
1	Charoen Sirivadhanabhakdi	14,35%	Chủ tịch ThaiBev
2	Khunying Wanna Sirivadhanabhakdi	14,35%	Vợ Chủ tịch ThaiBev
3	Thapana Sirivadhanabhakdi	0,49%	Con trai Chủ tịch ThaiBev
4	Risen Mark Enterprise Ltd	25,17%	Công ty do Chủ tịch và vợ Chủ tịch sở hữu VDL chi phối
5	Good Show Holding Limited	16,41%	Công ty do Chủ tịch và vợ Chủ tịch sở hữu VDL chi phối
6	Siriwana Company Limited	7,26%	Công ty do Chủ tịch và vợ Chủ tịch sở hữu VDL chi phối
Tổng cộng		78,03%	

(Nguồn: Bản cáo bạch niêm yết năm 2006)

¹² Định giá hay còn gọi là Valuation.

¹³ Chi tiết tại: <https://www.forbes.com/profile/charoen-sirivadhanabhakdi/?sh=556e840c2668>.

Mặc dù, ThaiBev được thành lập vào năm 2003 nhưng các công ty của con của Tập đoàn này lại có bề dày lịch sử hoạt động khá lâu đời và gắn liền với tên tuổi của tỷ phú Charoen. Một trong những công ty con lâu đời nhất của Tập đoàn này đó là Sangsom Co., Ltd được nhóm cổ đông sáng lập ThaiBev mua lại vào năm 1977. Đây là công ty sản xuất thương hiệu rượu Sangsom, một trong những thương hiệu rượu nổi tiếng tại Thái Lan ngày nay.

Tính đến cuối năm tài chính 2017 (kỳ tài chính kết thúc vào tháng 9), ThaiBev sở hữu danh mục 132 công ty bao gồm các công ty sản xuất, marketing và bán hàng. ThaiBev vận hành 03 nhà máy sản xuất bia, 18 nhà máy chưng cất rượu tại Thái Lan, 06 nhà máy chưng cất rượu ở nước ngoài và 11 nhà máy sản xuất đồ uống không cồn. Thêm vào đó, Tập đoàn này sở hữu mạng lưới phân phối rộng khắp Thái Lan với hơn 400.000 điểm bán hàng (outlets), cho phép Tập đoàn này phân phối sản phẩm nhanh chóng và hiệu quả hơn các đối thủ¹⁴.

ThaiBev chia hoạt động kinh doanh của Tập đoàn thành 04 nhóm chính: (1) rượu; (2) bia; (3) nước uống không cồn và (4) thực phẩm. Trong 04 mảng kinh doanh này, thì rượu và bia là hai mảng hoạt động kinh doanh đầu tiên của nhóm cổ đông sáng lập nên ThaiBev và cũng đóng vai trò xương sống trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Tập đoàn này. Cụ thể, trong cơ cấu tỷ trọng doanh thu năm 2017, mảng kinh doanh rượu chiếm 57,5%, mảng kinh doanh bia chiếm 30%, mảng kinh doanh đồ uống không cồn chiếm 8,8% và mảng kinh doanh thực phẩm ăn uống chiếm 3,7%.

Theo BTCT năm 2017, doanh thu hợp nhất của ThaiBev đạt 189.997 tỷ Baht, tương đương với 6,2 tỷ USD. Lợi nhuận sau thuế của Tập đoàn này đạt 22.799 tỷ Baht, tương đương với hơn 746 triệu USD. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của Tập đoàn khá tốt khi EBITDA đạt 32.675 tỷ Baht tương đương 01 tỷ USD trong năm 2017.

Đối với mảng kinh doanh rượu: ThaiBev sở hữu các thương hiệu rượu nổi tiếng tại Thái Lan bao gồm Ruang Khao, SangSom, Mekhong, Hong Thong and Blend 285. Ngoài ra, Tập đoàn này cũng sở hữu 05 nhà máy sản xuất rượu Whiskey tại Scotland và 01 nhà máy chưng cất tại Trung Quốc. Các sản phẩm rượu Whiskey của ThaiBev được phân phối tại 90 quốc gia trên thế giới và hầu hết doanh thu của Whiskey đến từ các nước Châu Âu.

Trong 04 mảng kinh doanh thì mảng kinh doanh rượu đóng vai trò quan trọng nhất khi chiếm tới 90% trong tổng lợi nhuận sau thuế của Tập đoàn, đạt 20,42 tỷ Baht vào năm tài chính 2017. Đáng chú ý, ThaiBev thống lĩnh gần như toàn bộ thị trường rượu tại Thái Lan với thị phần hơn 90% từ năm 2000 cho đến nay¹⁵. Việc độc quyền thị trường

¹⁴ Trích dẫn từ Báo cáo thường niên của ThaiBev năm 2017:

“We currently have more than 7,000 delivery trucks which reach over 400,000 outlets across the country, as well as long-standing relationships with agents, distributors, and restaurants. We have also established over 1,000 direct sales teams to provide sales services and manage the visibility of our products on store shelves”.

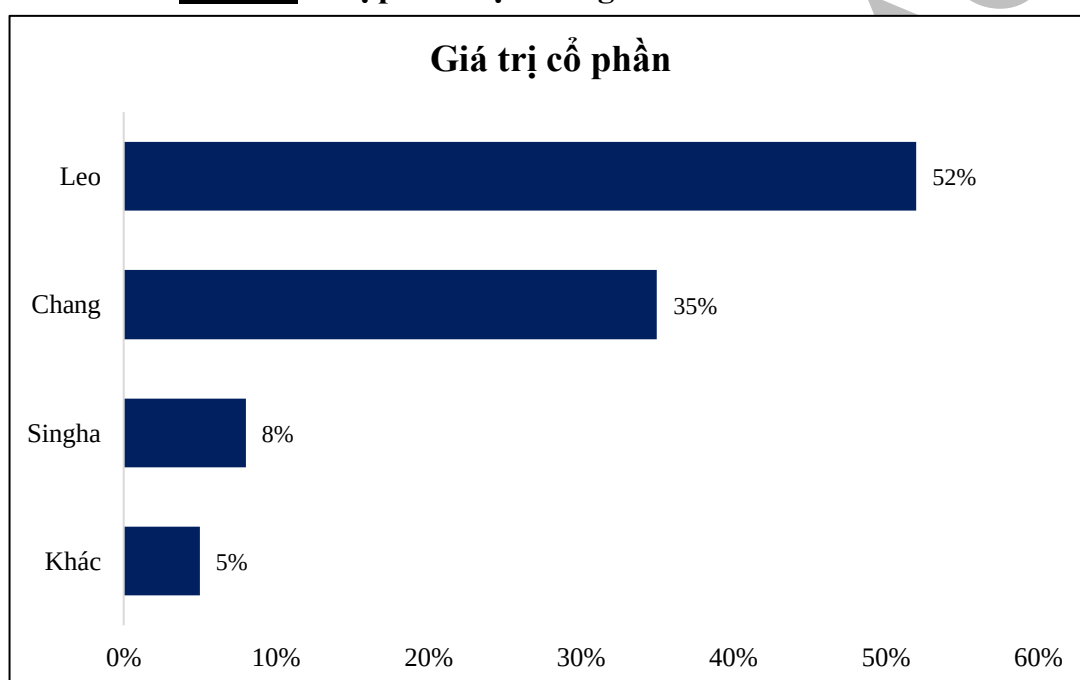
¹⁵ Trích dẫn từ Báo cáo thường niên của ThaiBev năm 2017:

“In relation to the spirits business, even with increasing competition in the white spirits market, the Company still maintains its white spirits market share of over 90% with the production and sale of a wide range of white spirits”

rượu có liên quan khá nhiều đến mối quan hệ mật thiết của tỷ phú Charoen với hệ thống chính trị của Thái Lan ¹⁶.

Mảng kinh doanh bia: Chang Beer là thương hiệu bia nổi tiếng của ThaiBev tại Thái Lan ngày nay với thị phần đạt 35%, chỉ đứng sau thương hiệu Bia Leo của Tập đoàn Boon Rawd Brewery. Sản phẩm này được xuất khẩu đi hơn 40 nước trên thế giới, bao gồm cả Mỹ và Anh. Ngoài thương hiệu Bia Chang, ThaiBev còn sở hữu thương hiệu Bia Archa và Bia cao cấp Federbrau. Thương hiệu Bia Chang được giới thiệu vào năm 1995 bởi Công ty Bang Ban (công ty liên doanh giữ nhóm cổ đông của tỷ phú Charoen và Tập đoàn bia Carlsberg của Đan Mạch).

Hình 02: Thị phần thị trường bia năm 2017



(Nguồn: Theo thống kê của Statista)

Điều đáng chú ý, tại thời điểm giới thiệu bị Chang mua lại thị phần, thương hiệu bia Singha, do Tập đoàn Boon Rawd Brewery sản xuất đã thống trị thị trường bia Thái Lan gần 60 năm với thị phần hơn 90%. Tuy nhiên, với chiến lược bia giá rẻ đánh vào phân khúc bình dân trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế năm 1977 - 1979, Chang Beer¹⁷ chỉ cần mất 05 năm để giành lấy vị thế số một về thị phần bia với 60% vào năm 1999¹⁸. Và

brands and prices through focusing on nationwide distribution to cover the consumers with different purchasing power and maintain the Company's existing consumer base".

¹⁶ Pasuk Phongpaichit and Chris Baker, "Thai Capital after the 1977 Crisis", 2008, Chương "Khun Charoen and the liquor industry through crisis and liberalization".

¹⁷ Trích dẫn từ lịch sử của Chang Beer từ Wikipedia:

"In 1991, Charoen teamed up with the Danish brewer Carlsberg to tap into Thailand's growing beer market, at the time dominated by the 60-year-old Boon Rawd Brewery which made Singha beer. Three years later, based on what he had learned from Carlsberg, he began making his own beer, branded "Chang" (Thai for 'elephant'). Within five years, Chang had 60 percent of the local market. Largely eclipsed, in 2003 Carlsberg withdrew from the joint venture. Charoen then successfully sued the Danish company, winning US\$120 million in 2005".

¹⁸ Chi tiết tại: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.193.5710&rep=rep1&type=pdf>.

This Section intentionally left blank

Như đã phân tích ở Phần II, thương vụ ThaiBev thu tóm Sabeco với mục đích đầu tư dài hạn và khó có khả năng bán lại trong ngắn hạn. Do đó, thời gian thu hồi vốn của khoản đầu tư vào Sabeco sẽ đóng vai trò rất quan trọng đối với ThaiBev. Thêm vào đó, với việc 83% giá trị giao dịch được tài trợ bằng nợ vay thì việc dự phóng dòng tiền tự do để phục vụ các khoản vay là cũng rất quan trọng.

Do vậy, đứng trên góc độ của ThaiBev, thì các phương pháp định giá sẽ chủ yếu xoay quanh việc đo lường các dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Có nhiều phương pháp để đo lường dòng tiền tự do của một công ty từ đơn giản đến phức tạp theo thứ tự, bao gồm: EBITDA (Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao), Free Cash Flow to Firm (Dòng tiền tự do của công ty), Free Cash Flow to Equity (Dòng tiền tự do của các cổ đông). Để đơn giản cho các độc giả, Tác giả sẽ sử dụng EBITDA để phân tích trong nội dung của phần này. Đây cũng là công cụ đo lường được ThaiBev sử dụng trong tất cả các báo cáo thường niên của Tập đoàn này.

Một trong những chỉ số thông dụng được dùng để tính toán định giá hợp lý của doanh nghiệp đó là EV/EBITDA. Chỉ số này được sử dụng tương tự như chỉ số P/E (Price to Earning Per Share), dùng để so sánh định giá hợp lý của doanh nghiệp mục tiêu so với các doanh nghiệp khác trong cùng nhóm ngành. Ngoài ra, chỉ số này cũng chỉ ra thời gian thu hồi vốn của một thương vụ với giả sử là EBITDA được duy trì không đổi qua các năm. EV (Enterprise Value) là giá trị của doanh nghiệp, được tính toán theo công thức đó là tổng vốn hóa thị trường cộng (+) với tổng nợ trả lãi vay trừ (-) với tổng tiền mặt và tương đương tiền.

Bảng 05: So sánh định giá doanh nghiệp giữa Sabeco và Habeco

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	SABECO	HABECO
Doanh thu	34,193	9,841
EBT (Lợi nhuận trước thuế)	6,077	869
Lãi vay (I)	42	66
EBIT (Lợi nhuận trước thuế và lãi vay)	6,119	935
Khấu hao (DA)	613	398
EBITDA	6,732	1,334
Tiền mặt và tương đương tiền	4,268	2,154
Nợ ngắn hạn	722.9	640
Nợ dài hạn	1.9	364
Vốn hóa thị trường	205,158	29,612
Giá trị doanh nghiệp (EV)	201,615	28,462
EV/EBTIDA (lần)	30	21

(Nguồn: BCTC kiểm toán năm 2017)

Theo BCTC hợp nhất năm 2017, doanh thu của Sabeco đạt 34.193 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 4.711 tỷ đồng và EBITDA đạt 6.732 tỷ đồng. Tại cuối thời điểm ngày 31/12/2017, Sabeco đang nắm giữ 4.268 tỷ đồng tiền mặt và tương đương tiền, nợ vay Ngân hàng ngắn hạn là 722,9 tỷ đồng, nợ vay Ngân hàng dài hạn là 1,9 tỷ đồng. ThaiBev thắng đấu giá với mức giá 320.000 đồng/cổ phiếu cho 53,6% cổ phần thì định giá toàn bộ số cổ phần của Sabeco tương đương với 205.158 tỷ đồng. Với tất cả thông tin trên, EV của Sabeco vào cuối năm 2017 đạt ở mức 201.615 tỷ đồng. Theo đó, tỷ lệ EV/EBITDA xấp xỉ ở mức 30 lần. Qua mức định giá này, có thể thấy như sau:

Thứ nhất, ThaiBev đặt cược rất lớn vào triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của Sabeco so với các đối thủ cùng phân khúc bia phổ thông nói riêng và cả thị trường tiêu dùng không thiết yếu nói chung. Cụ thể, tỷ lệ EV/EBITDA cao gấp đôi với tỷ lệ EV/EBITDA so với ngành tiêu dùng không thiết yếu (Consumer Discretionary) vào năm 2017 và gấp 1,4 lần so với đối thủ cùng phân khúc bia phổ thông đó là Habeco.

Thứ hai, giả sử thời gian thu hồi vốn của thương vụ tối đa 10 năm (thông thường tỷ lệ EV/EBITDA dưới 10 được xem là tỷ lệ an toàn cho các nhà đầu tư), thì EBITDA của Sabeco được kỳ vọng tăng trưởng ít nhất 24% mỗi năm. Cách tính chi tiết như sau:

PREVIEW BÁO CÁO

Bảng 06: Phương pháp tính EBITDA của Sabeco

Chỉ tiêu	Thông số	Chú thích
Mức sinh lợi yêu cầu cổ đông dài hạn	5,4%	PE của cổ phiếu ThaiBev giao dịch ở mức 18,5 lần cuối năm 2017. Giả sử EPS của ThaiBev không thay đổi trong dài hạn, mức sinh lợi tối đa của các cổ đông được tính = 1 : 18.5
Lợi ích trái phiếu kỳ hạn 10 năm (thời điểm 31/12/2017)	2,54%	Dữ liệu Yield Bond Curve lấy từ www.thaibma.or.th. Như phân tích ở Phần II, xếp hạng tín nhiệm của ThaiBev là AA (+) cuối năm 2017, do đó chi phí vay được giả sử gần bằng lợi ích trái phiếu Chính phủ Thái Lan.
Thuế thu nhập doanh nghiệp Singapore (2017)	17%	
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	17%	Chi tiết về tỷ trọng cơ cấu vốn đã được phân tích ở Phần II
Tỷ trọng vốn vay (trái khoán)	83%	
Chi phí vốn bình quân (WACC)	2,7%	
Lợi ích của ThaiBev trong tổng EBITDA của Sabeco cuối năm 2017 (tỷ đồng)	3.608	EBITDA của Sabeco năm 2017 là 6.723 tỷ đồng. ThaiBev có 53,6% lợi ích
Giá trị yêu cầu tối thiểu của khoản đầu tư của ThaiBev trong 10 năm (tỷ đồng)	143.132	Tổng số tiền ThaiBev bỏ ra mua Sabeco là 110.000 tỷ đồng. Do đó, giá trị yêu cầu tối thiểu của khoản đầu tư này trong 10 năm $= 110.000 * (1 + 2,7\%)^{10}$
Tốc độ tăng trưởng EBITDA yêu cầu	24,0%	Tốc độ tăng trưởng được tính theo phương pháp quy nạp với giả sử cổ tức mỗi năm đều được chi trả bằng đúng EBITDA

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

2. Định giá Sabeco - Sabeco đáng giá bao nhiêu?

Như đã phân tích trước đó về định giá Sabeco, ThaiBev là một đại gia trong ngành bia, rượu tại thị trường Thái Lan khi thống trị hơn 90% thị phần rượu và 35% thị phần bia. Nguồn lực tài chính chủ yếu của Tập đoàn này đến từ mảng rượu khi mảng kinh doanh này đóng góp hơn 90% trong tổng lợi nhuận và EBITDA của Tập đoàn ThaiBev.

Việc mua lại Sabeco với mức giá rất cao và tài trợ thương vụ với 83% bằng trái khoán, khiến áp lực về việc tăng trưởng của Sabeco trong tương lai là rất lớn. Theo như tính toán của nội dung trước, với thời gian thu hồi vốn là 10 năm, Sabeco cần tăng trưởng ít nhất mỗi năm 24% mới có thể thỏa mãn được chi phí vốn từ các trái chủ cũng như chi phí cơ hội của các cổ đông ThaiBev. Để xem mức tăng trưởng mà ThaiBev kỳ vọng có hợp lý, chúng ta sẽ cùng phân tích các khả năng sau:

Tiềm năng tăng trưởng doanh thu từ ngành bia:

- (1) Quy mô thị trường ngành bia có tăng mạnh trong thời gian tới?
- (2) Sabeco với sự hậu thuẫn của ThaiBev sẽ gia tăng thêm thị phần từ việc lấy thị phần của đối thủ không?
- (3) ThaiBev sẽ cải tiến hệ thống quản trị, tối ưu hóa chi phí và qua đó tăng lợi nhuận biên của Sabeco như thế nào?

Tiềm năng tăng trưởng từ mảng kinh doanh khác:

- (1) ThaiBev sẽ tận dụng kênh phân phối của Sabeco để kinh doanh các sản phẩm đồ uống mang thương hiệu của ThaiBev?
- (2) Sabeco nắm trong tay nhiều khu đất vàng, ThaiBev với kinh nghiệm phát triển bất động sản của mình tại Thái Lan, sẽ giúp Sabeco khai thác tiềm năng của các bất động sản này như thế nào?

2.1 Tiềm năng tăng trưởng của ngành bia

a. Quy mô thị trường ngành bia

Tiền thân của Sabeco là Nhà máy Bia Chợ Lớn thuộc hãng B.G.I của Pháp, sau đó được Nhà nước Việt Nam tiếp quản. Ngày 17/5/1977 Nhà máy Bia Sài Gòn được thành lập và đến năm 2003, Bộ Công nghiệp (nay là Bộ Công thương) có Quyết định số 74/2003/QĐ-BCN ngày 06/5/2003 về việc thành lập Sabeco trên cơ sở tổ chức lại Công ty Bia Sài Gòn và các Công ty Rượu Bình Tây, Công ty Nước giải khát Chương Dương và Nhà máy Thủy tinh Phú Thọ. Sabeco được cổ phần hóa năm 2007 theo Quyết định 1862/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ngày 28/12/2007 về việc phê duyệt phương án và chuyển Tổng Công ty Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn thành Tổng Công ty Cổ phần Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn và chính thức niêm yết cổ phiếu tại HOSE vào ngày 06/12/2016 với mã chứng khoán là SAB.

Trước thời điểm Sabeco được mua lại bởi ThaiBev, Sabeco có 1.227 cổ đông, trong đó Bộ Công thương là cổ đông lớn nhất, đồng thời nắm quyền chi phối với 89,59 % cổ phần. Các nhà đầu tư nước ngoài đang sở hữu 9,39% cổ phần, trong đó khoảng 05% được sở hữu bởi hãng bia Heineken. Các cổ đông nhỏ lẻ còn lại nắm giữ 01% cổ phần tại SAB, đây cũng là lượng cổ phiếu trôi nổi và được giao dịch thường xuyên trên thị trường chứng khoán.

Vào thời điểm năm 2017, 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. Chiến lược 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).

Bảng 07: Sản lượng tiêu thụ bia của Sabeco từ năm 2011 đến 2016

Đơn vị: Triệu lít	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CARG
Sản lượng Sabeco	1.169	1.263	1.321	1.356	1.466	1.603	6,5%
Tổng sản lượng ngành bia VN	2.636	2.898	3.214	3.410	3.627	3.822	7,7%
Bia cao cấp	268	296	332	354	378	400	8,3%
Bia giá trung bình	1.551	1.695	1.873	1.993	2.126	2.263	7,8%
Bia giá rẻ	817	907	1.009	1.063	1.123	1.195	7,2%

(Nguồn: Báo cáo thường niên SAB)

This Section intentionally left blank

PHẦN IV: CHIẾN LƯỢC THOÁI VỐN ¹⁹

¹⁹ Chiến lược thoái vốn hay còn gọi là Exit Strategy.

Theo phân tích trong Phần III về định giá Sabeco, định giá trong kịch bản lạc quan của Sabeco ở mức 2,1 tỷ USD cho 53,6% cổ phần, tương đương với 3,9 tỷ USD cho toàn bộ cổ phần Sabeco. So với số tiền 4,8 tỷ USD để thu tóm 53,6% cổ phần, ThaiBev đã đánh cược rất lớn vào khả năng tăng trưởng của Sabeco trong tương lai, tương đương với mức tăng trưởng EBITDA 24%/năm. Bên cạnh kỳ vọng ở mảng bia và bất động sản, kỳ vọng cũng đến từ sự hợp nhất mạng lưới phân phối của Sabeco cùng với các mảng phân phối của Tập đoàn ty phú Charoen tại Việt Nam (Phú Thái, Siêu thị Metro, B'Smart).

1. Hoạt động kinh doanh của Sabeco sau 03 năm về tay ThaiBev như thế nào?

Hoạt động kinh doanh của Sabeco từ năm 2017 – 2020 như sau:

Bảng 10: Hoạt động kinh doanh Sabeco từ 2017 đến 2020

Tiêu chí	2017	2018	2019	2020
Doanh thu (tỷ VND)	34.193	35.949	37.899	27.961
EBITDA (tỷ VND)	6.743	6.061	7.371	6.769
Biên EBITDA (%)	19,7%	16,9%	19,5%	24,2%
Tăng trưởng doanh thu		5,1%	5,4%	-26,2%
Tăng trưởng EBITDA		-10,1%	21,6%	-8,2%

(Nguồn: BCTC kiểm toán hợp nhất)

Doanh thu: Sau 03 năm thu tóm, doanh thu của Sabeco tăng lần lượt là 5,1% và 5,4% trong năm 2018 và 2019 nhưng lại có sự sụt giảm mạnh trong năm 2020 với 26,2%. Kết quả sụt giảm doanh thu trong năm 2020 đến từ việc Chính phủ đã ban hành Nghị định số 100/2019/NĐ-CP thay thế cho Nghị định số 46/2016/NĐ-CP của Chính phủ ngày 26/5/2016 quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực giao thông đường bộ và đường sắt. Theo đó, quy định mới này nhằm hiện thực hóa quy định cấm người đã uống rượu, bia mà còn tham gia giao thông tại Luật Phòng chống tác hại của rượu, bia số 44/2019/QH14 ngày 14/6/2019. Cụ thể, người nào chỉ cần uống rượu, bia (dù uống ít) mà điều khiển xe mô tô, xe gắn máy cũng bị xử phạt (hiện hành, có nồng độ cồn vượt 50 miligam/100 mililit máu hoặc 0,25 miligam/1 lít khí thở mới bị xử phạt). Thêm vào đó, ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 khi lệnh cấm tụ tập và cách giãn xã hội được ban hành ở các thành phố lớn như Hồ Chí Minh và Hà Nội cũng khiến cho tổng cầu sụt giảm.

Tỷ lệ EBITDA: Trong năm 2018, tỷ lệ EBITDA sụt giảm so với năm 2017 về mức 16,9%. Nguyên nhân chủ yếu là giá vốn của Sabeco tăng mạnh do giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh và Sabeco cùng ngành bia, rượu trong nước phải chịu áp lực từ việc Thuế Tiêu thụ đặc biệt tăng từ 60% lên 65% trong năm 2018. Tuy vậy, chi phí quản lý và bán hàng đã được cải thiện khi tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu giảm từ 8,2% năm 2017 xuống 7,6% trong năm 2018, tỷ lệ chi phí quản lý trên doanh thu cũng giảm từ 2,7%

xuống 2,5% năm 2018. Điều này làm giảm bớt ảnh hưởng của việc sụt giảm biên lợi nhuận do tác động của Thuế tiêu thụ đặc biệt.

Đến năm 2019 và 2020, biên EBITDA đã hồi phục lại và có mức tăng ấn tượng, đạt 24,2% trong năm 2020. Nguyên nhân chính là do biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể như chi phí đầu vào là lúa mạch và nhôm giảm so với cùng kỳ năm trước, theo đó lợi nhuận gộp của Sabeco tăng mạnh lên 30,4%, tăng 5,2 điểm so với mức 25,2% năm 2019.

Sau 03 năm hoàn thành thương vụ, ThaiBev đã nhận về 5.326 tỷ đồng cổ tức bằng tiền mặt từ 2018 đến đầu năm 2021, theo đó giá vốn đầu tư vào ThaiBev giảm từ 320.000 đồng/cổ phiếu xuống 304.506 đồng/cổ phiếu. So với giá cổ phiếu của Sabeco tại thời điểm 25/03/2021 là 178.000 đồng thì ThaiBev đang phải ghi nhận khoản lỗ tạm thời là 1,97 tỷ USD, tương ứng với mức sụt giảm 42% giá trị so với khoản đầu tư ban đầu.

Hình 08: Biểu đồ giá cổ phiếu của Sabeco từ 2017 đến 2021



(Nguồn: Vietstock)

2. Hoạt động kinh doanh và vị thế tài chính của ThaiBev sau khi thu tóm Sabeco

Cổ tức bằng tiền mặt ThaiBev nhận từ Sabeco từ năm 2018 – 2011 như sau:

Bảng 11: Cổ tức bằng tiền mặt của Sabeco từ 2018 đến đầu năm 2021

Ngày	Tỷ lệ cổ tức	Loại cổ tức	Số tiền ThaiBev nhận được (tỷ đồng)
15/01/2018	35%	Tiền mặt	1.203
16/10/2018	15%	Tiền mặt	515
26/11/2018	20%	Tiền mặt	687
05/9/2019	15%	Tiền mặt	515

13/02/2020	35%	Tiền mặt	1.203
30/11/2020	20%	Tiền mặt	687
02/3/2021	15%	Tiền mặt	515
Tổng cộng			5.326

(Nguồn: Vietstock)

Như có tính toán và phân tích ở Phần II (Cấu trúc vốn), ThaiBev tài trợ 4 tỷ USD trong tổng số 4,8 tỷ USD giá trị giao dịch bằng công cụ nợ trái khoán, với kỳ hạn trung bình là 5,6 năm đáo hạn. Theo đó, nghĩa vụ trả các khoản lãi vay và gốc đáo hạn vào năm 2020 là 7.562 tỷ đồng và trong năm 2021 là 10.850 tỷ đồng. Trong khi đó, tổng cổ tức bằng tiền mặt mà ThaiBev đã nhận về thông qua VietBev là 5.326 tỷ đồng từ năm 2018 đến năm đầu năm 2021. Có thể thấy, cổ tức tiền mặt từ Sabeco hiện không đủ để phục vụ các khoản vay để tài trợ cho thương vụ này trong năm 2020 và 2021 và ThaiBev phải dùng thu nhập của mình để trả 9.209 tỷ đồng cho các khoản lãi vay và gốc đến hạn.

Bảng 12: Thống kê nghĩa vụ tài chính liên quan đến khoản đầu tư

Sabeco của ThaiBev

Năm đáo hạn	Lãi vay (triệu Baht)	Vốn gốc (triệu Baht)	Đơn vị (triệu Baht)	Đơn vị (tỷ VND)
2020	423	9.692	10.155	7.562
2021	861	13.652	14.513	10.850
2022	5.057	43.895	48.952	36.596
2023	2.115	14.387	16.502	12.337
2025	2.289	10.241	12.530	9.368
2028	13.803	35.133	48.936	36.585

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Theo bảng tính toán trên, với tỷ lệ cổ tức chi trả của Sabeco hàng năm dao động từ 50 - 60%, thì thu nhập từ Sabeco sẽ khó có thể phục vụ các khoản vay của ThaiBev đến hạn từ năm 2020 đến năm 2028. Đặc biệt là trong năm 2022, tổng nghĩa vụ phải trả lên đến 36.596 tỷ đồng. Theo đó, ThaiBev sẽ phải tiếp tục dùng thu nhập từ mảng kinh doanh Rượu và Bia của mình tại thị trường Thái Lan để phục vụ các khoản vay liên quan đến Sabeco.

Theo BCTC hợp nhất ThaiBev từ năm 2017 đến 2020, thì vị thế tài chính của ThaiBev đã suy giảm khá nhiều kể từ khi thực hiện phi vụ thu tóm Sabeco. Cụ thể, chỉ số thanh toán ngắn hạn (current ratio) của ThaiBev đã sụt giảm từ 1,17 lần (2017) xuống

This Section intentionally left blank

Phương án để ThaiBev cải thiện vị thế tài chính và tình hình hoạt động kinh doanh trong thời gian tới

Để cải thiện vị thế tài chính và tình hình hoạt động kinh doanh của mình trong thời gian tới, ThaiBev có thể thực hiện các phương án sau:

- (1) Tái tài trợ các khoản vay cho thương vụ đầu tư vào Sabeco với kỳ hạn dài hơn từ nguồn vốn vay Ngân hàng hoặc trái khoán, trái phiếu. Đồng thời, thực hiện cải thiện kinh doanh mảng kinh doanh bia bao gồm Sabeco để tăng mức sinh lợi trong tương lai;
- (2) Bán lại khoản đầu tư Sabeco để tất toán các khoản vay, giảm gánh nặng tài chính và gia tăng vị thế tài chính để cải thiện khả năng phòng thủ trong bối cảnh nền kinh tế đang bất ổn bởi đại dịch Covid-19;
- (3) Tái tài trợ các khoản vay này bằng cách phát hành huy động vốn từ các nhà đầu tư trên sàn chứng khoán, giảm gánh nặng chi phí lãi vay cũng như giảm áp lực trả nợ đáo hạn.

Đối với phương án thứ nhất, việc tái tài trợ các khoản vay với kỳ hạn dài hơn sẽ khiến ThaiBev phải tiếp tục bị gánh nặng chi phí tài chính, làm giảm đi kết quả kinh doanh chung của Tập đoàn trong khi đó việc cải thiện hoạt động kinh doanh của mảng bia vẫn đang là một dấu hỏi lớn. Đặc biệt, trong bối cảnh tổng sản lượng bia của Việt Nam đã sụt giảm hơn 20% bởi Nghị định 100/2019/NĐ-CP được ban hành vào cuối năm 2019 và áp lực cạnh tranh sẽ được dự báo ngày càng gia tăng khi miếng bánh đang nhỏ lại. Do vậy, giải pháp này chỉ mang tính chất ngắn hạn và để lại nhiều rủi ro cho ThaiBev nếu như bất ổn kinh tế diễn ra. Như có phân tích ở trên, hiện ThaiBev đang được Fitch Rating xếp ở mức BBB (-), là mức thấp nhất trong phân hạng Điểm đầu tư (Investment Grade) của tổ chức này, cho thấy áp lực dòng tiền của ThaiBev để phục vụ các khoản vay đang ở mức khá cao.

Trong năm 2020, để tái cơ cấu lại khoản trái phiếu đáo hạn vào tháng 3/2021, ThaiBev đã thực hiện một khoản vay bắt cầu (Bridge Loan) từ 06 Ngân hàng thương mại với tổng giá trị là 40 tỷ Baht.²⁰

Đối với phương án thứ hai, đó là bán lại khoản đầu tư Sabeco để thanh toán các khoản vay và cải thiện vị thế tài chính. Đây có thể là một giải pháp khả thi, tuy nhiên việc bán lại Sabeco khi giá cổ phiếu của công ty đang sụt giảm hơn 42% sẽ khiến cho

²⁰ Trích dẫn từ Báo cáo thường niên của ThaiBev năm 2020:

“The Company entered into bilateral loan agreements with a combined Baht 40,000 million loan amount (the “Bridge Loan Facility”) with six commercial banks (the “Banks”) on 30 October 2020.

The Company has been deleveraging its balance sheet using cash flows from its operations and has also been exploring plans to further lower its debt level via other avenues. Given that such plans may be subject to the global economic situation, which may encompass uncertainties over the near term, The Company has entered into the Bridge Loan Facility to provide it with financial flexibility. The Company has the option to tap on either its cash flows, or the Bridge Loan Facility, or funds from other avenues to refinance its existing bond due in March 2021, depending on its needs and plans, as well as the macroeconomic situation around that time”.

This Section intentionally left blank

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Luật Đầu tư 2014;
2. Nghị định số 60/2015/NĐ-CP của Chính phủ ngày 26/6/2015 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012 của Chính Phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán;
3. Thông báo của ThaiBev nộp lên SGX-ST vào ngày 22/12/2017;
4. Báo cáo thường niên của ThaiBev năm 2020;
5. Báo cáo cập nhật của Fitch Rating về ThaiBev được công bố ngày 08/04/2020;
6. Báo cáo cập nhật của Fitch Rating về ThaiBev được công bố ngày 08/01/2021;
7. Pasuk Phongpaichit and Chris Baker, “Thai Capital after the 1977 Crisis”, 2008, Chương “Khun Charoen and the liquor industry through crisis and liberalization”;
8. Annalisa Di Chiara, a Moody's Vice President and Senior Credit Officer;
9. <https://www.forbes.com/profile/charoen-sirivadhanabhakdi/?sh=556e840c2668>;
10. <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.193.5710&rep=rep1&type=pd>.