

Company Report

ThanglongExpress¹

Công ty Cổ phần Kinh Đô – KDC (HOSE)

Ngày 3/8/2009

Vũ Thị Diệu Linh

Email: linhvtd@thanglongsc.com.vn

Khuyến nghị của TSC

MUA



Giá giao dịch

57.500

Giá mục tiêu 12 tháng

121.000

Chiến lược đầu tư

Dài hạn

Ngành lớn: Lương thực, thực phẩm

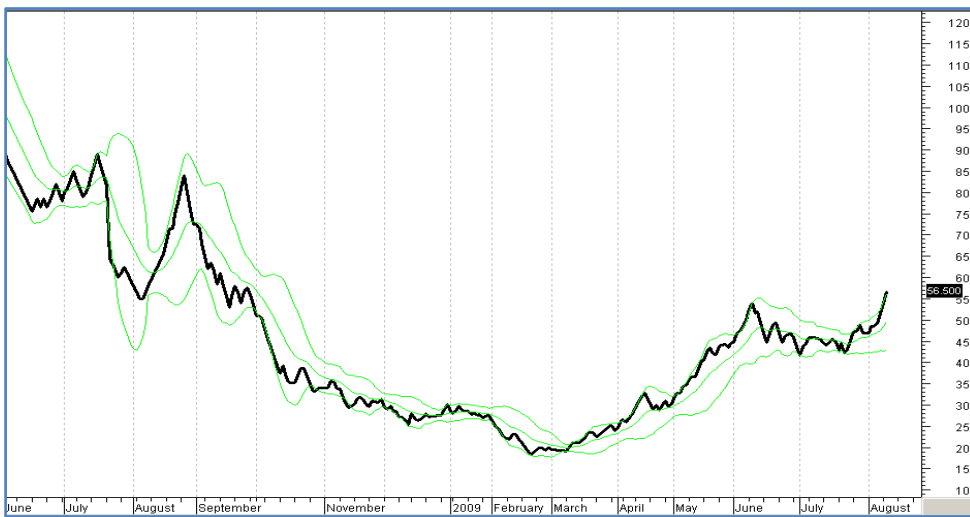
Ngành hẹp: Bánh kẹo

Thói quen và tập quán người tiêu dùng tại Việt Nam luôn đảm bảo cho doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo như **Kinh Đô** có một sức sống bền bỉ và đảm bảo sự tăng trưởng ổn định qua các năm. Là doanh nghiệp đi đầu trong ngành sản xuất bánh kẹo với những đầu tư mạnh dạn về công nghệ, nhà xưởng và chiến lược phát triển mở rộng sang lĩnh vực tài chính, bất động sản, chúng tôi đánh giá, KDC xứng đáng một cổ phiếu tiềm năng để đưa vào danh mục đầu tư.

Những thông kê chính (VN D), trượt 4 quý gần nhất

Giá cao 52 tuần	84.000	Beta	0.94	ROA	(2.04%)	Vốn điều lệ	571.1 tỷ
Giá thấp 52 tuần	18.600	EPS	-	ROE	(2.87%)	Cổ đông nhà nước	0%
Khối lượng lưu hành	55.840.008	P/E	16.89	Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.39	Cổ đông trong nước	67.8%
Vốn hóa	3.028 tỷ đồng	DIV	-	Giá sổ sách	49.51	Cổ đông nước ngoài	30.2%

Diễn biến giá



Nguồn: TSC

Thông tin quan trọng

Khuyến nghị - GIỮ cho tới giá mục tiêu

Giá trị cổ phiếu KDC. Chúng tôi tin rằng mức giá giao dịch hiện nay chưa phản ánh đầy đủ giá trị của cổ phiếu này. Chúng tôi đã định giá kết hợp 2 phương pháp (chiết khấu dòng tiền thuộc về doanh nghiệp và so sánh PE). Giá mục tiêu bình được tìm ra là **121.000 đ/cổ**. Khuyến nghị của chúng tôi là mua và nắm giữ tới giá mục tiêu và mua để hưởng mức lợi nhuận tốt từ kết quả kinh doanh quý III và IV của doanh nghiệp.

Những điểm sáng

Triển vọng kinh doanh: Thị trường Việt Nam còn rất nhiều tiềm năng phát triển cho ngành bánh kẹo. **Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình hàng năm của KDC 22%** sẽ là một lợi thế rất lớn giúp KDC phát huy được mọi thế mạnh trong cạnh tranh trong thời gian tới.

Đầu tư xây dựng các nhà máy chuyên kinh doanh thực phẩm và đầu tư vào các dây chuyền công nghệ hiện đại bậc nhất trong ngành bánh kẹo tạo điều kiện cho KDC chủ động được nguồn cung nguyên vật liệu trong thời gian tới đồng thời cung cấp cho khách hàng những sản phẩm có mẫu mã, chất lượng với giá cả hợp lý.

Các dự án bất động sản đầy triển vọng không chỉ làm tăng giá trị tổng tài sản mà còn góp phần vào sự tăng trưởng mạnh về lợi nhuận của KDC.

Quản lý chi phí sản xuất tốt cũng là một thế mạnh của KDC: Việc quản lý chi phí tốt sẽ giúp KDC hạn chế được nhiều rủi ro từ việc biến động chi phí nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất.

Thông tin quan trọng

Những điểm tối

Chi phí tài chính tăng đột biến trong năm 2008 do khoản trích lập dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn đã kéo lợi nhuận của doanh nghiệp về con số âm. Rủi ro của các khoản đầu tư tài chính là khá lớn, tuy nhiên, rủi ro này có thể được khắc phục khi thị trường tài chính đang có những dấu hiệu hồi phục.

Tỷ suất lợi nhuận/vốn chủ sở hữu và tỷ suất lợi nhuận/tổng tài sản âm năm 2008 là nguyên nhân làm giảm tính hấp dẫn của cổ phiếu KDC trong năm 2008. Tuy nhiên, những con số của chúng tôi lại cho thấy hoạt động kinh doanh đã được cải thiện đáng kể trong 6 tháng đầu năm 2009.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của KDC âm năm 2007 khi lợi nhuận vẫn tăng trưởng dương: một chút quan ngại trong những con số thống kê cho thấy doanh nghiệp đã nỗ lực tăng doanh thu bán hàng bằng mọi cách thông qua việc gia tăng khoản phải thu. Điểm đáng quan tâm là tình hình này đã được cải thiện ngay trong năm 2008 và 6 tháng đầu năm 2009.

Tính thanh khoản của cổ phiếu KDC trên thị trường chưa cao. Giao dịch của cổ phiếu cũng mang tính chất mùa vụ giống như tính chất mùa vụ trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Đánh giá rủi ro kinh doanh

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

Đánh giá của chúng tôi dựa trên cân nhắc về biến động thị trường đối với lĩnh vực kinh doanh và sản phẩm của công ty.

Đánh giá rủi ro thanh khoản

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc giá trị giao dịch trung bình thường xuyên trong quan hệ với mức vốn hóa trên thị trường.

Đánh giá rủi ro biến động giá

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc sự biến động giá của chính cổ phiếu này và trong mối quan hệ với chỉ số thị trường.

Số liệu tài chính

	Doanh thu (tỷ đồng)			
	QI	QII	QIII	QIV
2009E	257	275	-	-
2008	255.2	260.3	538.5	386.5
2007	226.7	233.4	538.6	372.2
2006	165.6	182.1	379.3	281.7
2005	NA	NA	NA	NA

	Lợi nhuận (tỷ đồng)			
	QI	QII	QIII	QIV
2009E	21.4	84.8	-	-
2008	53	18.4	69.8	1.1
2007	48.4	24.6	71.7	75.7
2006	18.8	14.5	92.5	34.6
2005	NA	NA	NA	NA

	Chỉ tiêu khác			
	Margin	ROA	ROE	DIV
2009E	25.97%	2.83%	3.83%	-
2008	25.4%	-2.04%	-2.87%	-
2007	26.61%	7.25%	8.99%	18%
2006	28.18%	18.16%	29.05%	18%
2005	28.8%	13.82%	21.07%	18%

	EPS	P/E	PEG	P/B
2009E	5.940	-	0.30	-
2008	(1.42)	-21.1	-1.29	49.51
2007	4.74	NA	0.38	52.66
2006	5.67	NA	0.32	19.52
2005	4.34	NA	0.42	20.58

	TTS	VCSH	VØL	EVA
2009E	3.241	2.233	571.1	
2008	2.983	2.147	571.1	
2007	3.067	2.447	469.9	
2006	936.3	579.5	299.9	
2005	327.5	118.6	NA	34.9



Tên công ty: Công ty Cổ phần Kinh Đô
Tên tiếng Anh: Kinh Do Corporation
Trụ sở chính: Số 6/134 Quốc lộ 13, Phường Hiệp
Bình Phước, Quận Thủ Đức, TP. HCM
Website: www.kinhdofood.com

Ngành nghề kinh doanh chính:

- ✚ Chế biến nông sản thực phẩm;
- ✚ Sản xuất bánh kẹo, nước uống tinh khiết và nước ép trái cây;
- ✚ Mua bán nông sản, thực phẩm
- ✚ Dịch vụ thương mại;
- ✚ Đại lý mua bán, ký gửi hàng hóa;
- ✚ Dịch vụ quảng cáo.

Một số dòng sản phẩm chính

- ✚ Crackers với sản phẩm chủ lực AFC với thị phần ước tính khoảng 50%
- ✚ Bánh Trung thu Kinh Đô
- ✚ Cookies: Korento
- ✚ Bun: Bánh mì tươi Aloha, bánh mì cao cấp Scotti, Sandwich
- ✚ Snack: Slide, sachi
- ✚ Cake: Cup cake, Swiss roll, Layer cake
- ✚ Bánh Quế và Candies

BỒ CỤC BÁO CÁO

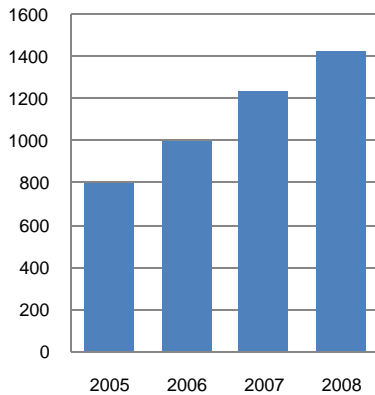
PHẦN 1: TÌNH HÌNH HIỆN TẠI

1. Doanh thuX
2. Lợi nhuậnX
3. Các yếu tố chi phí.....X
4. Sức khỏe của doanh nghiệpX
5. Chỉ tiêu tài chínhX
6. Hoạt động Đầu tưX
7. Quản trị doanh nghiệp.....X
9. Triển vọng ngành và triển vọng công ty.....X
10. Đánh giá công ty qua mô hình SWOT.....X

PHẦN HAI: ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

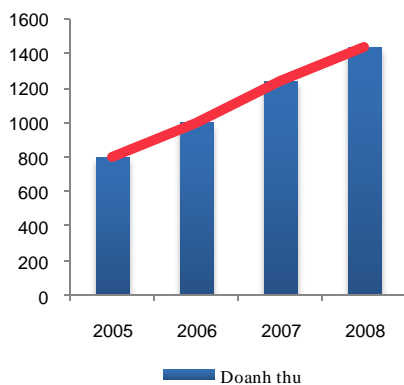
1. Giả định.....X
2. Các mô hình định giá.....X

Đồ thị 1: Doanh thu



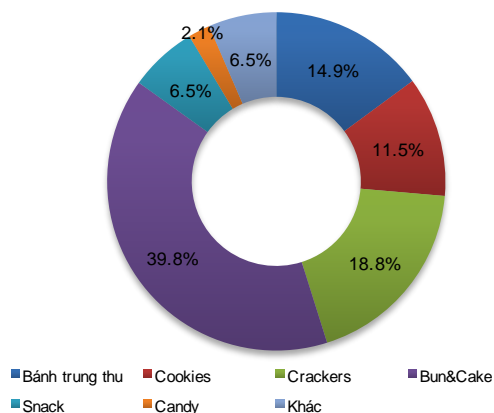
Nguồn: BCTC KDC, TSC tổng hợp

Đồ thị 2: Tăng trưởng doanh thu



Nguồn: BCTC KDC, TSC tổng hợp

Đồ thị 3: Cơ cấu doanh thu năm 2008



Nguồn: BCTC KDC, TSC tổng hợp

PHẦN I: TÌNH HÌNH HIỆN TẠI

Doanh thu

Bảng 1 – Tăng trưởng doanh thu

Đơn vị: tỷ đồng

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008	II/2009
Doanh thu	798.8	998.2	1238.3	1.431.4	275
Tăng trưởng	-	24.96%	24.06%	15.59%	5.6%

Nguồn: BCTC KDC

Giai đoạn 2005-2008, KDC đạt được sự tăng trưởng khá bền vững về mặt doanh thu với tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình khoảng 22%/năm. Doanh thu của KDC phần lớn được đóng góp từ hoạt động sản xuất kinh doanh bánh kẹo với những thương hiệu nổi tiếng như bánh Trung thu cao cấp Kinh Đô, bánh mỳ Kinh Đô, AFC.

Doanh thu tại thị trường nội địa chiếm hơn 90% tổng doanh thu của KDC, doanh thu xuất khẩu chiếm 10%. Thị phần của KDC trên thị trường nội địa ước tính khoảng 30% trong năm 2008 và hiện KDC được coi là doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo cao cấp lớn nhất Việt Nam.

Cơ cấu doanh thu

Bảng 2 – Cơ cấu doanh thu 2007-2008

Đơn vị: tỷ đồng

Đv: Triệu đồng	2007	2008
Bánh trung thu	173.4	216.7
Cookies	123.8	167.2
Crackers	260.0	273.0
Bun&Cake	470.6	578.8
Snack	86.7	94.4
Candy	37.2	30.5
Khác	86.6	94.6

Nguồn: KDC

Kinh Đô cung cấp ra thị trường với hơn 400 mẫu sản phẩm với đủ chủng loại, mẫu mã, chất lượng, giá cả và quy cách khác nhau. Các dòng sản phẩm chính là Cracker, bánh Bông Lan, bánh mỳ công nghiệp, Snack và bánh Trung thu.

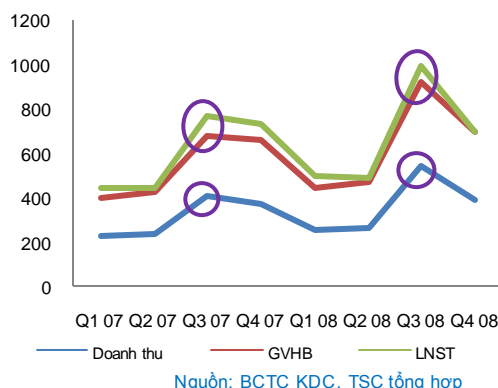
Năm 2008 chứng kiến sự tăng trưởng về doanh thu vượt bậc của ngành **Bun, Cake, Cookies và bánh Trung thu Kinh Đô**. Năm 2008 KDC sản xuất được 1.500 tấn bánh Trung thu Kinh Đô – đạt mức kế hoạch đề ra. Mặc dù, giá nguyên vật liệu tăng 40% do tác động của khủng hoảng và lạm phát, với thương hiệu mạnh cùng chất lượng, mẫu mã sản phẩm được cải thiện, doanh thu sản phẩm bánh Trung thu Kinh Đô vẫn tăng 25%, đóng góp hơn 40% tổng doanh thu Quý II/2008.

Cake (Cup cake, Swiss roll, Layer cake) là ngành tiếp theo chiếm tỷ lệ tăng trưởng doanh thu khá cao là 29% nguyên nhân do sản phẩm được người tiêu dùng đón nhận là sản phẩm có chất lượng vượt trội, đáp ứng tốt nhu cầu thưởng thức của người tiêu dùng. **Bun** cũng là sản phẩm chiến lược của Kinh Đô với tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 13-15%/năm.

Snack và Crackers vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng 9% và 5% do đáp ứng được thị hiếu của giới trẻ. Riêng doanh thu kẹo giảm 18% do cạnh tranh của các doanh nghiệp trong ngành, kẹo nhập ngoại và kẹo nhập lậu từ các nước trong khu vực.

Căn cứ vào tình hình thực tế và nhu cầu của thị trường, chúng tôi dự đoán KDC vẫn duy trì được sự tăng trưởng của các nhóm ngành bánh trung thu, Cookies, Bun và cake trong các năm sau và có nhiều cơ hội để thúc đẩy tốc độ tăng trưởng của doanh thu trên cơ sở phát huy các lợi thế sẵn có và đưa ra những sản phẩm mới có ưu thế cạnh tranh nổi trội.

Đồ thị 4: Tính chất mùa vụ



Tính chất mùa vụ

Là doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo, doanh thu của KDC tương đối phụ thuộc vào các mùa vụ trong năm. Tính chất mùa vụ được thể hiện rõ trong cơ cấu doanh thu của KDC khi doanh thu thường đột biến vào các tháng quý III và quý IV do quý III là dịp trung thu và quý IV trùng với Tết cổ truyền của dân tộc. Trong giai đoạn này nhu cầu về các sản phẩm bánh kẹo thường cao hơn so với các giai đoạn khác do phong tục tập quán của người dân Việt Nam. Quý III năm 2008, doanh thu tăng 107% so với quý II. Doanh thu thấp nhất thường vào quý II khi ít có sự kiện chú ý trong các dịp lễ, tết.

Khách hàng & Doanh thu

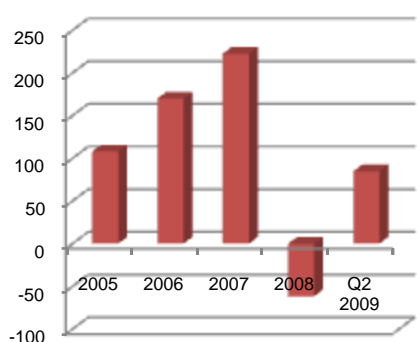
Trong những năm qua, Kinh Đô đã khẳng định được thương hiệu và vị trí của mình trên thị trường nội địa rộng lớn với dân số hơn 80 triệu người. Sản phẩm của Kinh Đô được đồng bào người tiêu dùng trên khắp các tỉnh thành trong cả nước biết đến. Thị trường xuất khẩu chính của KDC là thị trường Mỹ, Pháp, Đức, Nhật, Đài Loan, Úc, Singapore, Malaysia và một số nước châu Phi. Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực là bánh Trung thu, Cookies, Cracker. Trong giai đoạn tới, chiến lược của Kinh Đô là tập trung vào phân khúc khách hàng lớn, mở rộng kênh tiêu thụ và thâm nhập vào các thị trường mới.

Hệ thống phân phối

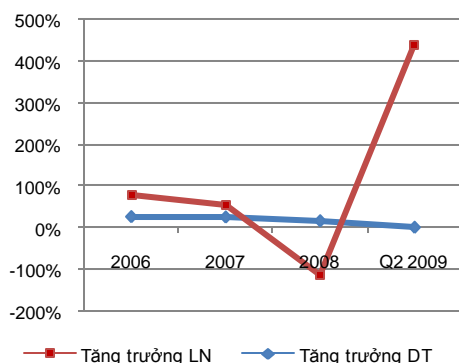
Mạng lưới phân phối và bán hàng rộng khắp của Kinh Đô là yếu tố quan trọng thúc đẩy sự tăng trưởng doanh thu của KDC trong những năm qua. Hiện nay, sản phẩm của Kinh Đô đến tay với khách hàng qua hệ thống phân phối với hơn 200 nhà phân phối, gần 40 Kinh Đô Bakery và 65.000 điểm bán lẻ. Hệ thống phân phối tốt, được điều hành bài bản sẽ là chất xúc tác cho việc tăng trưởng doanh thu sau này.

Theo đánh giá của chúng tôi, cơ cấu doanh thu của KDC rất khả quan do công ty chú trọng vào việc phát triển những sản phẩm thuộc thế mạnh của mình dựa trên nhu cầu của khách hàng và căn cứ vào những nghiên cứu tiềm năng của thị trường. Việc KDC đầu tư xây dựng nhà máy Kinh Đô Bình Dương, công ty CP Nước giải khát Sài Gòn, đầu tư vào cổ phiếu công ty Mía Đường Bourbon Tây Ninh và một số công ty chế biến & cung cấp thực phẩm có uy tín tại thị trường nội địa thể hiện chiến lược phát triển sản xuất của doanh nghiệp: tự chủ về nguồn nguyên liệu đầu vào khi nguồn cung nguyên liệu trên thế giới tương đối biến động mạnh, đa dạng hóa ngành hàng cung cấp và phát huy thế mạnh của mình. Tuy nhiên, cạnh tranh trên thị trường bánh kẹo trong thời gian tới sẽ trở nên mạnh mẽ hơn do đó, doanh nghiệp cần có những chiến lược phù hợp để phát huy, thay đổi và đưa ra những sản phẩm mới mang tính cạnh tranh nổi trội hơn nữa để tiếp tục khẳng định vị thế doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sản xuất bánh kẹo.

Đồ thị 5: Lợi nhuận sau thuế 2005-2009



Đồ thị 6: Lợi nhuận & Doanh thu



Lợi nhuận

Bảng 3 – LNST 2005-2009

Đơn vị: tỷ đồng

Năm	2005	2006	2007	2008	Q2 2009
LNST	108	170	222.5	-61.6	84.8
% tăng trưởng		57.41%	30.88%	-127.69%	440.13%

Nguồn: BCTC KDC

Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của KDC có xu hướng giảm sút giai đoạn 2006-2008. Theo chúng tôi quan sát, khoản lợi nhuận sau thuế giảm không phải là kết quả của hoạt động sản xuất kinh doanh yếu kém và cũng không có nguyên nhân từ việc quản lý chi phí sản xuất kinh doanh kém hiệu quả. Khoản lỗ trong năm 2008 là hệ quả của chi quá trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư ngắn hạn khá lớn. Tuy nhiên, theo chúng tôi nhận định, là một kinh nghiệm đã tham gia vào thị trường tài chính từ khá sớm, từ năm 2009, KDC hạn chế được những phát sinh đột biến như thế này. Thực tế đã chứng minh rằng trong quý II năm 2009, lợi nhuận sau thuế đạt 84.8 tỷ đồng, gấp 440% so với cùng kỳ năm trước. Đóng góp chủ yếu vào lợi nhuận của quý II là khoản thu về từ hoạt động đầu tư tài chính với hơn 66 tỷ đồng.

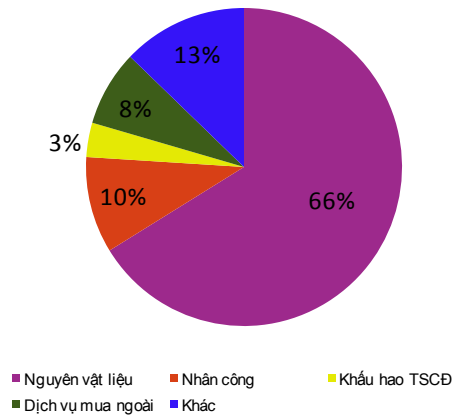
Quan hệ giữa lợi nhuận và doanh thu

Chúng tôi quan sát thấy có sự phân kỳ giữa lợi nhuận và doanh thu của KDC. Tốc độ tăng của lợi nhuận có xu hướng không đi cùng chiều với tốc độ tăng về doanh thu. Lý giải cho nguyên nhân này, theo chúng tôi, tuy là công ty chuyên sản xuất kinh doanh bánh kẹo, nông sản thực phẩm, nước ép trái cây, Kinh Đô còn tham gia đầu tư vào thị trường tài chính và bất động sản. Theo đó, việc doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn duy trì mức tăng trung bình 22%/năm sẽ không đồng nghĩa với tỷ lệ tăng lợi nhuận cùng chiều do hoạt động trên thị trường tài chính và bất động sản có khá nhiều rủi ro và chịu ảnh hưởng lớn hơn từ tình hình kinh tế thế giới và kinh tế vĩ mô trong nước.

Tính đến hết Quý II năm 2009, doanh thu của KDC đạt 532 tỷ bằng 36% kế hoạch năm 2009 (1.474 tỷ đồng), lợi nhuận sau thuế của KDC là 106 tỷ đồng bằng 41.4% kế hoạch lợi nhuận cho năm 2009 là 256 tỷ đồng. Theo chúng tôi dự đoán, cơ hội để Kinh Đô để Kinh Đô đạt được kế hoạch đề ra do mùa Trung thu và tết Âm lịch sắp tới và thị trường tài chính, bất động sản có đang ấm lên trong 2 quý cuối năm.

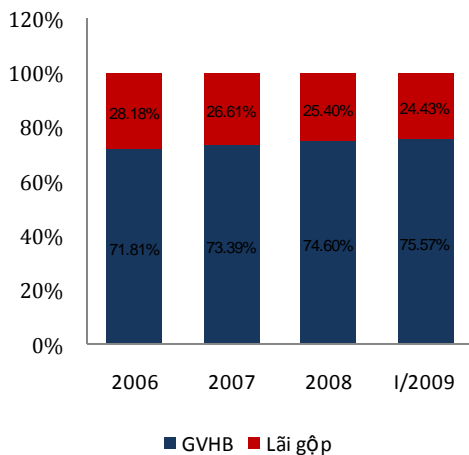
Nguồn: BCTC KDC, TSC tổng hợp

Đồ thị 7: Chi phí sản xuất



Nguồn: BCTC KDC, TSC tổng hợp

Đồ thị 8: Giá vốn hàng bán



Nguồn: BCTC KDC, TSC tổng hợp

Các yếu tố chi phí

Chi phí sản xuất

Với kinh nghiệm 15 năm hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh và sản xuất bánh kẹo, chúng tôi đánh giá Kinh Đô quản lý khá tốt các chi phí sản xuất của mình và cơ cấu chi phí sản xuất của KDC tương đối ổn định. Chi phí sản xuất tăng gắn liền với hoạt động mở rộng sản xuất và điều này đã phản ánh rõ nét trong sự tăng trưởng về doanh thu. Rất tiếc là chúng tôi chưa tìm được nguồn tài liệu nào cho thấy chi phí sản xuất của năm 2008, tuy nhiên qua theo dõi sự biến động chi phí các năm 2005-2007, chúng tôi tin KDC sẽ khó có một sự đột biến về chi phí sản xuất giai đoạn 2008-2009.

Bảng 4: Chi phí sản xuất 2005-2007

Đơn vị: tỷ đồng

(tỷ đồng)	2005	2006	2007
Nguyên vật liệu	450	572.9	712.8
Nhân công	77.4	101.2	106.2
Khấu hao TSCĐ	31.1	34.5	37.8
Dịch vụ mua ngoài	55.6	65.4	83.3
Khác	10.8	92.3	137.4

Nguồn: BCTC KDC

Chi phí nguyên vật liệu thường chiếm 66-72% giá vốn hàng bán. Nguyên vật liệu đầu vào chính cho sản xuất của KDC chủ yếu là sữa, bơ, đường, bột mỳ. Trong đó, toàn bộ nguồn nguyên liệu sữa được KDC chọn lọc từ nhà sản xuất có uy tín của Việt Nam và nhập khẩu phần lớn từ các nước Pháp, Úc, New Zealand, Thái Lan ... Trong năm 2008, sự kiện sữa nhiễm Melamine tuy không có tác động nhiều đến doanh thu của công ty do KDC đã chủ động gửi mẫu sữa đến Trung tâm dịch vụ Phân tích Thí nghiệm (Sở KH&CN TP. HCM) để kiểm tra và kết quả kiểm nghiệm cho thấy các mẫu sữa của Kinh Đô không nhiễm Melamine nhưng đây cũng là một bài học quý giá đối với doanh nghiệp trong việc lựa chọn các nguồn cung cấp nguyên liệu đầu vào cho mình. Thực tế đã chứng minh rằng KDC đã đang đi đúng hướng. Bên cạnh đó, hiện KDC đang là đối tác chiến lược của một số công ty thực phẩm và cung cấp nguyên liệu hàng đầu Việt Nam như Nutifood, Vinabico hay Mía đường Bourbon Tây Ninh. Điều này sẽ giúp KDC có thể tránh được nhiều rủi ro biến động nguồn cung nguyên liệu trong tương lai.

Dự đoán biến động về nguyên vật liệu – đặc biệt là 2 nguyên liệu chính cho sản xuất của KDC là sữa và đường - vẫn tiếp tục xảy ra trong giai đoạn cuối năm 2009 và 2010. Cơn sốt giá sữa nhập ngoại trong thời gian vừa qua và việc Bộ Tài Chính đề nghị điều chỉnh tăng thuế nhập khẩu với sữa bột nguyên liệu đã khiến người tiêu dùng lo ngại về việc tăng giá sữa nhập khẩu sẽ chuyển thành tăng giá thành sản phẩm. Bên cạnh đó, dự đoán nguồn cung đường sẽ thiếu hụt vào năm 2010 sẽ ảnh hưởng nhiều đến biến động giá đường trên thế giới. Theo đó, KDC cần có những biện pháp chủ động đối phó để đảm bảo nguồn nguyên vật liệu sản xuất và bình ổn giá cả.

Giá vốn hàng bán

Những thống kê của chúng tôi cho thấy tỷ trọng giá vốn có xu hướng tăng dần qua các năm đã tỷ lệ nghịch với sự tăng trưởng của lợi nhuận gộp. Nguyên nhân giá vốn hàng bán có xu hướng tăng là do giá nguyên vật liệu biến động khá mạnh trong thời gian qua, đặc biệt từ nửa cuối năm 2007 trở lại đây. Hi vọng về việc giá các nguyên liệu đầu vào cho sản xuất của Kinh Đô giảm trong tương lai là điều khó có thể xảy ra, theo đó, Kinh Đô cần nghiên cứu chiến lược chuyển từ nhập khẩu các nguyên liệu sản xuất từ nước ngoài sang lựa chọn những nhà cung cấp nội địa nhưng chất lượng vẫn đảm bảo.

Chi phí tài chính

Bảng 5: Chi phí tài chính 2007-2008

Đơn vị: tỷ đồng

Đơn vị: ngàn đồng	2007	2008
Dự phòng giảm giá đầu tư	4,931,795	244,947,822
Lãi tiền vay	30,480,736	52,363,765
Lỗ do thanh lý các khoản đầu tư	7,208,968	8,603,421
Lỗ chênh lệch tỷ giá	457,872	6,656,655
Chi phí tài chính	1,229,322	807,269
Tổng	44.308.693	313.378.932

Nguồn: BCTC KDC

Những con số trên cho thấy chi phí tài chính tăng rất mạnh lên 711% – vào năm 2008 đã góp phần làm cho lợi nhuận của KDC giảm mạnh so với năm 2007. Nguyên nhân chính là do khoản chi phí dự phòng giảm giá đầu tư tăng từ 4 tỷ năm 2007 lên 244 tỷ năm 2008. Câu chuyện về trích lập dự phòng sẽ được chúng tôi đề cập chi tiết hơn trong phần hoạt động đầu tư dưới đây.

Lãi tiền vay là khoản mục đóng góp lớn thứ hai vào chi phí tài chính với tốc độ tăng là 173% năm 2008. Năm 2008, KDC phải vay thêm 242 tỷ đồng trong đó khoản vay dài hạn chiếm 19%, còn lại là vay ngắn hạn. Điều này cho thấy hoạt động sản xuất kinh doanh chưa tạo ra đủ dòng tiền để có thể trang trải nhu cầu vốn lưu động nên công ty phải sử dụng vốn vay để bù đắp sự thiếu hụt này. Giá trị tuyệt đối của các khoản vay tăng cùng với khoản lãi suất cho các khoản vay ngắn hạn khá cao dao động trong mức từ 12.75% - 18.96% đã làm cho tổng lãi vay tăng từ 30 tỷ năm 2007 lên 52 tỷ năm 2008.

Chi phí bán hàng

Chi phí bán hàng của KDC gồm các khoản trả hoa hồng cho các nhà phân phối, đại lý bán hàng, những người thanh toán trước tiền hàng và có doanh thu bán hàng cao, chi phí phát triển thương hiệu. Chi phí này trung bình thường chiếm 8-9% doanh thu. Năm 2008, chi phí bán hàng là 133 tỷ, chiếm 9.15% tổng doanh thu. Chi phí bán hàng có xu hướng tăng giai đoạn 2006-2008 từ 7.64% doanh thu năm 2006, 7.71% doanh thu năm 2007 và 9.15% doanh thu năm 2008. Qua trao đổi với doanh nghiệp, sở dĩ chi phí bán hàng tăng do doanh nghiệp tăng chi phí đầu tư cho hoạt động phát triển thương hiệu và khoản trả hoa hồng cho các đại lý phân phối cũng gia tăng cùng với việc mở rộng hệ thống phân phối. So với các doanh nghiệp cùng ngành, mức chi phí bán hàng của KDC là hợp lý.

Chi phí quản lý doanh nghiệp

Chi phí quản lý doanh nghiệp của Kinh Đô duy trì ở mức 6-8% doanh thu. Chi phí quản lý doanh nghiệp của Kinh Đô tăng mạnh từ 72 tỷ năm 2007 lên 121 tỷ năm 2008, nguyên nhân là do năm 2008 Kinh Đô đưa vào hoạt động nhà máy Kinh Đô Bình Dương với hơn 2.000 công nhân viên. Theo chúng tôi, từ những năm sau khi nhà máy này đi vào hoạt động ổn định, chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ duy trì khoảng 6-7% doanh thu.

Theo đánh giá của chúng tôi, ngoại trừ khoản đột biến trong chi phí tài chính năm 2008, cơ cấu chi phí của Kinh Đô gần như không có điểm gì gây ra quan ngại lớn cho các nhà đầu tư. Các chi phí vẫn nằm trong tầm kiểm soát của doanh nghiệp, tuy nhiên, chúng tôi tin rằng, Kinh Đô sẽ có thêm nhiều kinh nghiệm cho mình trong việc hạn chế những khoản đột biến như đã xảy ra trong năm 2008 vừa qua.

Sức khỏe của doanh nghiệp

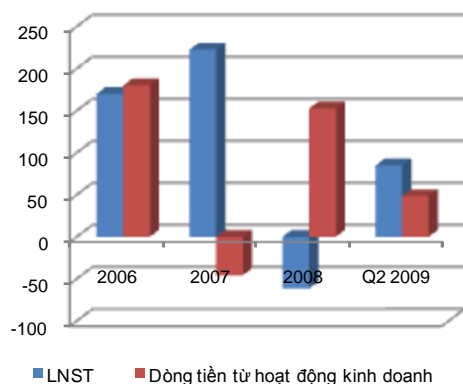
Khoản phải thu: Khi bóc tách chi tiết hơn các khoản phải thu, chúng tôi thấy có dấu hiệu ngược chiều giữa khoản phải thu của khách hàng và trả trước cho người bán trong giai đoạn 2007-2008. Năm 2008, các khoản phải thu từ khách hàng tăng 24.6% trong khi khoản mục trả trước cho người bán lại giảm 34%. Bên cạnh đó, Kinh Đô còn bị tồn đọng một số vốn khá lớn trong khoản phải thu khác – trung bình khoảng 300 tỷ. Khoản phải thu của doanh nghiệp liên quan chủ yếu tới các nghiệp vụ mua bán nguyên vật liệu phục vụ sản xuất, tuy nhiên điều đáng quan tâm ở đây là việc mua bán này chủ yếu là hoạt động giữa các công ty trong cùng tập đoàn Kinh Đô với nhau. Theo đó, chúng tôi dự đoán, trong những năm tới khoản phải thu sẽ có xu hướng gia tăng do các doanh nghiệp trong nội bộ tập đoàn sẽ cố gắng tận dụng những thế mạnh và mối quan hệ của mình.

Hàng tồn kho: Hàng tồn kho vẫn có xu hướng gia tăng đều qua các năm, tuy nhiên theo chúng tôi giá trị hàng tồn kho của Kinh Đô không phải là quan ngại lớn khi hàng tồn kho chỉ chiếm 16% giá vốn hàng bán. Trong các năm từ 2006 trở lại đây, Kinh Đô luôn duy trì mức trích dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Đây là việc làm cần thiết khi giá nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất của KDC liên tục có những biến động mạnh trong thời gian vừa qua.

Dòng tiền và chất lượng lợi nhuận: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh là chỉ số các nhà đầu tư rất quan tâm khi đầu tư vào một cổ phiếu. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh được tính toán trên cơ sở liên hệ mật thiết với tăng/giảm của khoản phải thu, tăng/giảm hàng tồn kho và tăng giảm khoản phải trả của doanh nghiệp.

Dòng tiền bị âm trong năm 2007. Có một đôi chút băn khoăn của chúng tôi về việc liệu khoản phải thu năm 2007 tăng đột biến lên 560 tỷ có phải là cách doanh nghiệp sử dụng để tăng doanh thu lên bằng mọi giá. Có lẽ điều này chưa phải là quan ngại quá lớn khi dòng tiền lại tăng thành con số dương trong năm 2008 trong khi khoản phải thu lại giảm đi đáng kể. Chúng tôi đánh giá đây là một nỗ lực lớn của Kinh Đô trong việc cải thiện chất lượng dòng tiền của mình. Tuy nhiên, chúng ta cần quan sát thêm khả năng quản lý dòng tiền của doanh nghiệp để có những quyết định đầu tư đúng đắn trong tương lai.

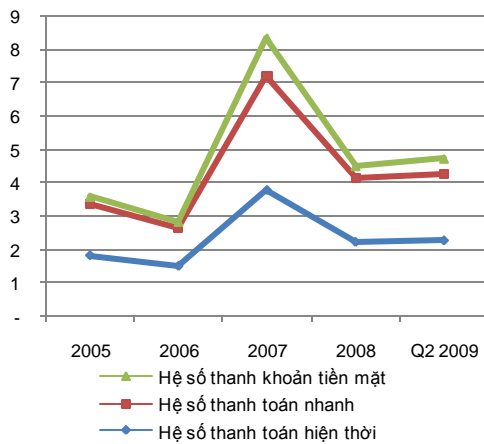
Đồ thị 9: Dòng tiền & Lợi nhuận



Nguồn: BCTC KDC, TSC tổng hợp

Đồ thị 10: Hệ số thanh toán

Nguồn: BCTC KDC, TSC tổng hợp



Các chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu tài chính của doanh nghiệp là một chỉ số mà các nhà đầu tư rất quan tâm do các chỉ tiêu này phản ánh cụ thể tình hình sức khỏe của doanh nghiệp, đặc biệt đối với doanh nghiệp sản xuất kinh doanh mà hoạt động đầu tư được mở rộng như Kinh Đô.

Hệ số thanh toán

Bảng 6: Chỉ tiêu thanh toán

Chỉ tiêu thanh toán	2005	2006	2007	2008	Q2 2009
Hệ số thanh toán hiện thời	1.83	1.52	3.75	2.22	2.27
Hệ số thanh toán nhanh	1.51	1.12	3.46	1.95	2.02
Hệ số thanh khoản tiền mặt	0.22	0.17	1.13	0.31	0.42

Nguồn: BCTC KDC

Hệ số thanh toán cho biết khả năng ứng phó với các khoản nợ ngắn hạn bằng cách sử dụng tài sản ngắn hạn của mỗi công ty. Hệ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán nhanh sau khi đã loại bỏ sự tham gia của hàng tồn kho của Kinh Đô đều lớn hơn 1 giai đoạn 2005-2009. Điều này cho thấy nếu KDC bán toàn bộ tài sản ngắn hạn hiện có thì KDC có thể thanh toán được ít nhất 1 lần số nợ ngắn hạn.

Hệ số thanh toán

Bảng 7: So sánh hệ số thanh toán với DN cùng ngành

Chỉ tiêu	2006				2007				2008			
	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC
Hệ số thanh toán hiện thời	1.72	1.52	2.77	1.56	1.07	3.75	1.27	1.56	0.62	2.22	3.98	1.77
Hệ số thanh toán nhanh	1.12	1.12	1.64	0.74	0.89	3.46	0.65	0.72	0.44	1.95	3.12	0.70
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.41	0.17	0.40	0.25	0.76	1.13	0.32	0.36	0.20	0.31	0.30	0.33

Nguồn: BCTC KDC, NKD, BBC, HHC – TSC tổng hợp

Các chỉ số thanh toán hiện thời và nhanh của KDC được cải thiện và duy trì ở mức khá tốt (lớn hơn 1.5 lần) so với các doanh nghiệp trong ngành đặc biệt giai đoạn 2007-2008. Riêng trong năm 2008, sở dĩ hệ số thanh toán của KDC lại thấp hơn so với BBC là do quy mô hoạt động khác nhau, tạo ra sự khác biệt khá lớn về hệ số tuyệt đối giữa tài sản lưu động & đầu tư ngắn hạn với khoản nợ ngắn hạn của KDC và BBC. (Tài sản lưu động của KDC là 1.474 tỷ/nợ ngắn hạn: 663 tỷ đồng; con số tương ứng của BBC là 402 tỷ và 111 tỷ đồng). Theo chúng tôi, so với mặt bằng chung của các doanh nghiệp trong ngành, hệ số thanh toán nhanh của Kinh Đô là tốt nhất khi số vốn tồn lại trong hàng tồn kho qua các năm khá cao – (trung bình là khoảng 120 tỷ giai đoạn 2005-2008 – con số cao nhất so với các doanh nghiệp trong ngành). Hệ số thanh toán tiền mặt cũng luôn duy trì ở mức cao nhất so với doanh nghiệp trong ngành. Điều này chứng tỏ doanh nghiệp vừa có khả năng ứng phó với các khoản nợ ngắn hạn tốt trong khi vẫn duy trì hàng tồn kho đảm bảo cho sản xuất.

Hệ số hoạt động

Bảng 8: Hệ số hoạt động

Hệ số	2005	2006	2007	2008	Q2 2009
Số vòng quay khoản phải thu	3.70	5.08	2.21	2.97	0.50
Số vòng quay hàng tồn kho	8.62	5.95	6.67	5.98	1.32
Số vòng quay TSCĐ	3.51	3.87	2.58	1.94	0.37
Số vòng quay tổng tài sản	1.02	1.07	0.40	0.49	0.09

Nguồn: BCTC KDC

Khoản phải thu

Vòng quay khoản phải thu thể hiện hiệu quả của chính sách tín dụng mà doanh nghiệp áp dụng với những bạn hàng của mình. Hệ số vòng quay khoản phải thu càng lớn chứng tỏ tốc độ thu hồi nợ của doanh nghiệp càng nhanh, khả năng chuyển đổi từ nợ sang tiền mặt phục vụ sản xuất kinh doanh càng nhanh. Hệ số khoản phải thu của Kinh Đô có xu hướng giảm giai đoạn 2005-2007, trong đó các khoản phải thu từ khách hàng có xu hướng tăng mạnh từ 37 tỷ năm 2006 lên 77 tỷ năm 2007 và 96 tỷ 2009 và các khoản phải thu khác cũng tăng mạnh từ 46 tỷ năm 2006 lên trung bình hơn 300 tỷ giai đoạn 2007-2008. Điều đặc biệt phần lớn các bạn hàng của Kinh Đô đều là các công ty trong nội bộ tập đoàn Kinh Đô như Tribeco, Kinh Đô miền Bắc, Kido hay công ty Thực phẩm Kinh Đô Sài Gòn. Nghiệp vụ chủ yếu giữa Kinh Đô và các bạn hàng của mình là mua bán thành phẩm, nguyên vật liệu, công cụ phục vụ sản xuất. Việc áp dụng chính sách tín dụng mở rộng hơn đối với các doanh nghiệp trong nội bộ tập đoàn là điều hoàn toàn dễ hiểu, tuy nhiên, đối với một doanh nghiệp mà khoản phải thu thường chiếm trung bình hơn 30% tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn thì việc chậm thu hồi công nợ sẽ ảnh hưởng nhiều tới việc xoay vòng vốn lưu động của doanh nghiệp.

Tận dụng các mối quan hệ nội ngành cho hoạt động phát triển kinh doanh là một chiến lược đúng đắn của Kinh Đô, tuy nhiên, doanh nghiệp cũng cần có chính sách hợp lý để tăng cường khả năng thu hồi công nợ từ các bạn hàng nội ngành của mình.

Phương pháp quản lý hàng tồn kho hiệu quả đã giúp KDC luôn duy trì được doanh thu cao trong thời kỳ giá nguyên vật liệu liên tục biến động.

Hàng tồn kho

Vòng quay hàng tồn kho duy trì ở mức khá cao so với các doanh nghiệp trong ngành trong các năm qua. Các con số của chúng tôi cho thấy trung bình một năm, Kinh Đô quay được 6 vòng hàng tồn kho, hàng tồn kho các được quay vòng nhanh, vốn lưu kho càng thấp, khả năng đẩy mạnh sản xuất kinh doanh càng nhanh.

Hàng tồn kho của Kinh Đô chủ yếu là nguyên vật liệu, chiếm khoảng 70%. Nguyên vật liệu - chủ yếu là sữa, bơ, đường – dễ có những biến động mạnh về giá theo thị trường, theo đó, việc KDC luôn duy trì một tỷ lệ hàng tồn kho khoảng 16% giá vốn hàng bán là mức có thể chấp nhận được để đối phó và hạn chế với sự biến động mạnh như sự biến động giá nguyên liệu sữa nhập khẩu giai đoạn 2007-2008 vừa qua.

Hiệu quả hoạt động

Bảng 9: So sánh hệ số thanh toán với DN cùng ngành

Chỉ tiêu	2006				2007				2008			
	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC
Vòng quay khoản phải thu	9.4	5.1	10.34	9.16	21.3	2.2	15.07	13.96	11.9	2.97	6.73	16.60
Vòng quay hàng tồn kho	7.5	6.0	3.99	4.33	6.9	6.7	3.86	4.64	8.7	5.98	4.85	4.53
Vòng quay tài sản cố định	2.02	3.87	5.31	7.74	2.5	2.58	3.06	4.27	1.18	1.94	3.13	5.59

Nguồn: BCTC KDC, NKD, BBC, HHC – TSC tổng hợp

Chỉ tiêu vòng quay khoản phải thu của Kinh Đô là kém hiệu quả hơn các doanh nghiệp cùng ngành. Từ 2006-2008, số vòng quay khoản phải thu luôn ở mức thấp nhất so với NKD, BBC và HHC. Tuy hiệu quả của hệ số này không hoàn toàn đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tuy nhiên doanh nghiệp cần cố gắng để cải thiện hệ số này nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

So với BBC và HHC, KDC và NKD là hai doanh nghiệp quản lý hàng tồn kho hiệu quả với số vòng quay luôn duy trì ở mức cao hơn trong những năm qua. Theo đó, KDC cần cố gắng duy trì lợi thế này của mình khi giá nguyên vật liệu vẫn biến động mạnh mà hàng tồn kho thấp, doanh thu tăng.

Vòng quay tài sản của KDC, đặc biệt là vòng quay tài sản cố định của KDC có xu hướng giảm dần qua các năm. Riêng về chỉ số này, chúng tôi thấy chưa thể kết luận ngay rằng hiệu quả sử dụng tài sản cố định của KDC là kém hơn so với các doanh nghiệp trong ngành do có sự khác biệt khá lớn giữa doanh thu và đầu tư vào tài sản cố định giữa KDC và BBC, HHC (Năm 2008, doanh thu của KDC là 1.455 tỷ/Tài sản cố định là 749 tỷ; trong khi đó con số tương ứng của BBC là 544 tỷ/173 tỷ, HHC là 416 tỷ/74 tỷ). Tuy nhiên, hiệu quả sử dụng tài sản cố định của KDC cũng chưa cao do một đồng đầu tư vào tài sản cố định để thu về một đồng doanh thu lại có xu hướng giảm qua các năm.

Hệ số đòn bẩy

Bảng 10: So sánh hệ số thanh toán với DN cùng ngành

Chỉ tiêu	2006				2007				2008			
	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.31	0.08	0.02	0.23	0.17	0.05	0.15	0.18	0.11	0.08	0.02	0.24
Nợ dài hạn / Tổng TS	0.19	0.05	0.01	0.10	0.07	0.04	0.08	0.10	0.04	0.05	0.17	0.13
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.34	0.52	0.31	10.60	1.32	0.19	0.68	0.69	1.57	0.30	0.20	0.66
Nợ ngắn hạn / Tổng TS	0.21	0.32	0.23	0.46	0.53	0.15	0.37	0.37	0.58	0.22	0.16	0.35
Tổng nợ / Tổng TS	0.39	0.37	0.25	0.56	0.60	0.19	0.45	0.47	0.62	0.28	0.18	0.47
Tổng nợ / Vốn CSH	0.65	0.60	0.33	1.29	1.50	0.24	0.83	0.87	1.68	0.38	0.22	0.90

Nguồn: BCTC KDC, NKD, BBC, HHC – TSC tổng hợp

Về cơ bản, cơ cấu vốn vay và vốn chủ sở hữu giữa các doanh nghiệp trong cùng ngành bánh kẹo khá cân bằng qua các năm. Các con số chúng tôi tổng hợp được cho thấy Kinh Đô – tuy là một doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhưng lại sử dụng hệ số đòn bẩy tài chính ít. Riêng năm 2008, khoản vay ngắn hạn thêm 196 tỷ và khoản vay dài hạn thêm 46 tỷ đã làm cho các hệ số đòn bẩy tăng lên so với năm 2007 tuy nhiên mức tăng không đáng kể. Theo chúng tôi, giai đoạn 2009-2010, khi KDC hoàn thành việc góp vốn vào các dự án bất động sản, khoản thặng dư vốn sẽ góp phần lớn trong việc giảm hệ số đòn bẩy trong giai đoạn tới.

Hệ số sinh lời

Bảng 11: Hệ số sinh lời 2006-2009

Nguồn: KDC

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	Q2 2009
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	28.18%	26.61%	25.40%	25.97%
Tỷ suất lợi nhuận k.doanh/Doanh thu	13.21%	13.01%	7.88%	4.25%
Tỷ suất lãi ròng/Doanh thu	17.03%	17.97%	-4.24%	30.86%
Tỷ suất lợi nhuận/Tổng tài sản	18.16%	7.25%	-2.07%	2.83%
Tỷ suất lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu	29.05%	8.99%	-2.87%	3.83%

Hệ số sinh lời không được cải thiện mà lại có xu hướng giảm mạnh qua các năm. Với một doanh nghiệp có quy mô lớn về vốn và doanh thu tăng trưởng tốt như KDC thì những con số này lại có ảnh hưởng không tốt tới quyết định lựa chọn cổ phiếu của nhà đầu tư. Năm 2007, số dĩ tỷ suất lợi nhuận/vốn chủ sở hữu giảm mạnh so với năm 2006 là do Kinh Đô tăng vốn sở hữu của mình từ 585 tỷ thành 2.473 tỷ - mức độ mở rộng quy mô khá ấn tượng. Mọi chỉ số đều không tốt trong năm 2007 khi doanh nghiệp chịu khoản lỗ 61 tỷ đồng lợi nhuận. Chúng tôi hi vọng, những bài học và kinh nghiệm về quản lý chi phí tài chính trong quá khứ sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện được tình hình trong năm 2009 nhằm khẳng định lại vị trí của mình trong con mắt của nhà đầu tư.

Phân tích ROE theo mô hình Dupont

Để bóc tách chi tiết hơn những yếu tố tác động lên chỉ số lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) của 2 doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành nghiên cứu theo mô hình Dupont 3 bước. Với mô hình này, một doanh nghiệp có chỉ số ROE cao hơn một doanh nghiệp khác khi và chỉ khi ít nhất một trong ba nguyên nhân sau xảy ra: hoặc là (i) doanh nghiệp sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính hơn hoặc (ii) doanh nghiệp sử dụng tài sản hiệu quả hơn thông qua vòng quay tổng tài sản và hoặc là (iii) doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu lớn hơn.

Bảng 12: ROE theo mô hình Dupont

	2006	2007	2008	Q2 2009
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	1.60	1.24	1.39	1.35
Doanh thu/Tổng tài sản	1.07	0.40	0.49	0.09
Hệ số Lãi ròng/Doanh thu	17.03%	17.97%	-4.24%	30.86%
Lãi ròng/Vốn chủ sở hữu (ROE)	29.05%	8.99%	-2.87%	3.83%

Nguồn: BCTC KDC, TSC tổng hợp

Hệ số tổng tài sản/vốn chủ sở hữu khá cân bằng và có xu hướng giảm qua các năm chứng tỏ doanh nghiệp có xu hướng sử dụng ít đòn bẩy tài chính hơn trong hoạt động của mình. Điều này sẽ giúp doanh nghiệp hạn chế được nhiều rủi ro do những khoản vay nợ khi lãi suất biến động mạnh.

Lãi ròng/doanh thu tương đối ổn định trong 2 năm 2006 và 2007, tuy nhiên khoản lợi nhuận âm trong năm 2008 đã có ảnh hưởng tiêu cực tới hệ số này. Cùng với vòng quay tổng tài sản ít hơn so với các năm trước làm cho ROE của KDC trở nên kém hấp dẫn trong năm 2009.

Tuy vẫn có đôi chút quan ngại nhưng chúng tôi vẫn hi vọng doanh nghiệp sẽ có những cải thiện đáng kể về hệ số ROE trong năm 2009 bởi những kinh nghiệm quý báu về quản lý chi phí cùng với nhiều yếu tố ngoại cảnh như kinh tế thế giới và chính sách kinh tế vĩ mô, thị trường tài chính, thị trường bất động sản trong nước đang dần ấm lên.

Hoạt động đầu tư

Là doanh nghiệp chuyên sản xuất và kinh doanh các mặt hàng lương thực, thực phẩm nhưng hoạt động đầu tư của Kinh Đô tương đối mở rộng. Trong giai đoạn 2005-2009, công ty chú trọng phát triển hoạt động đầu tư của mình trên ba lĩnh vực: đầu tư để nâng cao hiệu quả của hoạt động kinh doanh cốt lõi, đầu tư vào thị trường chứng khoán và các dự án bất động sản.

Nhà máy và dây chuyền sản xuất bánh kẹo

Bảng 12: Nhà máy sản xuất

Năm	Dự án	Tỷ lệ tham gia
2005	Công ty CP Nước giải khát Sài Gòn - Tribeco	
2006	Kinh Đô Bình Dương, vốn điều lệ: 400 tỷ đồng	80%
	Tribeco Bình Dương, vốn điều lệ: 140 tỷ đồng	15%
2007	Nhà máy Tribeco miền Bắc tại Hưng Yên	
2008	Vinabico	51%
	Ký hợp tác liên minh chiến lược toàn diện với công ty CBTP Dinh dưỡng Đồng Tâm (Nutifood)	
	Khánh thành và đưa vào hoạt động nhà máy Tribeco Bình Dương với tổng diện tích 9ha bao gồm các SBU Cookies, SBU Candies, SBU Snack, SBU Cracker, SBU Bun và SBU Cakes hiện đại	

Nguồn: KDC

Bên cạnh việc đầu tư xây dựng các nhà máy có công nghệ sản xuất hiện đại và vượt trội so với nhiều đối thủ cạnh tranh trong ngành, hàng năm KDC còn đầu tư vào rất nhiều dây chuyền sản xuất bánh kẹo cao cấp hiện đại nhất Việt Nam.

Chiến lược đầu tư vào các nhà máy và dây chuyền sản xuất bánh kẹo hiện đại sẽ mang lại cho Kinh Đô nhiều lợi thế cạnh tranh trong thời gian tới với các sản phẩm trên thị trường nội địa cũng như sản phẩm nhập ngoại khi thị trường bánh kẹo được mở cửa

Bảng 13: Dây chuyền sản xuất

Dây chuyền	Nước cung cấp/Giá trị	Công suất
Dây chuyền sản xuất Cracker	Châu Âu – 2 triệu USD	20 tấn/ngày
Dây chuyền sản xuất Cookies	Đan Mạch, Hà Lan, Mỹ - 3 triệu USD	30 tấn/ngày
Dây chuyền bánh Trung thu	Nhật Bản	
Dây chuyền sản xuất bánh mỳ và bánh bông lan	Pháp – 1 triệu USD Italia – 3 triệu US	25 tấn/ngày
Dây chuyền Snack, Quế, Candies	Malaysia, Trung Quốc, Đài Loan – 0.8 -2 triệu USD	2 tấn/giờ

Nguồn: KDC

Theo quan sát của chúng tôi, Kinh Đô là một trong số rất ít doanh nghiệp bánh kẹo tại Việt Nam chú trọng và chi ngân sách rất lớn cho công nghệ sản xuất. Chúng tôi tin rằng, việc tham gia vào các nhà máy chuyên về lương thực, thực phẩm cũng như hoạt động đầu tư vào các dây chuyền sản xuất hiện đại, riêng có cho từng dòng sản phẩm sẽ tiếp tục mang lại lợi thế cạnh tranh lớn cho từng dòng sản phẩm của Kinh Đô sau này.

Đầu tư tài chính

Đầu tư vào thị trường chứng khoán là câu chuyện mà Kinh Đô được giới phân tích và nhà đầu tư chú ý đến rất nhiều trong giai đoạn 2005-2008, đặc biệt năm 2008, khoản trích lập dự phòng đầu tư chứng khoán hơn 197 tỷ đồng đã làm sụt giảm lợi nhuận của công ty từ 142 tỷ đồng xuống còn hơn 73 tỷ đồng.

Bảng 14: Tình hình đầu tư tài chính

Đơn vị: tỷ đồng	2005	2006	2007	2008	QII 2009
Đầu tư ngắn hạn	29.8	92.1	522.5	584.2	428
Đầu tư dài hạn	131.3	178.7	797.3	673.4	813
Tổng đầu tư	161.1	270.8	1,319.8	1,257.6	1,241

Nguồn: BCTC KDC

Tổng các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn tăng mạnh qua các năm, trong đó các khoản đầu tư ngắn hạn của KDC một phần là đầu tư chứng khoán ngắn hạn, đầu tư dài hạn là đầu tư vào các liên doanh, liên kết, phần còn lại là các khoản đầu tư chứng khoán dài hạn khác. Năm 2007 chứng kiến sự tăng trưởng dòng vốn đầu tư của Kinh Đô với vốn đầu tư ngắn hạn tăng 467% và vốn đầu tư dài hạn tăng 446% so với năm 2006. Nguyên nhân của sự tăng trưởng đột biến này là do giai đoạn 2006-2007 là giai đoạn thị trường chứng khoán Việt Nam có sự tăng trưởng đột biến và cũng cùng giai đoạn này, Kinh Đô bắt đầu mở rộng hoạt động đầu tư vào xây dựng các nhà máy (như đã nêu ở trên). Việc đầu tư vào các liên doanh, liên kết – như chúng tôi đã phân tích – sẽ mang đến nhiều lợi thế cho Kinh Đô trong giai đoạn sắp tới đồng thời cũng góp phần duy trì và tăng trưởng doanh thu hiện tại thông qua việc mở rộng kênh phân phối, đa dạng hóa các dòng sản phẩm cung cấp.

Kết thúc năm 2008, đầu tư chứng khoán dài hạn của Kinh Đô là 835.5 tỷ đồng, chủ yếu đầu tư vào cổ phiếu của các công ty Nutifood, Vinabico, Sabeco, Tribeco Bình Dương. Trước khi có báo cáo kiểm toán, công ty chỉ trích lập 19 tỷ đồng dự phòng giảm giá cho các khoản đầu tư này – một tỷ lệ quá nhỏ so với một khoản đầu tư lớn. Sau khi công bố báo cáo kiểm toán, công ty đã tăng khoản trích lập dự phòng lên 197 tỷ - một con số khá hợp lý cho khoản đầu tư dài hạn 835.5 tỷ đồng nói trên. Việc thay đổi tỷ lệ trích lập dự phòng như trên là hoàn toàn hợp lý, tuy nhiên, điều mà chúng tôi băn khoăn là việc trích lập dự phòng muộn này sẽ có những tác động không tốt đối với quyết định đầu tư của các nhà đầu tư cổ phiếu KDC cũng như chính cổ phiếu KDC và bản thân doanh nghiệp do khoản chi phí tài chính phát sinh lớn đột biến đã kéo lợi nhuận sau thuế của Kinh Đô giảm mạnh xuống 73.7 tỷ đồng từ 142 tỷ đôn. Do đó, trong thời gian tới, công ty cần có những nghiên cứu cụ thể cũng như cung cấp những thông tin minh bạch đối với những hoạt động nhạy cảm như trên.

Việc trích lập các khoản dự phòng là một chủ trương đúng đắn của doanh nghiệp, tuy nhiên trích lập thế nào và thời gian công bố các trích lập lại là một vấn đề rất đáng quan tâm đối với biến động của cổ phiếu KDC trên thị trường.

Các dự án Bất động sản

Bảng 15: Các dự án

Sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh trong các dự án bất động sản của mình, KDC hoàn toàn có thể thu về những khoản lợi nhuận kếp xù trong tương lai từ những khoản đầu tư hiện tại. Tuy nhiên, biến động nguyên vật liệu cùng lãi suất phải trả cho các khoản vay nợ dài hạn của doanh nghiệp phần nào sẽ ảnh hưởng tới hiệu quả của các dự án này.

Dự án	Miêu tả dự án	Tổng tiền đầu tư của KDC	Giải ngân (dự kiến)	
			Số tiền	Thời gian
Dự án Cao ốc văn phòng SJC – Lê Lợi	Địa điểm: 65TER Lê Lợi, Quận 1, TP. HCM Chủ đầu tư: Công ty CP Kim Cương, Kinh Đô góp vốn 50% Diện tích đất: 3.805m ² , dự kiến 45 tầng Thời gian hoàn vốn: 5.5 năm	293 tỷ	186 tỷ	2008
	Mục đích: Khai thác mảng căn hộ, văn phòng và trung tâm thương mại dựa trên khai thác vị trí đặc biệt thuận lợi của cao ốc (04 mặt tiền đường chính: Lê Thánh Tôn, Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Lê Lợi và Nguyễn Trung Trực)		100 tỷ	2009
Dự án Tòa nhà văn phòng Kinh Đô tại 141 Nguyễn Du	Diện tích đất: 715 m ² Diện tích sàn xây dựng: 6.065 m ² Diện tích tầng hầm: 644 m ² Thời gian hoàn vốn: 7.3 năm	38 tỷ	18 tỷ	2008
	Mục đích: Tòa nhà văn phòng cho Kinh Đô và các công ty thành viên		26 tỷ	2009
Dự án nhà ở cao tầng Hiệp Bình Phước – Thủ Đức	Diện tích đất: 51.287 m ² Diện tích đất xây dựng: 281.050 m ² Khu nhà bao gồm 18 đơn nguyên, cao từ 14 đến 20 tầng bao gồm căn hộ các loại A, B, C, D	858 tỷ	150 tỷ	2009
Dự án Cộng Hòa – Garden Plaza	Địa điểm: A41, Cộng Hòa, Q. Tân Bình, TP. HCM Diện tích sàn xây dựng: 152.161 m ² Tổng số vốn đầu tư: 1.045 tỷ đồng. Vốn chủ sở hữu: 603 tỷ đồng, Kinh Đô góp 30% Thời gian hoàn vốn: 6 tháng	600 tỷ	180 tỷ	2008
	Mục đích: Cung cấp khu căn hộ cao cấp, trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê. Ngoài ra, dự án còn khai thác các thể mạnh về khu vui chơi, giải trí cộng đồng, nhà ở, trường học, tầng hầm để xe		420 tỷ	2009

Nguồn: KDC

Các dự án bất động sản được đánh giá với tính khả thi cao sẽ mang lại nguồn thu lớn cho Kinh Đô trong thời gian sắp tới. Tuy nhiên, chúng tôi nhận định, khó khăn trước mắt với Kinh Đô vẫn còn nhiều đặc biệt khi thị trường bất động sản đang chững lại trong giai đoạn kinh tế suy thoái. Bên cạnh đó, các dự án của Kinh Đô chủ yếu tập trung vào lĩnh vực cao ốc, văn phòng, trung tâm thương mại và căn hộ nên việc biến động nguyên vật liệu như: sắt thép, xi măng, nhựa ... sẽ làm gia tăng chi phí sản xuất. Điều này sẽ làm ảnh hưởng tới hiệu quả của dự án nói chung.

Quản trị Doanh nghiệp

Cơ cấu cổ đông

Tại thời điểm viết báo cáo, tỷ lệ sở hữu sở hữu của cổ đông nước ngoài là 30.2%, cổ đông trong nước là 67.8%. Mặc dù còn gặp một số vấn đề nội tại, Kinh Đô vẫn được đánh giá là một cổ phiếu đầy tiềm năng trên thị trường với hoạt động sản xuất kinh doanh luôn tăng trưởng ổn định cùng với chiến lược mở rộng và phát triển sang các lĩnh vực khác như bất động sản và đầu tư tài chính.

Năng lực quản trị và ban điều hành

Hội đồng quản trị và Ban Lãnh đạo của KDC cũng là thành viên chủ chốt trong Ban Lãnh đạo của hệ thống công ty Kinh Đô. Chủ tịch Hội đồng quản trị của Kinh Đô cũng đồng thời là chủ tịch Hội đồng quản trị của tập đoàn Kinh Đô.

Hội đồng Quản trị	Chức vụ
Ông Trần Kim Thành	Chủ tịch Hội đồng Quản trị
Ông Trần Lệ Nguyên	Phó Chủ tịch thường trực
Bà Vương Bửu Linh	Ủy viên Hội đồng Quản trị
Ông Wang Chin Hua	Ủy viên Hội đồng Quản trị
Ông Cô Gia Thọ	Ủy viên Hội đồng Quản trị
Ban Tổng Giám đốc	Chức vụ
Ông Trần Lệ Nguyên	Tổng Giám đốc
Ông Patrick Ho Loke Yin	Phó Tổng Giám đốc
Bà Vương Ngọc Xiêm	Phó Tổng Giám đốc
Bà Vương Bửu Linh	Phó Tổng Giám đốc
Ông Lê Phụng Hào	Phó Tổng Giám đốc
Ông Nguyễn Xuân Lâm	Phó Tổng Giám đốc
Ông Wang Chin Hua	Phó Tổng Giám đốc
Ông Mai Xuân Trâm	Phó Tổng Giám đốc
Ông Lương Quang Hiến	Phó Tổng Giám đốc
Ông Bùi Thanh Tùng	Phó Tổng Giám đốc
Ban Kiểm soát	Chức vụ
Bà Mã Thanh Danh	Trưởng Ban Kiểm soát
Ông Lương Quang Hiến	Ủy viên Ban Kiểm soát
Ông Lương Mỹ Duyên	Ủy viên Ban Kiểm soát

Nguồn: KDC

Có thể nói, so với một doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo, Kinh Đô có một ban điều hành với lực lượng hùng hậu gồm 01 Tổng Giám đốc và 09 Phó Tổng Giám đốc. Quy mô của Ban Lãnh đạo điều hành doanh nghiệp cùng hàm chứa một chiến lược mở rộng để phát triển của Kinh Đô.

Với công ty hoạt động sản xuất cốt lõi luôn được mở rộng cùng với việc mở rộng đầu tư sang các lĩnh vực tài chính, bất động sản, Ban Lãnh đạo của Kinh Đô sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc chèo lái mọi hoạt động và giúp khai thác, phát huy các thế mạnh trên mọi lĩnh vực nhằm đảm bảo cho doanh nghiệp phát triển xứng tầm với vị trí hiện tại của mình.

Về phương diện quản lý, chúng tôi đánh giá Ban Lãnh đạo của Kinh Đô là những người có nhiều kinh nghiệm thương trường, có năng lực quản lý cũng như khả năng lãnh đạo tốt trong 15 năm qua. Điều này mang lại nhiều lợi thế lớn cho KDC về chiến lược phát triển, định vị thị trường cũng như tận dụng được những mối khách hàng cho hoạt động xuất khẩu và kinh nghiệm trong sản xuất.

Đánh giá KDC qua mô hình SWOT

Điểm mạnh

- Định hướng, chiến lược phát triển rõ ràng, phù hợp với tình hình thực tế trên thị trường và nhu cầu của khách hàng trong từng giai đoạn.
- Mạng lưới phân phối và bán hàng rộng khắp với hơn 1000 điểm phân phối với hơn 200 nhà phân phối, gần 40 Kinh Đô Bakery và 65.000 điểm bán lẻ.
- Lợi thế cạnh tranh của các sản phẩm trên thị trường về chủng loại, quy cách giá cả, chất lượng, mẫu mã, hương vị cho hơn 400 mẫu sản phẩm của mình.
- Khả năng tiếp cận và chuyển giao công nghệ vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành: KDC là một trong số ít doanh nghiệp đầu tư lớn vào các dây chuyền sản xuất bánh kẹo như dây chuyền sản xuất crackers, dây chuyền sản xuất bánh trung thu, dây chuyền sản xuất cookies
- Thương hiệu được khẳng định trong suốt 15 năm qua: đầu tư vào hoạt động marketing để phát triển thương hiệu đã khẳng định tính đúng đắn trong suốt thời gian tồn tại của KDC.

Điểm yếu

- Sản phẩm chưa thực sự có sự cách biệt về chất lượng và giá cả. Doanh nghiệp chưa thực sự chủ động được về nguồn nguyên liệu, vẫn phải nhập khẩu.
- Khó khăn trong việc tăng giá sản phẩm để theo kịp tăng giá nguyên vật liệu trong thời gian ngắn dẫn tới tình trạng sụt giảm lợi nhuận trong ngắn hạn.
- Hoạt động xuất khẩu chưa tương xứng với tiềm năng của doanh nghiệp, doanh thu từ xuất khẩu chưa thực sự cao.
- Đầu tư vào tài chính nhiều, công tác dự báo rủi ro chưa tốt dẫn tới hiệu quả hoạt động đầu tư chưa cao.

Cơ hội

- Kinh tế càng phát triển nhu cầu tiêu thụ - đặc biệt là của giới trẻ - các sản phẩm bánh kẹo càng lớn, nhất là các sản phẩm bánh kẹo giàu chất dinh dưỡng.
- Tiềm năng phát triển tại thị trường nội địa do tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2006-2008 là 18-20% và nhu cầu tiêu thụ lương thực thực phẩm của nước ta lớn cùng với mức tăng trưởng GDP và mức tăng dân số cao.
- Lợi thế thu được từ những dự án bất động sản trong tương lai gần.

Thách thức

- Tốc độ phát triển kinh tế và thu nhập bình quân đầu người ảnh hưởng lớn tới sức tiêu thụ các sản phẩm bánh kẹo
- Thách thức về mặt pháp lý liên quan đến an toàn thực phẩm và bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng do khi đời sống người tiêu dùng càng được cải thiện, họ có xu hướng quan tâm nhiều hơn tới chất lượng và sự an toàn của sản phẩm
- Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào: Đây là thách thức lớn đối với các doanh nghiệp sản xuất phải dựa nhiều vào nguyên liệu xuất khẩu như KDC do giá nguyên vật liệu đầu vào ảnh hưởng trực tiếp tới giá bán của sản phẩm trên thị trường.
- Áp lực cạnh tranh của hội nhập kinh tế: KDC không chỉ phải chịu áp lực cạnh tranh từ các doanh nghiệp cùng ngành trong nước như Bibica, Hải Hà, Hải Châu, Hữu Nghị, Đồng Khánh, ... và các nhãn hiệu nhập khẩu và hàng nhập lậu qua biên giới.

Triển vọng ngành và công ty năm 2009

Ngành bánh kẹo Việt Nam có thị trường rộng lớn và tiềm năng tăng trưởng.

Có hai yếu tố tác động mạnh tới nhu cầu sản phẩm:

- **Thu nhập của người tiêu dùng:** Thu nhập của người tiêu dùng tăng thì nhu cầu của các sản phẩm bánh kẹo càng lớn đặc biệt là bánh kẹo cao cấp và các sản phẩm dinh dưỡng cao.
- **Cải tiến mẫu mã sản phẩm:** Tuy sản phẩm bánh kẹo là sản phẩm không thay thế được trong các dịp lễ tết, tuy nhiên việc cải tiến sản phẩm tác động tích cực tới khả năng tiêu thụ sản phẩm.

Số liệu của Tổ chức điều phối IBA (GHM) ước tính sản lượng bánh kẹo tại thị trường Việt Nam năm 2008 là 476.000 tấn, tổng giá trị bán lẻ là 674 triệu USD. Đến năm 2012 sản lượng sẽ vào khoảng 706.000 tấn, tổng giá trị bán lẻ ở mức 1.446 triệu USD. Bên cạnh đó, Việt Nam được đánh giá là một thị trường tiêu thụ hấp dẫn với dân số hơn 80 triệu dân, cơ cấu dân số trẻ với thu nhập bình quân đầu người tăng nhanh, tỷ lệ tăng trưởng của kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2009-2011 dự báo đạt bình quân khoảng trên 7%. Trong khi đó, tỷ lệ tiêu thụ bánh kẹo theo bình quân đầu người ở Việt Nam vẫn chưa tương xứng với tiềm năng (2kg/người/năm).

Thị phần của các doanh nghiệp bánh kẹo nội địa mới chỉ chiếm khoảng 70% thị phần phần lớn chia đều cho 4 doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo công ty cổ phần Kinh Đô (KDC), công ty CP CBTP Kinh Đô miền Bắc (NKD), công ty CP Bibica, và công ty CP Bánh kẹo Hải Hà (HHC) với 4 phân khúc thị trường khác nhau. Theo đó, thị trường bánh kẹo Việt Nam có tiềm năng phát triển rất lớn trong tương lai.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp trong nội bộ ngành bánh kẹo cũng phải chịu một số áp lực khá lớn. Áp lực về nguồn cung các nguyên liệu đầu vào – khi giá nguyên vật liệu thế giới biến động khá mạnh trong thời gian qua, các doanh nghiệp trong nước đã phải nhập khẩu nguyên liệu đầu vào với giá cao. Chi phí nguyên liệu đầu vào tăng, một phần sẽ làm tăng chi phí sản xuất của doanh nghiệp; mặt khác cũng gây áp lực lên phía người tiêu dùng khi doanh nghiệp chuyển phần tăng này vào giá của sản phẩm. Áp lực thứ hai là áp lực luôn phải cải tiến chất lượng, mẫu mã, sản phẩm từ phía khách hàng nội địa. Áp lực cuối cùng là áp lực cạnh tranh từ các đối thủ tiềm ẩn là doanh nghiệp nước ngoài về chất lượng sản phẩm, công nghệ.

Riêng với **Kinh Đô** – doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sản xuất kinh doanh bánh kẹo trên thị trường Việt Nam – tiềm năng để phát triển còn rất nhiều. Những con số mà chúng tôi đưa ra về quy mô doanh nghiệp, lợi nhuận, doanh thu, những dự án đầu tư hiện tại và tương lai đã nói lên được phần nào khả năng nội tại của doanh nghiệp. Chúng tôi rất tin tưởng vào sự phát triển lớn mạnh của Kinh Đô trong thời gian sắp tới và hi vọng rằng Kinh Đô sẽ là địa chỉ đầu tư lý tưởng cho các nhà đầu tư quan tâm.

Rủi ro đối với doanh nghiệp nằm trong giá trị những khoản đầu tư tài chính khá lớn, tuy nhiên, những rủi ro này lại hoàn toàn có thể biến thành cơ hội đầu tư lớn khi thị trường tài chính đang có dấu hiệu ảm đạm. Vấn đề cốt lõi là doanh nghiệp luôn bảo đảm được sự tăng trưởng ổn định trong lĩnh vực kinh doanh chính và ngành kinh doanh lại có nhiều tiềm năng để phát triển, theo đó, Kinh Đô luôn là cổ phiếu đáng để đưa vào danh mục đầu tư (bao gồm cả ngắn hạn và dài hạn).

PHẦN II: ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Các giả định

Trong phần định giá, dựa trên kế hoạch phát triển năm 2009 và chiến lược phát triển trong 03 năm tới của KDC, chúng tôi đưa ra **02 kịch bản** trong phần định giá doanh nghiệp: **kịch bản tốt và kịch bản phát triển bình thường** của doanh nghiệp dựa trên những con số doanh thu, lợi nhuận, quy mô tài sản – nguồn vốn và các hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.

Những giả định mà chúng tôi đưa ra sau đây có thể chưa phản ánh một cách chính xác nhất khả năng của doanh nghiệp trong tương lai nhưng lại là những căn cứ sát thực nhất với tình hình hiện tại.

KỊCH BẢN 1

Giả thuyết trọng yếu của kịch bản bình thường liên quan tới hoạt động đầu tư tài chính và bất động sản của doanh nghiệp.

Giả định doanh thu

Như chúng tôi đã đề cập trong phần triển vọng ngành, ngành bánh kẹo là ngành có tốc độ tăng trưởng ổn định qua các năm, ít chịu tác động của khủng hoảng kinh tế và thị trường Việt Nam còn nhiều tiềm năng để phát triển. Dựa trên tiềm năng của doanh nghiệp – một trong những doanh nghiệp hàng đầu trên thị trường nội địa về quy mô doanh nghiệp, định hướng phát triển và những khoản đầu tư lớn vào công nghệ và căn cứ vào kết quả hoạt động kinh doanh hết quý II của KDC, chúng tôi tin rằng KDC vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình là hơn 20% giai đoạn 2009-2011.

Chiến lược đầu tư vào công nghệ hiện đại để phát triển những sản phẩm mới có chất lượng, mẫu mã phù hợp đáp ứng được yêu cầu của khách hàng sẽ đảm bảo cho nhiều ngành hàng của Kinh Đô có tốc độ tăng trưởng tốt trong những năm tiếp theo. Trong đó, chúng tôi dự đoán, bánh Trung thu, Bun, Cookies và Cake sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng đều đặn qua các năm do bên cạnh khai thác thị trường nội địa, doanh thu xuất khẩu của các mặt hàng này sẽ tăng mạnh. Crackers và Snack duy trì tốc độ tăng trưởng trung bình 10-12% do KDC vẫn có thể khai thác tốt nhóm đối tượng khách hàng là những người trẻ tuổi. Riêng mặt hàng kẹo – cạnh tranh từ những sản phẩm kẹo nhập ngoại và bánh kẹo nhập lậu của Trung Quốc sẽ làm giảm dần tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2009-2010.

Bảng 16: giả định doanh thu cho từng mặt hàng

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Bánh trung thu	25%	25%	27%	27%	26%	25%
Cookies	35%	35%	30%	28%	28%	24%
Crackers	5%	7%	7%	8%	12%	10%
Bun&Cake	23%	24%	28%	26%	27%	25%
Snack	9%	10%	9.5%	9%	11%	10%
Candy	-18%	-10%	-8%	-3%	9%	-5%
Khác	9%	9%	13%	17%	20%	15%
Tăng trưởng KDC	17.60%	20%	22%	22%	25%	25%

Nguồn: KDC – TSC dự báo

Giả định giá vốn hàng bán

Như chúng tôi đã phân tích ở trên, trong giai đoạn 2009-2013, khả năng biến động giá nguyên vật liệu đầu vào sẽ vẫn xảy ra. Tuy nhiên, với những kinh nghiệm đã trải qua cùng với chiến lược kinh doanh hợp lý, chúng tôi dự báo giá vốn hàng bán của KDC giai đoạn này sẽ không tăng và vẫn duy trì tỷ trọng từ 74.5-75% doanh thu.

Giả định về chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Chi phí bán hàng tăng nhẹ lên 10% doanh thu bán hàng năm 2009, 10.5% năm 2010, sau đó sẽ duy trì ổn định ở mức 11% doanh thu bán hàng giai đoạn 2011-2013 do mục tiêu của doanh nghiệp là đẩy mạnh và phát triển thương hiệu, mặt khác áp lực cạnh tranh ngày càng cao buộc doanh nghiệp phải chú trọng đến khâu tiếp thị và bán hàng. Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm xuống 7% năm 2009, duy trì ở mức ổn định 7% cho những năm sau do chiến lược của doanh nghiệp là tiết kiệm

chi phí quản lý doanh nghiệp cộng với khả năng ổn định chính sách tiền lương cho cán bộ công nhân viên.

Giả định khoản phải thu

Yếu tố mùa vụ trên thị trường bánh kẹo cùng với chính sách bán chịu dành cho các khách hàng truyền thống sẽ làm khoản phải thu của KDC duy trì ở mức 123 ngày. Mức này là mức thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Giả định hàng tồn kho

Chúng tôi giả định hàng tồn kho sẽ ở mức 60 ngày/vòng, tương đương với 6 vòng/năm.

Giả định về tài sản cố định và khấu hao

Trong năm 2009, công ty dự kiến giải ngân khoản vốn đầu tư 100 tỷ vào Dự án SJC Lê Lợi, 26 tỷ dự án 141 Nguyễn Du và 150 tỷ dự án An Phước Tower, tuy nhiên chúng tôi giả định tài sản cố định của Kinh Đô sẽ tăng lên 110 tỷ vào năm 2009 do các dự án bất động sản chững lại do tình hình kinh tế khó khăn. Khoản đầu tư còn lại sẽ được giải ngân vào những năm tiếp theo.

Giả định về các khoản vay

Về khoản vay ngắn hạn, căn cứ vào hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong những năm qua, chúng tôi dự đoán Kinh Đô sẽ vay thêm nguồn vốn vay ngắn hạn để bổ sung cho tài sản lưu động của mình. Về vốn vay dài hạn, các khoản vay dài hạn trong quá khứ có thể đã tài trợ đủ cho các dự án đầu tư vào nhà máy và bất động sản cho doanh nghiệp. Theo đó, chúng tôi chưa thấy xuất hiện nhu cầu vốn vay dài hạn trong thời gian tới trừ kế hoạch mở rộng đầu tư của Kinh Đô sẽ xuất hiện vào giai đoạn cuối năm 2011.

Giả định về lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính và bất động sản

Như chúng tôi đã phân tích ở trên, bên cạnh hoạt động kinh doanh cốt lõi là sản xuất bánh kẹo, KDC còn tham gia mạnh vào hoạt động đầu tư tài chính và bất động sản. Về mảng đầu tư tài chính, hiện tại KDC có một danh mục đầu tư tài chính được đánh giá là khá ổn với cổ phiếu của Eximbank, Sabeco và mía đường bourbon Tây Ninh. Theo đó, giả định ở kịch bản bình thường, Vnindex ở sẽ kết năm ở mức 400 điểm, lúc đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận thu về từ hoạt động tài chính của doanh nghiệp ở mức 300 tỷ (bao gồm cả khoản hoàn nhập dự phòng trong năm 2008). Về mảng đầu tư bất động sản, qua quan sát các dự án đã triển khai của KDC trong năm 2008-2009, với kịch bản thị trường bất động sản chưa hồi phục hoàn toàn, chúng tôi dự đoán, KDC sẽ chưa thu được lợi nhuận từ các dự án bất động sản trong năm 2009. Lợi nhuận của các khoản đầu tư vào bất động sản sẽ được hạch toán vào doanh thu từ năm 2010.

Kết quả định giá

Để định giá cổ phiếu KDC, chúng tôi sử dụng 2 phương pháp: Chiết khấu luồng tiền và sử dụng hệ số P/E.

Chiết khấu luồng tiền – DCF

Với những giả định đã cân nhắc ở trên, chúng tôi xác định WACC là 12.75%, tốc độ tăng trưởng dòng tiền ổn định sau năm 2013 là 5%/năm. Tổng chi phí vốn bình quân là 13.17%, beta của KDC là 0.94.

Bảng 19: Định giá theo phương pháp DCF

Chi phí sử dụng vốn – WACC	12.75%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2011E	5.00%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2011E	739,178,275,737
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2011E	3,397,184,699,730
Tiền và các khoản tương đương tiền	206,808,170,000
Giá trị Công ty	4,343,171,145,467
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	172,041,069,000
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	4,171,130,076,467
Khối lượng CP đang lưu hành	55,840,008,000
Giá ('000/cp)	74.70

Định giá so sánh P/E

Chúng tôi quyết định chọn những công ty kinh doanh cùng ngành với KDC trong khu vực để tính chỉ số P/E trung bình. Kết quả cho thấy, các công ty tương tự đang được giao dịch ở mức giá 15.75 lần so với thu nhập.

Bảng 20: So sánh một số công ty nước ngoài cùng ngành

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường	Giá	EPS	P/E
KINHDO CORP	Việt Nam	3,028,410,957,824.00	54000	3197.66	16.89
RYOSHOKU LTD	Nhật Bản	96,709,033,984.00	2200	140.58	15.65
NONG SHIM CO LTD	Hàn Quốc	1,511,536,984,064.00	248500	13569	18.31
SORINI AGRO ASIA	Indonexia	1,075,686,998,016.00	1190	165.9	7.17
YAMAZAKI BAKING	Nhật Bản	267,643,699,200.00	1215	39.87	30.47
HITE HOLDINGS CO	Hàn Quốc	470,756,098,048.00	39800	7206	15.16
S & B FOODS INC	Nhật Bản	28,885,260,288.00	828	59	14.03
BIBICA	Việt Nam	594,865,094,656.00	38700	3101.5	12.48
NORTH KINHDO FOO	Việt Nam	518,878,789,632.00	42200	3649	11.56
Trung bình					15.75

Theo phương pháp so sánh, lợi nhuận cuối năm của KDC năm 2009 là **295.15 tỷ đồng**, theo đó thu nhập trên mỗi cổ phiếu tại thời điểm cuối năm 2009 là **6.805** nghìn đồng. Theo mức P/E chung của các công ty trong khu vực là **15.75** thì giá cổ phiếu được tính theo phương pháp này sẽ là **107.178 đồng**.

Kết quả định giá

Chúng tôi đánh giá với KDC, việc xác định giá trị theo phương pháp chiết khấu dòng tiền sẽ phản ánh được chính xác khả năng tạo doanh thu và lợi nhuận của công ty hơn phương pháp so sánh P/E với các doanh nghiệp trong ngành. Do vậy, chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu KDC theo tỷ trọng 70% nghiêng về phương pháp chiết khấu luồng tiền và 30% cho kết quả giá theo P/E.

Theo đó, giá cổ phiếu KDC cho kịch bản tốt sẽ là **$74.70 \times 0.7 + 107.178 \times 0.3 = 84.443$ đồng**

KỊCH BẢN 2

Chúng tôi giữ nguyên các giả định như kịch bản 1 ngoại trừ giả định về lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính và bất động sản.

Chúng tôi thay đổi mức kết thúc năm tài chính 2009 của Vnindex ở mức 500 điểm, lúc đó, chúng tôi ước tính khoản lợi nhuận KDC từ hoạt động này khoảng 350 tỷ cùng với lợi nhuận từ các dự án bất động sản mới được hoàn thành khoảng 50 tỷ. Dự kiến từ năm 2010 trở đi, mỗi năm KDC thu về được khoảng hơn 100 tỷ lợi nhuận từ các dự án bất động sản của mình.

Chiết khấu luồng tiền – DCF

Bảng 21: Định giá theo phương pháp DCF

Chi phí sử dụng vốn – WACC	12.75%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2013E	5.00%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2013E	1,694,842,137,837
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2013E	5,060,324,323,499
Tiền và các khoản tương đương tiền	206,808,170,000
Giá trị Công ty	6,961,974,631,337
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	172,041,069,000
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	6,789,933,562,337

Khối lượng CP đang lưu hành	55,840,008,000
Giá ('000/cp)	121.61

Nguồn: KDC – TSC dự báo

Phương pháp so sánh P/E

Theo phương pháp so sánh, lợi nhuận cuối năm của KDC năm 2009 là **370.15** tỷ đồng, theo đó thu nhập trên mỗi cổ phiếu tại thời điểm cuối năm 2009 là **8.534** nghìn đồng. Theo mức P/E chung của các công ty trong khu vực là **15.75** thì giá cổ phiếu được tính theo phương pháp này sẽ là **134.410 đồng**.

Theo đó, giá cổ phiếu KDC cho kịch bản tốt sẽ là $121.61 \times 0.7 + 134.410 \times 0.3 = 125.45$ đồng

Với 2 kịch bản của chúng tôi, giá trị của cổ phiếu KDC nằm trong khoảng 74 đến 121 nghìn đồng theo phương pháp chiết khấu luồng tiền. Với quan sát của chúng tôi về tính xác thực của phương pháp chiết khấu luồng tiền, chúng tôi tin rằng giá của cổ phiếu KDC đang được thị trường định giá thấp.

Kết quả định giá này được tính toán một cách thận trọng dựa trên những hiểu biết tốt nhất mà chúng tôi hiện có tại thời điểm hiện tại. Trong thời gian tới, nếu xuất hiện thêm những thông tin có thể ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu KDC, chúng tôi sẽ trở lại với các báo cáo cập nhật mới nhất.

Phụ lục 1: Dự báo kết quả kinh doanh theo kịch bản 1

Kết quả kinh doanh	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Doanh thu thuần	1,455,768,275,000	1,746,921,930,000	2,131,244,754,600	2,600,118,600,612	3,250,148,250,765	4,062,685,313,456
Giá vốn hàng bán	(1,085,979,565,000)	(1,301,456,837,850)	(1,594,171,076,441)	(1,950,088,950,459)	(2,437,611,188,074)	(3,047,013,985,092)
Lợi nhuận gộp	369,788,710,000	445,465,092,150	537,073,678,159	650,029,650,153	812,537,062,691	1,015,671,328,364
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25.4%	25.5%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
Thu nhập khác	28,372,935,000	31,210,228,500	34,331,251,350	37,764,376,485	41,197,501,620	44,630,626,755
Chi phí bán hàng	(133,177,719,000)	(174,692,193,000)	(223,780,699,233)	(286,013,046,067)	(357,516,307,584)	(446,895,384,480)
Chi phí QLDN	(121,882,153,000)	(122,284,535,100)	(149,187,132,822)	(182,008,302,043)	(227,510,377,554)	(284,387,971,942)
Chi phí hoạt động khác	(8,806,921,000)	(28,089,205,650)	(30,898,126,215)	(33,987,938,837)	(37,077,751,458)	(40,167,564,080)
EBIT	134,294,852,000	151,609,386,900	167,538,971,239	185,784,739,691	231,630,127,716	288,851,034,617
Thu nhập hoạt động tài chính	118,538,718,000	300,000,000,000	400,000,000,000	540,000,000,000	594,000,000,000	653,400,000,000
Chi phí hoạt động tài chính	(313,378,932,000)	(58,073,937,760)	(64,473,937,760)	(71,513,937,760)	(79,257,937,760)	(87,776,337,760)
Lợi nhuận hoạt động tài chính	(194,840,214,000)	241,926,062,240	335,526,062,240	468,486,062,240	514,742,062,240	565,623,662,240
Lợi nhuận trước thuế		393,535,449,140	503,065,033,479	654,270,801,931	746,372,189,956	854,474,696,857
Thuế thu nhập	(60,545,362,000)	98,383,862,285	125,766,258,370	163,567,700,483	186,593,047,489	213,618,674,214
Lợi nhuận sau thuế	(60,545,362,000)	295,151,586,855	377,298,775,109	490,703,101,449	559,779,142,467	640,856,022,643

Phụ lục 2: Dự báo kết quả kinh doanh theo kịch bản 2

Kết quả kinh doanh	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Doanh thu thuần	1,455,768,275,000	1,746,921,930,000	2,131,244,754,600	2,600,118,600,612	3,250,148,250,765	4,062,685,313,456
Giá vốn hàng bán	(1,085,979,565,000)	(1,301,456,837,850)	(1,594,171,076,441)	(1,950,088,950,459)	(2,437,611,188,074)	(3,047,013,985,092)
Lợi nhuận gộp	369,788,710,000	445,465,092,150	537,073,678,159	650,029,650,153	812,537,062,691	1,015,671,328,364
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25.4%	25.5%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
Thu nhập khác	28,372,935,000	31,210,228,500	34,331,251,350	37,764,376,485	40,989,433,430	44,266,507,423
Chi phí bán hàng	(133,177,719,000)	(174,692,193,000)	(223,780,699,233)	(286,013,046,067)	(357,516,307,584)	(446,895,384,480)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(121,882,153,000)	(122,284,535,100)	(149,187,132,822)	(182,008,302,043)	(227,510,377,554)	(284,387,971,942)
Chi phí hoạt động khác	(8,806,921,000)	(28,089,205,650)	(30,898,126,215)	(33,987,938,837)	(36,890,490,087)	(39,839,856,680)
EBIT	134,294,852,000	151,609,386,900	167,538,971,239	185,784,739,691	231,609,320,897	288,814,622,684
Thu nhập hoạt động tài chính	118,538,718,000	400,000,000,000	550,000,000,000	660,000,000,000	726,000,000,000	798,600,000,000
Chi phí hoạt động tài chính	(313,378,932,000)	(58,073,937,760)	(64,473,937,760)	(71,513,937,760)	(79,257,937,760)	(87,776,337,760)
Lợi nhuận hoạt động tài chính	(194,840,214,000)	341,926,062,240	485,526,062,240	588,486,062,240	646,742,062,240	710,823,662,240
Lợi nhuận trước thuế	(60,545,362,000)	493,535,449,140	653,065,033,479	774,270,801,931	878,351,383,137	999,638,284,924
Thuế thu nhập		123,383,862,285	163,266,258,370	193,567,700,483	219,587,845,784	249,909,571,231
Lợi nhuận sau thuế	(60,545,362,000)	370,151,586,855	489,798,775,109	580,703,101,449	658,763,537,352	749,728,713,693



Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2007, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.

Mức Khuyến Nghị

Mua Mạnh (5 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Mua (4 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 10% - 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Giữ (3 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 0% - 10% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán (2 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ (-15%) - 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán Mạnh (1 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn (-15%) so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Sản Phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Phân tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm sau đây:

Thang Long Express

- Technical View
- Overnight Update
- Company Reports
- Industry Reports

Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook

Trụ sở chính: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

Chi nhánh: Tầng 2, Toà nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM
Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153.

Phòng GD:

- 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội
Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.
- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.
- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu Tư: TS. Nguyễn Trọng Nghĩa

Hà nội Office: Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Chu Thế Huy, Tô Đức Hải, Tống Duy Sơn

Hồ Chí Minh Office: Hồ Ngọc Bạch, Lê Hoàng Tấn, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyễn Có, Nguyễn Hoài An.