



PHÂN TÍCH CÔNG TY
19/08/2010

CÔNG TY CPCBTP KINH ĐÔ MIỀN BẮC (Mã: NKD)
Ngành: Thực phẩm

PHÒNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Trần Văn Đôn – Trưởng phòng
trandon@hasc.com.vn

Chuyên viên phân tích:

Tô Thị Hương
huongtt@hasc.com.vn

Hoàng Kiều Nga
ngahk@hasc.com.vn

Nguyễn Thị Mươi
muoint@hasc.com.vn

CTCP CBTP KINH ĐÔ MIỀN BẮC
Km22-Quốc lộ 5, thị trấn Bần Yên Nhân,
huyện Mỹ Hào, Tỉnh Hưng Yên
<http://stock.kinhdo.com.vn>

Lĩnh vực kinh doanh:

- Sản xuất chế biến thực phẩm, thực phẩm công nghệ và bánh cao cấp các loại.
- Mua bán lương thực, thực phẩm.

Thông tin cổ phiếu

NKD	18/08/2010
Giá (VND)	41.100
SLCP đang lưu hành	15.124.213
GT vốn hóa (Tỷ VND)	621
% sở hữu nhà nước	0%
% sở hữu nước ngoài	20,56%

Ghi nhận sau chuyến đi thăm Công ty CP CBTP Kinh Đô Miền Bắc (NKD)-
Triển vọng 6 tháng cuối năm

NHỮNG ĐIỂM CHÚ Ý:

- ✓ Sản lượng bánh kẹo 6 tháng đầu năm tăng so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên do giá nguyên vật liệu đầu vào và chi phí bán hàng tăng cao nên lợi nhuận 6 tháng đầu năm giảm 65% so với cùng kỳ năm trước
- ✓ Dự kiến năm nay Kinh Đô đưa ra thị trường tổng sản lượng 1.900 tấn bánh trung thu tăng 6% so với năm 2009 trong đó Kinh Đô miền Bắc chiếm 30% tương đương khoảng 570 tấn.
- ✓ Lợi nhuận mùa vụ bánh trung thu nếu hoàn thành kế hoạch dự kiến đạt 20 tỷ lợi nhuận trước thuế chiếm 20% so với lợi nhuận đề ra năm 2010
- ✓ Kế hoạch năm 2010 doanh thu đạt 920 tỷ, lợi nhuận sau thuế đạt 100 tỷ, tỷ lệ trả cổ tức 22%
- ✓ NKD sở hữu quỹ đất lớn tại vị trí đẹp ở Phố Nối - Hưng Yên, diện tích 19 ha với thời gian thuê 50 năm. Hiện nay NKD mới sử dụng 13 ha còn lại 6 ha. Ban lãnh đạo công ty dự kiến quỹ đất này có chủ trương triển khai dự án bất động sản.
- ✓ Dự án sát nhập NKD và KDC đang được tiến hành. Hồ sơ đã gửi lên UBCKNN, dự kiến cuối quý 3 năm nay sẽ sát nhập

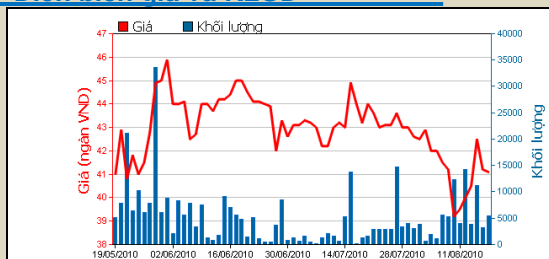
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chỉ tiêu tài chính cơ bản :

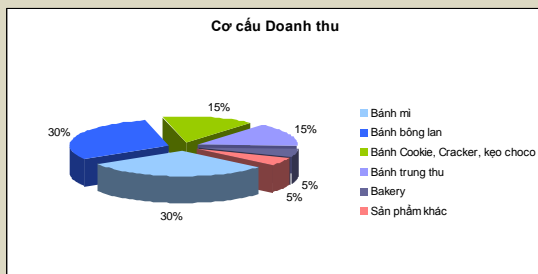
Chỉ tiêu	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	6 tháng 2010
Tổng tài sản (triệu đồng)	628.507	585.345	599.059	532.322
Doanh thu thuần (triệu đồng)	561.516	689.337	767.652	305.172
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	72.307	951	79.594	9.721
ROA	15,27%	0,26%	16,73%	2,35%
ROE	38,46%	0,71%	37,97%	4,58%
EPS (VND)	7.175	80	5.398	645
BV (VND)	24.770	17.472	17.896	18.025

Nguồn: HASC tổng hợp

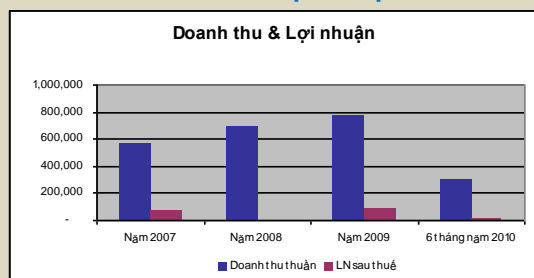
Theo báo cáo kết quả kinh doanh của NKD, doanh thu của NKD tăng trưởng dần đều qua các năm với tỷ lệ bình quân tăng trưởng 22%.

Diễn biến giá và KLGD

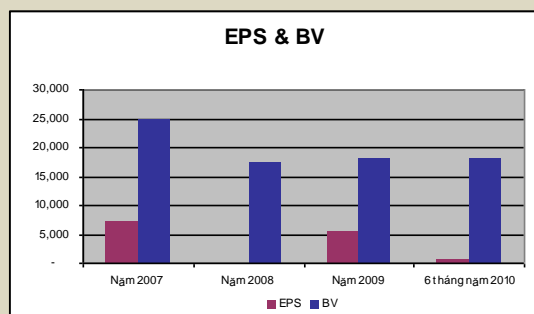
Nguồn: HSX

Cơ cấu doanh thu

Nguồn: NKD

Biểu đồ Doanh thu & Lợi nhuận

Nguồn: HASC tổng hợp

EPS & BV

Nguồn: HASC tổng hợp

Khả năng thanh toán

Doanh thu quý II/2010 của NKD đạt 149,36 tỷ VNĐ từ hoạt động chế biến thực phẩm, tăng 7,1 tỷ VNĐ so với cùng kỳ năm 2009. Do đó lợi nhuận gộp từ bán hàng và cung cấp dịch vụ của NKD đạt 34,16 tỷ VNĐ tăng 16,16% so với quý II/2009. Tuy hoạt động kinh doanh chính rất khả quan, nhưng tổng lợi nhuận quý II/2010 của công ty chỉ đạt 729 triệu đồng, giảm mạnh so với mức 19,82 tỷ VNĐ so với cùng kỳ năm 2009.

Lợi nhuận sau thuế của công ty giảm mạnh như vậy do nhiều nguyên nhân như: doanh thu từ hoạt động tài chính sụt giảm từ 17,64 tỷ đồng của quý II/2009 xuống còn 8,22 tỷ quý II/2010 tương ứng giảm 9,4 tỷ đồng (giảm 53%), do thị trường chứng khoán năm 2010 sụt giảm mạnh so với năm 2009. Đồng thời chi phí tài chính quý II/2010 của doanh nghiệp tăng mạnh lên 9,6 tỷ đồng tăng 267%. Do đó công ty đã phải trích lập dự phòng hơn thêm hơn 8,9 tỷ đồng. Bên cạnh đó chi phí lãi vay, chi phí bán hàng năm nay cũng cao hơn so với năm trước.

Chi phí nguyên vật liệu thường chiếm 66-70% giá vốn hàng bán. Nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu là bơ, đường, sữa, bột mì. Toàn bộ nguyên liệu đầu vào NKD nhập chọn lọc từ những nhà cung cấp có uy tín trong và ngoài nước. Bên cạnh đó NKD có đối tác chiến lược là một số công ty thực phẩm hàng đầu như: Nutifood, mía đường Bourbon Tây Ninh. Điều này giúp NKD tránh được những rủi ro biến động nguyên vật liệu trong sản xuất kinh doanh.

Giá vốn hàng bán có xu hướng tăng qua các năm. Điều này là do giá nguyên liệu đầu vào liên tục tăng trong các năm qua, đặc biệt là đường và sữa

Doanh thu tài chính: 6 tháng đầu năm nay công ty không đầu tư thêm cổ phiếu nào. Hiện tại danh mục đầu tư tài chính của công ty chủ yếu ở 2 mảng:

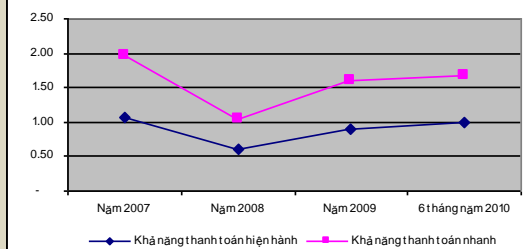
+ **Đầu tư tài chính ngắn hạn:** cổ phiếu EIB, SBT và một số cổ phiếu khác, đây cũng là 2 đối tác chiến lược của NKD do đó công ty có được lợi thế về huy động vốn cũng như ưu đãi về giá nguyên vật liệu.. Tuy nhiên hoạt động đầu tư tài chính của NKD lại mang lại nhiều rủi ro cho công ty, tính tới thời điểm này NKD đã phải trích lập dự phòng giảm giá 52,8 tỷ đồng trên tổng số vốn đầu tư là 101,63 tỷ đồng.

+ **Đầu tư tài chính dài hạn:** đầu tư vào Nutifood

Chi phí tài chính 6 tháng đầu năm chiếm 9% trên tổng doanh thu góp phần làm cho lợi nhuận của NKD giảm mạnh. Chủ yếu do chi phí hoạt động kinh doanh chứng khoán, lãi tiền vay năm nay cũng tăng cao hơn so với năm 2009 do công ty không còn được hỗ trợ lãi suất như năm trước đó.

Chi phí bán hàng thường chiếm 8-10% trên tổng doanh thu, riêng 6 tháng

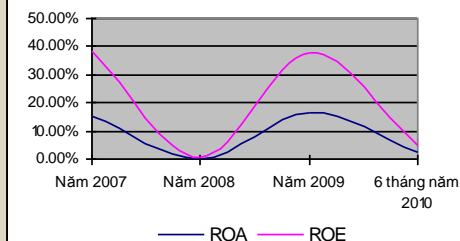
Khả năng thanh toán



Nguồn: HASC tổng hợp

ROA và ROE

ROA & ROE



Nguồn: HASC tổng hợp

đầu năm 2010 chi phí bán hàng tăng cao chiếm 13% trên tổng doanh thu. Sở dĩ điều này là do công ty gia tăng chi phí cho hoạt động xúc tiến bán hàng và phát triển thương hiệu, chi phí hoa hồng cho các đại lý bán hàng.

Chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm 4,48% trên tổng doanh thu, tăng 33% so với cùng kỳ năm ngoái, nguyên nhân một phần là do trong quý II công ty điều chỉnh tăng lương cho CNV

Là doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo, nên doanh thu của NKD thường phụ thuộc vào các mùa vụ trong năm. Doanh thu thường tăng đột biến vào quý III và quý IV trong năm vì đây là mùa vụ trung thu, Noel và lễ Tết cổ truyền. Doanh thu giảm sút vào quý II do có ít các sự kiện

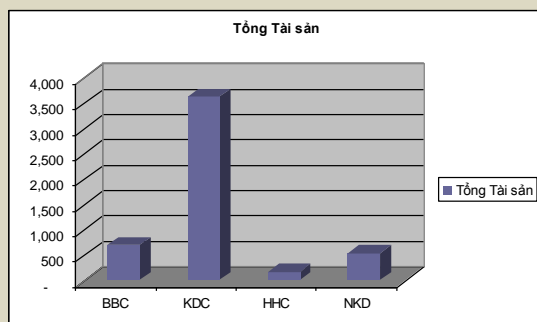
Hiện nay sản phẩm của NKD đến với các khách hàng thông qua các kênh phân phối, với 8 Kinh Đô Bakery và các điểm bán lẻ. Kinh Đô là một trong những doanh nghiệp đầu tiên triển khai các Bakery bán hàng, điều này tạo dựng hình ảnh thương hiệu doanh nghiệp cũng như tiếp cận doanh nghiệp đến gần người tiêu dùng hơn.

Với cơ cấu bánh trung thu chiếm 15% tổng doanh thu, dự kiến mùa vụ năm nay bánh trung thu sẽ chiếm khoảng 20% lợi nhuận trước thuế tương ứng 20 tỷ VNĐ. Tính đến thời điểm này, LNST của 6 tháng đầu năm 2010 công ty đạt hơn 10 tỷ đồng trong khi đó dự kiến LNST của cả năm là 100 tỷ. Với kế hoạch này công ty đang phấn đấu vượt kế hoạch khai thác mùa vụ trung thu tới.

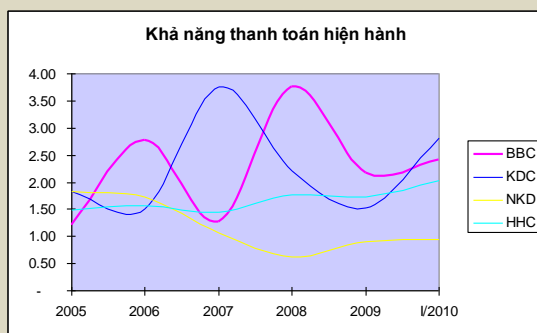
Năm nay, trước diễn biến khả quan của nền kinh tế và dự báo tích cực về sức mua, Kinh Đô đưa ra thị trường tổng sản lượng 1.900 tấn bánh Trung Thu (tăng 100 tấn so với năm 2009), trong đó dòng sản phẩm Trắng Vàng cao cấp là 240.000 hộp sản phẩm phục vụ thị trường. Năm nay, lần đầu tiên Kinh Đô giới thiệu dòng sản phẩm bánh Trung Thu Chay hảo hạng, được chế biến từ 100% nguyên liệu chay cao cấp. Đặc biệt, thể hiện trách nhiệm và sự quan tâm tới môi trường, Kinh Đô tiếp tục đầu tư các mẫu túi xách làm từ những chất liệu thân thiện với môi trường và có khả năng tự hủy linh hoạt trong môi trường tự nhiên.

Dù giá nguyên liệu đầu vào cho sản xuất bánh trung thu có nhiều biến động, tăng trên 25% so với cùng kỳ, nhưng Kinh Đô chỉ điều chỉnh giá sản phẩm tăng khoảng 10% so với mùa Trung thu 2009. Cụ thể, các bộ sản phẩm của dòng cao cấp Trắng Vàng có giá từ 350.000 – 720.000 đồng/hộp. Các sản phẩm của dòng Đặc trưng có giá 159.000 – 225.000 đồng / bánh (loại bánh 4 trứng), từ 46.000 – 79.000 đồng / bánh (loại bánh 2 trứng), từ 30.000 – 41.000 đồng / bánh (loại bánh 1 trứng), từ 26.000 – 38.000 đồng / bánh đối với các loại

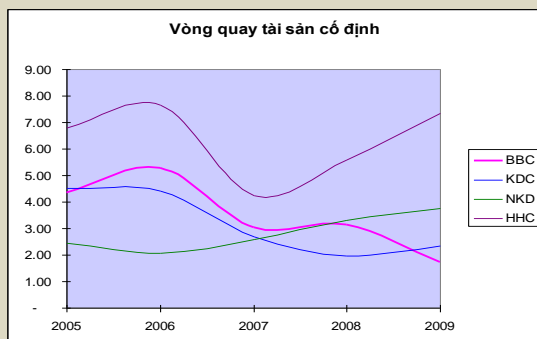
Biểu đồ so sánh với các DN cùng ngành



Nguồn: HASC tổng hợp



Nguồn: HASC tổng hợp



bánh dẻo và 33.000 - 59.000 đồng / bánh đối với sản phẩm bánh chay.

Hoạt động tài chính và So sánh NKD với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	2009	6T 2010
Khả năng thanh toán				
1. Khả năng thanh toán hiện hành	1,07	0,62	0,91	1,01
2. Khả năng thanh toán nhanh	0,89	0,44	0,7	0,67
Hiệu quả hoạt động				
1. Kỳ thu tiền bình quân	21,15	32,10	21,77	68,98
2. Vòng quay khoản phải thu	17,02	11,22	16,54	5,22
3. Vòng quay hàng tồn kho	6,93	8,70	8,53	3,10
4. Vòng quay tài sản cố định	2,58	3,31	3,77	1,59
5. Vòng quay tổng tài sản	0,89	1,18	1,28	0,57
Cơ cấu vốn				
1. Hệ số nợ	59,91%	62,82%	55,87%	48,05%
4. Hệ số nợ vay/Vốn chủ sở hữu	61,06%	73,11%	53,32%	53,31%
5. Hệ số lợi nhuận hoạt động/chi phí lãi vay	10,60	9,17	17,00	10,14

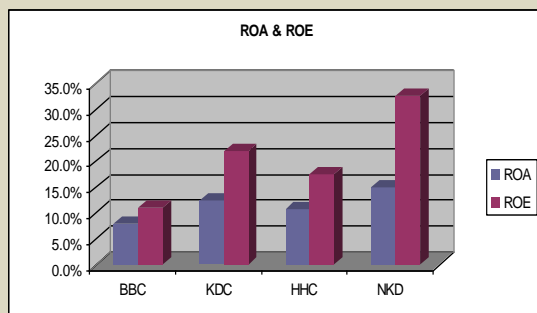
Nguồn: HASC tổng hợp

Tính thanh khoản của NKD tương đối thấp, đặc biệt so với 3 công ty cùng ngành thì NKD ở mức thấp nhất. Chỉ tiêu thanh toán hiện hành của NKD giảm từ 1,85 năm 2005 xuống còn 0,62 năm 2008 nguyên nhân chính là NKD tăng khoản vay ngắn hạn từ KDC để đầu tư vào chứng khoán theo kế hoạch chung của tập đoàn. Tuy nhiên chỉ tiêu này dần được cải thiện khi NKD đã trả được hơn nửa số vốn vay từ KDC, tính đến 6 tháng đầu năm 2010 thì chỉ tiêu này đạt 1,01 lần. Với lợi thế sử dụng vốn từ KDC do đó tình thanh khoản của NKD có thể coi ở mức an toàn, đồng thời lượng tiền mặt của NKD khá lớn chiếm khoảng 40% tổng vốn lưu động, lượng tiền mặt khá lớn này dùng để đảm bảo khả năng thanh toán với khách hàng. Tuy nhiên việc duy trì tỷ lệ này cao làm cho NKD mất cơ hội kiếm được lợi nhuận từ hoạt động đầu tư ngắn hạn, do đó công ty nên cơ cấu lại tài sản để vừa đảm bảo khả năng thanh toán đồng thời không bỏ lỡ lượng tiền nhàn rỗi.

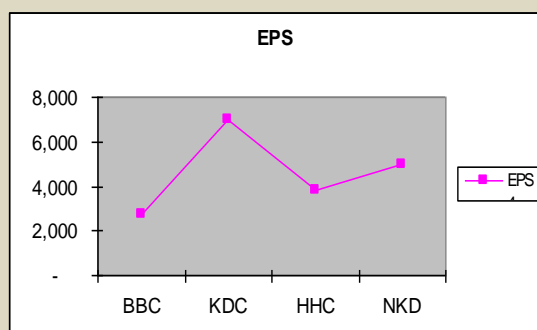
Bảng so sánh NKD với các doanh nghiệp khác cùng ngành - Nguồn: HASC

Mã CK	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	ROA	ROE	EPS Trailing (VND)	BV	Thị giá (18/8)	P/E	P/B
BBC	394	7,8%	10,9%	2.731	33.013	25.600	9	0,8
KDC	51.144	12,4%	21,7%	6.961	33.591	50.500	7	1,5
HHC	246	10,6%	10,6%	3.812	21.431	45.000	12	2,1
NKD	621	16,7%	37,9%	4.939	18.025	41.100	8	2,3

Nguồn: HASC tổng hợp



Nguồn: HASC tổng hợp



Nguồn: HASC tổng hợp

Chất lượng tài sản của NKD tương đối tốt, kỳ thu tiền bình quân của công ty trung bình ở mức 32 ngày trong khi đó vòng quay hàng tồn kho khoảng 40 ngày. Do chính sách tín dụng thương mại của NKD khá chặt chẽ nên các khoản phải thu của NKD khá lỏng, đồng thời rủi ro thấp do khách hàng thường trả tiền ngay khi nhận hàng. Đồng thời, hoạt động đầu tư vào tài sản cố định giúp cho công ty tăng trưởng lợi nhuận khá cao, do đó dù tốc độ tài sản tăng trưởng khá mạnh nhưng vòng quay tài sản cố định vẫn tăng cao từ 2,45 năm 2005 lên 3,77 năm 2009, so với 3 công ty cùng ngành thì chất lượng tài sản cố định của NKD chỉ đứng sau HHC.

Với tổng tài sản tăng trung bình 42,64%/năm từ năm 2004 – 2009 thì doanh thu của NKD tăng trung bình 23% do đó tỷ lệ ROA của NKD có xu hướng giảm từ 19,95% năm 2004 xuống còn 0,26% năm 2008 và năm 2009 là 16,73%. Tuy nhiên với việc sử dụng nợ khoảng 56% đã tạo ra đòn bẩy tài chính giúp cho tỷ lệ ROE của NKD luôn ở mức cao trung bình đạt 27,57%/năm. Nếu so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành thì hiệu quả hoạt động kinh doanh của NKD rất cao, đứng thứ 2 trong ngành về doanh thu và EPS, đứng đầu về tỷ lệ ROA và ROE.

3. TRIỂN VỌNG NKD

Theo Euromonitor, nhu cầu tiêu thụ bánh kẹo dự báo tăng 14%/năm. Đây là cơ hội rất tốt cho các doanh nghiệp trong ngành phát triển. Kế hoạch năm 2010 ban lãnh đạo NKD đề ra:

Gia tăng thị phần, đảm bảo tốc độ tăng trưởng cao và ổn định bằng việc củng cố vững chắc vị trí dẫn đầu tại thị trường bánh kẹo Miền Bắc

Đầu tư mở rộng nhà xưởng, đưa vào sản xuất các dây chuyền mới. Tiếp tục nâng công suất của các dây chuyền sản xuất hiện có: Sophie – 30%, IDO – 100%, trung thu – 30%, Cookie – 20%, kẹo chocolate – 50%

Tiếp tục đầu tư mở rộng thị trường nâng tổng số điểm bán lên trên 20.000 điểm tại thị trường phía Bắc

Đẩy mạnh đầu tư nghiên cứu sản phẩm mới phù hợp với khẩu vị, thị hiếu của người tiêu dùng phía Bắc, tạo ra lợi thế cạnh tranh với các đối thủ cùng ngành.

Dự báo năm 2010

Chúng tôi dự báo doanh thu năm nay công ty đạt khoảng 848 tỷ đồng tăng

10% so với năm trước, cao hơn mức tăng trưởng 6 tháng đầu năm do tính chất mùa vụ trung thu và Tết cổ truyền. Căn cứ vào nhu cầu thực tế và sức mua của thị trường, chúng tôi tin NKD vẫn duy trì được sự tăng trưởng của các nhóm ngành sản phẩm đặc trưng của mình. Bên cạnh đó chúng tôi kỳ vọng NKD sẽ đạt được kế hoạch đề ra đạt lợi nhuận sau thuế 100 tỷ đồng do mùa vụ trung thu sắp tới và Tết cổ truyền VN cùng với thị trường chứng khoán ấm lên trong những tháng cuối năm.

4. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp để định giá cổ phiếu NKD: Phương pháp chiết khấu dòng tiền, phương pháp P/E và P/B

Phương pháp DCF: NKD là một doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng khá ổn định dù tốc độ này không cao. Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE 1 giai đoạn để định giá NKD do dự kiến cuối quý 3 này việc sáp nhập giữa NKD và KDC sẽ hoàn tất, tuy nhiên thị phần giữa 2 công ty này không có gì thay đổi. Dựa vào kế hoạch năm 2010 của công ty và lợi nhuận đạt được trong quý II vừa qua, LNST ước tính sẽ đạt gần đúng bằng kế hoạch 100 tỷ đồng, chúng tôi dự tính tốc độ tăng trưởng của NKD đạt trung bình khoảng 10,5% trong vòng 10 năm tới. Đồng thời với mức lãi suất hiện nay khoảng 11,5%/năm, WACC theo dự đoán của chúng tôi đạt 13,72% Như vậy, theo phương pháp định giá này, giá NKD là 52,553VND.

Phương pháp P/E và P/B: chỉ có 4 doanh nghiệp kể cả NKD hoạt động trong lĩnh vực bánh kẹo niêm yết trên sàn giao dịch: Công ty CP Kinh Đô (KDC), Công ty CP Bibica (BBC), Công ty CP Bánh kẹo Hải Hà (HHC). P/E và P/B trung bình tính theo 4 DN này lần lượt là 8x và 2x. Giá được đưa ra theo phương pháp định giá này là 54,217 VND và 36,049 VND tương ứng với EPS F năm 2010 là 6,777 VND, BV tại thời điểm định giá là 18,025VND.

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng
FCFE	52.553	40%
P/E	54.217	30%
P/B	36.049	30%
Trung bình	48.101	

Tổng hợp định giá 3 phương pháp trên với trong số 40:30:30, giá cổ phiếu NKD là 48,101VND.

Khuyến nghị MUA tại mức giá an toàn là 39,000VNĐ và giá mục tiêu đạt được là 44,000 - 48,000VNĐ tương ứng tỷ suất lợi nhuận 12,82% - 23,07%.

5. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá NKD là cổ phiếu tốt và an toàn để đầu tư dựa trên hoạt động kinh doanh ổn định, tăng trưởng bền vững, Với tiềm lực tài chính mạnh, nguồn tiền mặt lớn, ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm trong quản lý và tiềm năng phát triển trong tương lai sẽ mang lại lợi nhuận cho các năm tới.

EPS dự phóng năm 2010 NKD đạt 6.777 đồng, cổ phiếu NKD đang giao dịch tại mức giá 41.100 đồng/cp, tương ứng với P/E forward là 6x

Chúng tôi khuyến nghị mua vào cổ phiếu này để hưởng mức lợi nhuận tốt từ kết quả kinh doanh trong 6 tháng cuối năm của doanh nghiệp

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN HÀ THÀNH

69 Đinh Tiên Hoàng, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: 04.39264639, Fax: 04.39429473

Web: www.hasc.com.vn