


<http://www.kinhdofood.com>

Công ty Cổ phần Kinh Đô (KDC)

141 Nguyễn Du, P. Bến Thành

Q1 Tp. Hồ Chí Minh

Mã chứng khoán: KDC

Sàn giao dịch: HsX

Ngành: Sản xuất và chế biến thực phẩm

Lĩnh vực: Sản xuất và kinh doanh bánh

Khuyến nghị: MUA

Giá mục tiêu: 62,000 VND

Giá hiện tại (15/09/2010): 52,500 VND

Vn Index (15/09/2010): 448.7



BÁN

MUA

EPS_2010(F): 7,848 VND P/E : 6.62

BVPS (30/6/2010): 33,591 VND P/B : 1.53

THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực hoạt động

- Sản xuất, chế biến và kinh doanh thực phẩm
- Kinh doanh bất động sản
- Kinh doanh mặt bằng bán lẻ
- Đầu tư tài chính



Chỉ tiêu tài chính		Đơn vị: Triệu đồng		
Năm	2008	2009	2010(H)	
Doanh thu thuần	1,455,768	1,529,355	589,511	
Lợi nhuận gộp	369,789	505,393	165,405	
Lợi nhuận SXKD	(80,112)	301,789	404,585	
LNST	(60,602)	522,943	320,543	
Tổng tài sản	2,983,410	4,247,601	3,630,677	
Vốn chủ sở hữu	2,075,923	2,418,021	2,728,514	
ROE	-3.8%	21.4%	12.0%	
ROA	-2.8%	13.3%	7.9%	
EPS ('000VNĐ)	(1,494)	6,041	3,833	
Book value('000 VNĐ)	36,346	30,336	33,591	

- KDC xây dựng chiến lược phát triển thành Tập đoàn hoạt động trong các lĩnh vực: chế biến, kinh doanh thực phẩm; kinh doanh bất động sản; bán lẻ và đầu tư tài chính.
- Hoạt động sản xuất chế biến thực phẩm tuy tỷ suất sinh lời không cao song mang lại doanh thu chính và dòng tiền thực dương phục vụ cho các hoạt động khác.
- Hoạt động kinh doanh bất động sản bắt đầu có đóng góp đáng kể vào doanh thu kể từ năm 2009 song lượng tiền mặt hoạt động này mang lại chưa tương xứng với lợi nhuận của Tập đoàn.
- Doanh thu và lợi nhuận hoạt động mang tính mùa vụ và thường tăng từ quý 3 trở đi do vào mùa vụ Trung thu và Tết Nguyên Đán.
- KDC dự kiến mở rộng quy mô sản xuất thông qua chiến lược M&A theo chiều ngang. Điều này mang lại nhiều lợi ích cho tập đoàn song cũng vì thế mà rủi ro kinh doanh cũng tăng thêm.

(*): EPS được tính là EPS điều chỉnh cho đến hết năm 2009

Thông tin chính liên quan		
Ngày	Tin tức	Nguồn
16/8/2010	KDC: 23/8 Giao dịch 841,225 cổ phiếu phát hành thêm	Www.cafef.vn
11/08/2010	KDC: 1,900 tấn bánh phục vụ mùa Trung Thu 2010	Www.cafef.vn
07/05/2010	KDC: Tỷ lệ hoán đổi giữa KIDO và KDC dự kiến là 1.1:1	Www.cafef.vn

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

ÁP LỰC CẠNH TRANH TRONG NGÀNH

Ngành hiện có tốc độ tăng trưởng nhanh

Sản xuất và chế biến thực phẩm là ngành phụ thuộc phần lớn vào chu kỳ tăng trưởng kinh tế và đối với một nước đang phát triển như Việt Nam hiện nay thì ngành đang có tốc độ tăng trưởng lớn hơn tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Thị trường bánh kẹo của Việt Nam hiện nay được đánh giá là có thể đạt tới tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân lên tới 20%/năm. Mức tiêu thụ bánh kẹo bình quân đầu người vẫn thấp hơn tương đối nhiều so với một vài nước lân cận trong khu vực. Dân số đông và mức tiêu thụ bình quân thấp là điều kiện để cho các công ty trong ngành có điều kiện tiếp tục phát triển trong thời gian tới. Thêm vào đó các sản phẩm của KDC có sự đảm bảo về chất lượng vệ sinh an toàn thực phẩm, phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng và giá thành chỉ bằng một phần so với các sản phẩm ngoại nhập (chất lượng tương đương) do đó chiếm lĩnh được lòng tin của người tiêu dùng. Sản phẩm của KDC không gặp phải trở ngại nào lớn từ phía khách hàng hiện nay.

Nguyên liệu chính bị phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu

Nguyên liệu chính được sử dụng để sản xuất bánh khô bao gồm các loại bột mì, đường, trứng, sữa, dầu ăn, bơ shortening và các loại hương liệu khác. Trong những năm qua do nhu cầu tiêu dùng nội địa tăng lên nên số lượng gia cầm được chăn nuôi được tăng mạnh. Các công ty trong ngành có thể thu mua những nguyên liệu này ở thị trường nội địa dẫn đến làm giảm sự phụ thuộc vào biến động giá thế giới và rủi ro về tỷ giá. Bột mì là nguyên liệu Việt Nam không sản xuất được do điều kiện tự nhiên song mặt hàng này lại được cung cấp rộng rãi trên thị trường thông qua các công ty nhập khẩu. Hơn thế nữa Nhà nước không có quy định nào về hạn chế về số lượng nhập khẩu bột mì nên nguyên liệu luôn được bảo đảm. Những nguyên liệu khác như đường, các gia vị khác công ty trong ngành có thể tùy chọn nhà cung cấp trong hay ngoài nước. Tuy nhiên nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng khá lớn 65% - 70% trong cơ cấu giá thành của sản phẩm nên nếu nguyên vật liệu tăng giá sẽ làm giảm lợi nhuận gộp trong ngắn hạn do công ty không thể tăng giá bán ngay lập tức. Do đó vấn đề dự trữ hàng tồn kho không những đảm bảo cho hoạt động ổn định mà còn ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng sinh lời.

Sự cạnh tranh của các công ty hiện tại là không lớn

Nhóm công ty Kinh Đô bao gồm NKD và KDC hiện đang là nhóm công ty dẫn đầu thị trường bánh kẹo Việt Nam với thị phần lên tới 28%. Công ty hiện đang chiếm lĩnh thị trường nội địa với bốn với nhóm sản phẩm chính là: bánh trung thu, bánh quy, bánh cracker và bánh bông lan với thị phần lần lượt là 75%, 25%, 34% và 29%. Trên sàn niêm yết hiện có một số công ty cùng hoạt động sản xuất bánh kẹo với KDC là NKD, HHC và BBC song nếu xét về quy mô cũng như thị trường tiêu thụ thì các công ty này chưa phải là đối thủ cạnh tranh ngang tầm với KDC. Đây là những công ty có tương đối nhỏ so với KDC, khả năng sinh lời từ hoạt động chính cũng như ROA, ROE cũng chỉ bằng một nửa hoặc một phần ba. Thị trường bánh kẹo trong nước không có công ty nào chiếm lĩnh vị trí độc quyền song KDC là công ty có lợi thế bởi có thị phần lớn.

Công ty trong ngành không ngừng đưa ra những sản phẩm mới

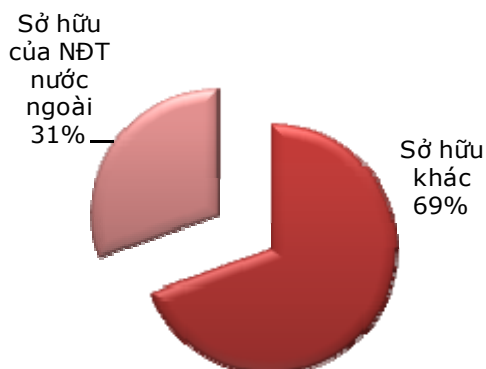
KDC hiện nay đang sở hữu một loạt các dây chuyền sản xuất bánh kẹo đa dạng bao gồm bánh cookie, bánh trung thu, cracker, bánh mì công nghiệp và bánh bông lan công nghiệp, bánh quế, socola. Một số sản phẩm sau thời gian tăng trưởng cao đã bắt đầu có tốc độ tăng chậm lại hoặc giảm thị phần. Thị phần mỗi loại sản phẩm tăng hay giảm còn phụ thuộc vào thị hiếu người tiêu dùng qua mỗi một giai đoạn. Vì thế sự gia nhập của một sản phẩm nào mới nào trong ngành cũng có khả năng trở thành đối thủ cạnh tranh tiềm tàng cho chính các sản phẩm hiện tại. Các doanh nghiệp không ngừng tiến hành các hoạt động R&D liên tục đưa ra thị trường những dòng sản phẩm mới bên cạnh những sản phẩm có tính truyền thống của mình.

Rào cản cho các công ty mới gia nhập ngành

Hiện nay các công ty trong ngành đang phải đối mặt với vấn đề quan trọng nhất là vệ sinh an toàn thực phẩm. Các tiêu chuẩn của cơ quan pháp luật đưa ra mặc dù chưa thực sự chặt chẽ. Song phản ứng của người tiêu dùng sẽ là một yếu tố khiến doanh thu của công ty bị ảnh hưởng VD: sữa nhiễm melamin, hay nước tương.... Những công ty lớn thường sở hữu dây chuyền công nghệ hiện đại, nguồn cung cấp nguyên liệu ổn định như KDC sẽ có lợi thế hơn những công ty nhỏ không đáp ứng được những yêu cầu này. KDC đang có định hướng mở rộng hoạt động sang lĩnh vực bán lẻ bằng cách mở thêm các điểm Kinh Đô's Bakery và K—Do Bakery&Café mới tại các khu vực có mật độ dân cư phát triển nhanh và các khu đô thị mới. Hệ thống phân phối được mở rộng hơn cũng là rào cản cho các công ty mới đang muốn thâm nhập vào thị trường.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Cơ cấu cổ đông



Lịch sử hình thành và cơ cấu cổ đông:

Xuất phát là một doanh nghiệp tư nhân được thành lập vào năm 1993, KDC nhanh chóng phát triển chiếm lĩnh thị trường để trở thành công ty dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất bánh kẹo và chế biến thực phẩm tại Việt Nam.

Chính vì xuất thân là một doanh nghiệp tư nhân nên trong cơ cấu cổ đông của KDC không có sự tham gia của nhà nước. Sở hữu đa phần thuộc về chủ tịch Hội đồng quản trị Trần Kim Thành.

KDC cũng là một cổ phiếu nhận được sự quan tâm của khá nhiều các tổ chức tài chính lớn như: Deutsche Bank hay Citi Group....Với tỷ lệ room nắm giữ trên 30% cũng cho thấy KDC giành được sự chú ý nhiều từ các nhà đầu tư nước ngoài.

STT	Họ và tên	Chức vụ
	Hội đồng quản trị	
1	Ông Trần Kim Thành	Chủ tịch
2	Ông Trần Lệ Nguyên	Phó chủ tịch
3	Ông Wang Ching Hua	Ủy viên
4	Bà Vương Bửu Linh	Ủy viên
5	Ông Cô Gia Thọ	Ủy viên
	Ban giám đốc	
1	Ông Trần Lệ Nguyên	Tổng giám đốc
2	Ông Wang Ching Hua	Phó tổng giám đốc
3	Ông Lương Quang Hiến	Phó tổng giám đốc
4	Ông Vương Ngọc Xiêm	Phó tổng giám đốc
5	Ông Lê Phụng Hào	Phó tổng giám đốc
6	Ông Nguyễn Xuân Lân	Phó tổng giám đốc
7	Ông Mai Xuân Trầm	Phó tổng giám đốc
8	Ông Bùi Thanh Tùng	Phó tổng giám đốc
9	Ông Nguyễn Khắc Huy	Phó TGD điều hành
10	Ông Bùi Thanh Tùng	Phó tổng giám đốc
11	Ông Lê Anh Quân	Phó TGD Marketing
12	Ông Foo Wooh Seng	Phó TGD R&D
13	Ông Nguyễn Quốc Nam	Phó TGD Phát triển nguồn nhân lực

Ban điều hành và tổ chức hoạt động

Ban điều hành của KDC có sự tham gia đồng đạo của các chuyên gia trong ngành chế biến thực phẩm và bán lẻ trong và ngoài nước. Với mỗi vị trí Phó tổng giám đốc phụ trách một phần chuyên môn công việc riêng như vậy sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho hoạt động của KDC được chuyên nghiệp và thông suốt hơn. Những vị trí then chốt trong ban lãnh đạo đồng thời cũng là những người nắm trong hội đồng quản trị của công ty nên sự xung đột và mâu thuẫn về lợi ích sẽ được giảm thiểu đi đáng kể. Các cổ đông nhỏ có thể tin tưởng vào hoạt động điều hành của ban giám đốc.

Với KDC, công ty cũng xác định chiến lược cho mình trong những năm tới là M&A để hiện thực hóa chiến lược tăng trưởng trong vòng 10 năm tới. Vì thế nên KDC tổ chức hoạt động dựa trên cơ sở xây dựng các team: Growth (sales, marketing và R&D); cost team (manufacture, purchasing, logistic); support (FA, HR, IT và training) cho từng ngành hàng (các loại sản phẩm khác nhau) để tạo tính tập trung và hiệu quả nhất. Việc tổ chức hoạt động theo các team cho các ngành hàng tạo nên sự chuẩn hóa trong hoạt động, giúp cho các công ty mới được M&A với Kinh Đô nhanh chóng hòa nhập được.

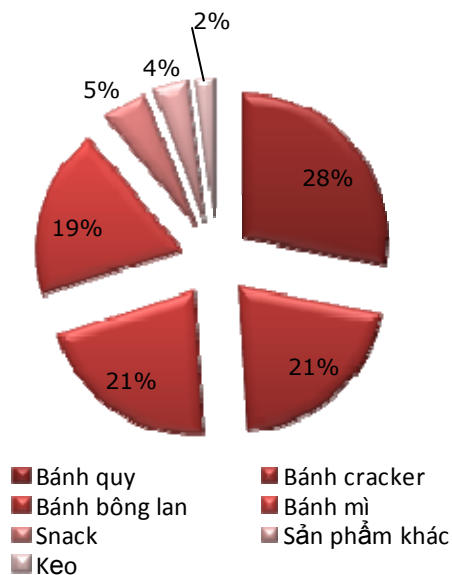
Chính sách cổ tức của doanh nghiệp

Mức độ tăng trưởng lợi nhuận hợp lý cùng với chính sách cổ tức rõ ràng khiến cho tỷ lệ chi trả cổ tức của KBC cho cổ đông ổn định. Theo như nghị quyết của HĐQT, KDC cố gắng duy trì mức cổ tức bằng tiền mặt là 24% và 20% bằng cổ phiếu mỗi năm. Đây là mức cổ tức tương đối cao so với các cổ phiếu niêm yết trên sàn hiện nay. Đây cũng là một yếu tố thể hiện đặc tính của một cổ phiếu bluechip.

Năm	Hình thức	Tỷ lệ
2005	Tiền mặt	8%
2006	Tiền mặt	18%
2007	Tiền mặt	18%
2008	Tiền mặt	18%
2009	Tiền mặt	24%
2010F	Tiền mặt	24%

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

Sản phẩm chính thuộc lĩnh vực sản xuất chế biến thực phẩm

Cơ cấu sản phẩm của KDC cung cấp cho thị trường đa dạng về chủng loại và có nhiều dòng sản phẩm khác nhau. Hiện nay KDC đang chú trọng đến bốn dòng sản phẩm mang lại doanh thu chủ yếu là bánh quy, bánh bông lan, bánh cracker và bánh mì bằng cách đầu tư mới các dây chuyền sản xuất. Định hướng của KDC trong một vài năm tới không chỉ dừng lại ở các sản phẩm bánh kẹo mà còn mở rộng sang các lĩnh vực như sữa và nước giải khát. Chiến lược của công ty trong thời gian tới là tập trung phát triển các sản phẩm có tốc độ tăng trưởng, doanh thu lớn và lợi nhuận cao.

Thị trường tiêu thụ và thị phần

Hiện nay thị trường tiêu thụ chính của KDC là thị trường nội địa, thị trường xuất khẩu mặc dù càng ngày càng tiến triển hơn song vẫn chỉ đóng góp một phần nhỏ (khoảng 10%) vào tổng thu nhập của công ty. Thị trường trong nước của KDC trải dài từ Bắc vào Nam trong khi các thị trường xuất khẩu chính bao gồm Nhật, Mỹ, Campuchia và Đài Loan.

Hiện tại KDC đang dẫn đầu trên thị trường bánh kẹo Việt Nam với thị phần khoảng 28%. **Riêng về chủng loại bánh trung thu KDC đang có lợi thế lớn trên thị trường với thị phần lên tới 75% trên cả nước.**

Thị trường tiêu thụ



Mạng lưới phân phối

KDC (tính chung cho cả NKD) có mạng lưới phân phối rộng khắp trên cả nước với khoảng 200 nhà phân phối, 40 cửa hàng Kinh Đô Bakery, hơn 75,000 điểm bán lẻ và hơn 1,000 nhân viên bán hàng trên cả nước. Mạng lưới phân phối của KDC được đánh giá là một trong những hệ thống phân phối mạnh trên cả nước, thích ứng được với những biến động của thị trường.

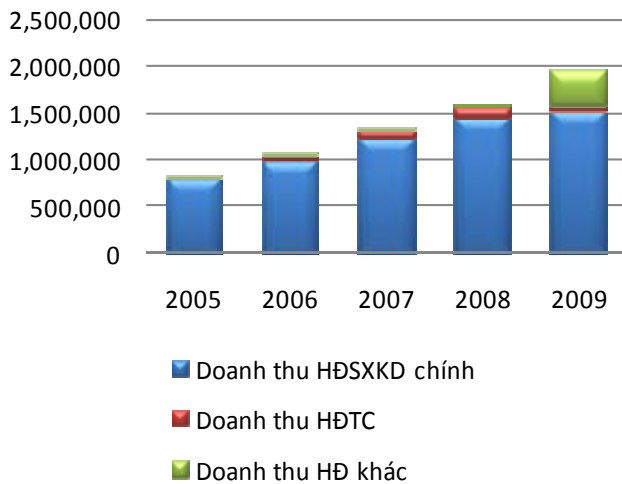
Các hoạt động M&A trong thời gian tới

Nghị quyết HĐQT của KDC đã thống nhất thông qua việc hợp nhất NKD và KIDO vào KDC với tỷ lệ chuyển đổi cổ phiếu của hai công ty này với KDC là 1,1 : 1. Việc sáp nhập này là bước đầu tiên trong tiến trình mở rộng hoạt động của công ty bằng cách sáp nhập với các công ty khác trở thành Tập đoàn chế biến thực phẩm hàng đầu Việt Nam. Lợi ích của việc làm này đối với các cổ đông là EPS sẽ lớn hơn trước, thông tin minh bạch hơn và rất nhiều lợi thế khác như thặng dư vốn, bất động sản...

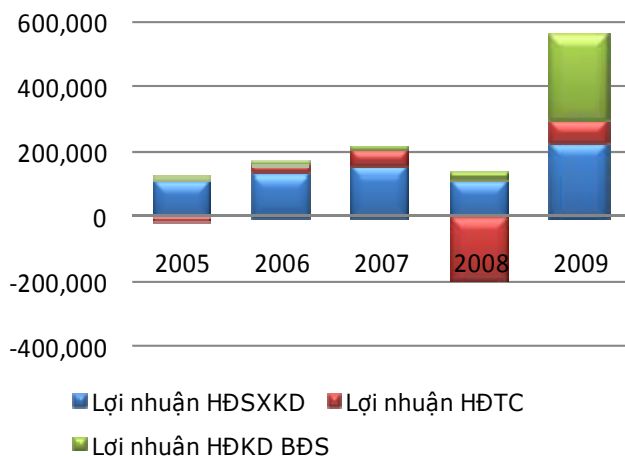
STT	Công ty con	Tỷ lệ sở hữu	Lĩnh vực hoạt động chính
1	CTCP Kinh đô Bình Dương	80%	Chế biến nông sản thực phẩm, bánh kẹo, nước tinh khiết và nước ép trái cây
2	CTCP Vinabico	51%	Kinh doanh các sản phẩm bánh kẹo và sản xuất nước uống tinh khiết
	Công ty liên kết		
1	CTCP KIDO	28%	Sản xuất và kinh doanh các loại thực phẩm và đồ uống như kem ăn, sữa và các loại sản phẩm làm từ sữa
2	Công ty TNHH Tân An Phước	49%	Kinh doanh bất động sản

LĨNH VỰC HOẠT ĐỘNG

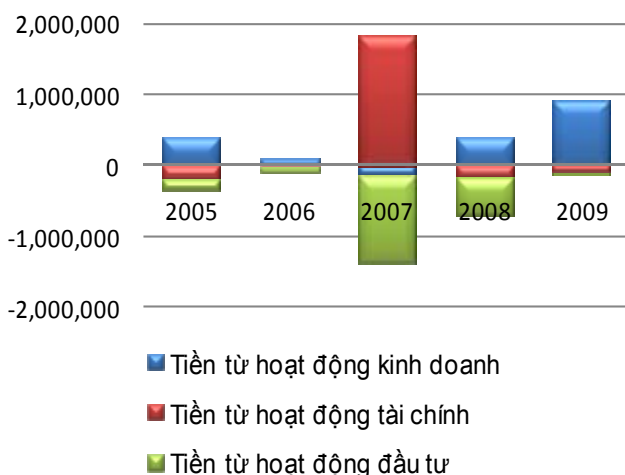
Doanh thu từ các mảng kinh doanh



Lợi nhuận từ các mảng kinh doanh



Dòng tiền từ các mảng hoạt động



Chiến lược phát triển của công ty

Năm 2010, KDC tiếp tục chiến lược phát triển của mình trở thành Tập đoàn thực phẩm hàng đầu Việt Nam và hướng tới một Tập đoàn hoạt động đa ngành: thực phẩm, địa ốc, tài chính và bán lẻ. Tuy mở rộng sang các lĩnh vực hoạt động khác nhau song chúng tôi nhận thấy những hoạt động này của KDC đều hướng tới lĩnh vực kinh doanh cốt lõi nên không bị phân tán trong việc đầu tư. Điều này được thể hiện như sau:

- Hoạt động chế biến thực phẩm: hiện tại đang được KDC đẩy mạnh mở rộng cả chiều rộng và chiều sâu thông qua các giao dịch M&A.
- Hoạt động bán lẻ: tận dụng được mạng lưới phân phối lớn hiện có, tiến hành mua franchise của các chuỗi cửa hàng lớn trên thế giới, tiến hành bán franchise để mở rộng hệ thống không chỉ trong nước mà cả nước ngoài.
- Hoạt động kinh doanh bất động sản: tập trung vào mảng cao ốc văn phòng cho thuê và mặt bằng bán lẻ.
- Hoạt động đầu tư tài chính: hiện đang tập trung vào hai lĩnh vực chính là đầu tư vào các công ty thực phẩm và góp vốn vào các dự án bất động sản tiềm năng.

Chiến lược này đã được KDC xây dựng trong những năm trước song đến năm 2009 các mảng kinh doanh này mới đem lại doanh thu và thu nhập cho tập đoàn.

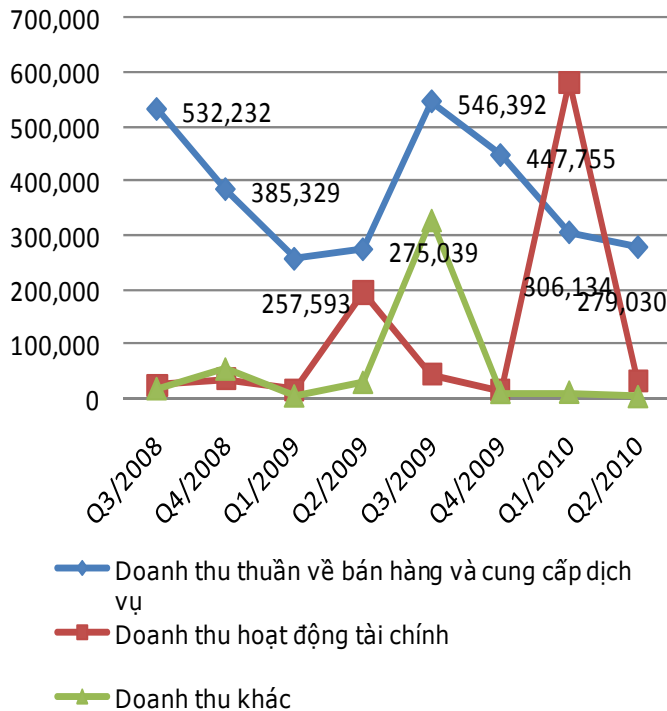
- Doanh thu từ hoạt động sản xuất, chế biến thực phẩm vẫn là nguồn chính khi chiếm đến 90% doanh thu của tập đoàn qua các năm. Đây cũng là mảng kinh doanh mang lại nguồn lợi nhuận ổn định và lượng tiền mặt lớn cho KDC. Có thể thấy rằng chế biến thực phẩm tạo tiền đề cho các mảng kinh doanh khác của KDC phát triển.
- Mảng kinh doanh bất động sản mới chỉ bắt đầu mang lại doanh thu và thu nhập đáng kể từ năm 2009 song lượng tiền mặt thu từ hoạt động này lại không tương xứng với lợi nhuận đóng góp vào tập đoàn.
- Hoạt động đầu tư tài chính ngoài việc tham gia vào các dự án M&A, tập đoàn còn tham gia đầu tư vào cổ phiếu niêm yết trên sàn. Song đây là mảng kinh doanh tương đối rủi ro khi lợi nhuận hàng năm không ổn định do bị phụ thuộc nhiều vào diễn biến trên thị trường chứng khoán. Riêng năm 2008 do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính thế giới mà lợi nhuận của toàn tập đoàn bị lỗ do đầu tư tài chính. Năm 2007 là năm duy nhất mà hoạt động tài chính mang lại dòng tiền thực dương cho tập đoàn do năm đó công ty tăng vốn điều lệ tương đối mạnh.

Tóm lại:

Mặc dù tỷ suất sinh lợi của hoạt động chế biến thực phẩm không cao bằng nếu như so sánh với hoạt động đầu tư tài chính và kinh doanh bất động sản song nó lại đem đến cho tập đoàn nguồn thu nhập ổn định và quan trọng hơn là lượng tiền mặt tương đối lớn phục vụ cho các mảng kinh doanh khác.

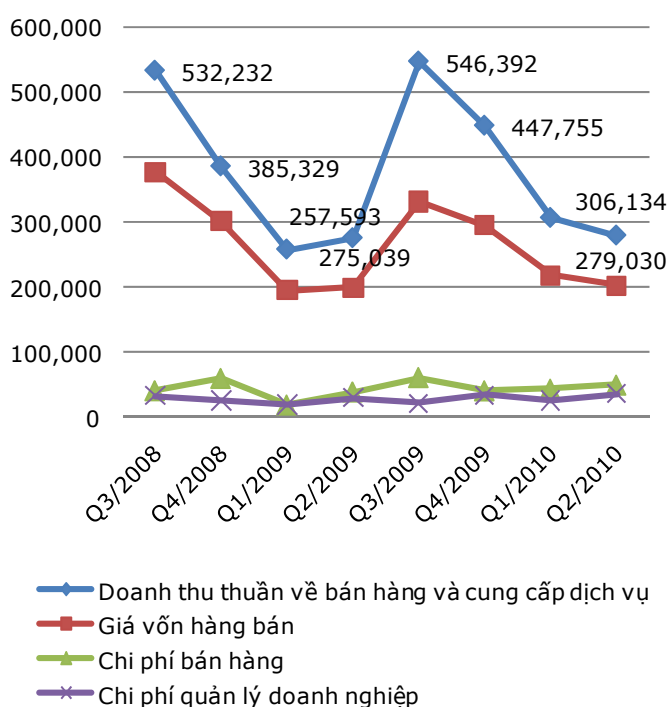
LĨNH VỰC KINH DOANH CHÍNH

Doanh thu từ các hoạt động của KDC



Chi phí sản xuất phần lớn phụ thuộc vào nguyên liệu đầu vào.

Mối quan hệ doanh thu và chi phí từ hoạt động chính



Doanh thu từ hoạt động chính của KDC mang tính chất mùa vụ trong năm.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu sản xuất bình quân theo năm của KDC trong giai đoạn 2005—2009 bình quân khoảng 22%/năm. Tuy nhiên đặc điểm của hoạt động này là phụ thuộc khá lớn vào tính chu kỳ của nền kinh tế. Trong năm 2009 do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế thế giới mà tốc độ tăng trưởng doanh thu cũng chậm lại và năm 2010 chắc chắn chưa thể hồi phục lại được.

Theo dõi doanh thu kinh doanh thực phẩm của KDC qua các quý, chúng tôi nhận thấy hoạt động sản xuất có sự biến động theo chu kỳ giữa các quý trong năm. Trong đó **doanh thu thường tăng mạnh vào quý 3 trùng với khoảng thời gian sau tết Trung thu là thời điểm lượng tiêu thụ sản phẩm của KDC mạnh nhất trong năm.** Điều này cũng có thể lý giải được bởi sản phẩm bánh trung thu của công ty chiếm đến 75% thị phần bánh của cả nước nên đây cũng được coi là thời điểm thuận lợi nhất cho kết quả kinh doanh trong năm.

Giá vốn hàng bán chiếm tỷ lệ từ 70% đến 75% so với doanh thu thuần. Như vậy khi nguyên liệu đầu vào biến động giá rất có khả năng ảnh hưởng tới doanh thu hoạt động. Đối với sản xuất và chế biến hàng tiêu dùng (thực phẩm) khi chi phí đầu vào tăng nhà sản xuất có khả năng đẩy phần tăng giá vào giá bán thành phẩm song trong điều kiện kinh tế không thuận lợi dẫn đến lượng cầu giảm (sản lượng tiêu thụ giảm) và vì thế làm cho doanh thu sụt giảm theo. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp chiếm tỷ trọng nhỏ so với doanh thu và ổn định qua các quý. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (không tính hoạt động tài chính) chỉ khoảng từ 10% đến 15% so với doanh thu. Năm nay mặc dù giá nguyên liệu sản xuất bánh trung thu đầu vào tăng thêm 25% so với năm 2009 nhưng công ty chỉ tăng giá bán thêm 10% điều này sẽ làm cho tỷ suất sinh lời hoạt động của KDC sẽ giảm tương đối so với năm trước.

Tóm lại: Hoạt động chính của KDC phụ thuộc vào chu kỳ của nền kinh tế và có tính chất thời vụ cao trong năm. Tốc độ tăng trưởng doanh thu sản xuất hiện đang chậm lại, thu nhập từ hoạt động tài chính không ổn định trong khi lợi nhuận bất thường chỉ mang tính chất thời điểm.

Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn của KDC chiếm từ 30% - 40% giá trị tổng tài sản chủ yếu là cổ phiếu. Chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong cơ cấu đầu tư song thu nhập từ các tài sản này dễ biến động cùng với biến động chung của thị trường chứng khoán. Cùng với hoạt động tài chính thì thu nhập từ các hoạt động khác như chênh lệch đánh giá lại tài sản cũng là một nguồn mang lại lợi nhuận không nhỏ cho KDC vào những thời điểm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính không thuận lợi. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây là những khoản thu nhập mang tính chất bất thường và không phản ánh được bản chất hoạt động của công ty. Trong tương lai ngoài sản xuất chế biến thực phẩm thì kinh doanh bất động sản cũng có khả năng mang lại lợi nhuận ổn định cho KDC.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Để nhìn nhận hoạt động của KDC trong quá khứ được rõ nét hơn, chúng tôi tiến hành phân tích các tỷ số tài chính của KDC dựa trên một số các nhóm chỉ tiêu tài chính cơ bản như sau:

Khả năng thanh toán

Chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh của KDC tương đối ổn định qua các năm và ở mức chấp nhận được vì đều lớn hơn 1. Tuy nhiên sự chênh lệch giữa chỉ tiêu thanh toán nhanh và thanh toán bằng tiền tương đối lớn. Điều này là do KDC tập trung một phần tài sản ngắn hạn của mình vào các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm từ 10% đến 12% tổng tài sản của KDC. Bên cạnh việc làm khả năng thanh toán bằng tiền bị giảm so với thanh toán nhanh mà suất sinh lời của KDC cũng bị ảnh hưởng do hiệu quả hoạt động này không cao.

Cơ cấu vốn

Hệ số nợ trong cơ cấu vốn của KDC qua các năm ở mức tương đối thấp (dưới 40%) và đa phần là các khoản nợ ngắn hạn nên không đáng lo ngại nhiều. Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn ở mức hợp lý làm cho công ty không mất nhiều chi phí trả lãi song KDC sẽ không sử dụng được lợi thế của đòn bẩy tài chính. Cơ cấu vốn được duy trì khá ổn định qua các năm với tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn xấp xỉ 40%/năm.

Khả năng hoạt động

Vòng quay các khoản phải thu của KDC ngày càng giảm dần khiến cho số ngày thu tiền từ hoạt động bán hàng càng ngày càng tăng lên chứng tỏ chính sách tín dụng thương mại ngày càng được mở rộng với khách hàng. Trái ngược với khoản phải thu vòng quay khoản phải trả càng ngày càng bị thu hẹp lại, số ngày thu được tiền gấp khoảng 3 đến 4 lần so với số ngày phải thanh toán các khoản phải trả. Điều này chứng tỏ KDC bị chiếm dụng vốn từ các đối tác tương đối lớn và sẽ làm giảm vòng quay vốn của công ty. Mặc dù doanh thu hàng năm đều tăng đều đặn song tốc độ tăng lên đó nhỏ hơn so với tốc độ tăng của tổng tài sản và tài sản cố định nên vòng quay các loại tài sản này đều giảm xuống từ năm 2005 đến năm 2009. Hiện nay trên sàn niêm yết có một số cổ phiếu cũng hoạt động trong ngành sản xuất và chế biến thực phẩm như KDC là HHC; BBC và NKD song các công ty này chỉ đơn thuần chỉ tập trung vào hoạt động sản xuất kinh doanh chính mà không mở rộng sang lĩnh vực đầu tư tài chính và kinh doanh bất động sản dưới hình thức một tập đoàn như KDC nên rất khó có thể lấy làm các đối thủ cạnh tranh để so sánh với KDC.

Khả năng sinh lời

Lợi nhuận của KDC đến từ ba nguồn chính: hoạt động sản xuất kinh doanh, hoạt động tài chính và các khoản thu nhập bất thường (đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản và thanh lý tài sản cố định). Tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động chính của KDC khoảng 14% - 15% trong khi của HHC và BBC chỉ từ 5% - 7%. Thu nhập chính của hoạt động tài chính là lãi từ tiền gửi ngân hàng trong khi chi phí tài chính chủ yếu lại là lỗ do thanh lý các khoản đầu tư và chi phí lãi vay khiến cho lợi nhuận của hoạt động này thiếu tính ổn định qua các năm. Trong khi đó hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản mang lại suất sinh lợi tương đối ổn định (trên 60%/năm). Như vậy qua phần phân tích trên nếu như KDC mở rộng hoạt động sản xuất chính với tốc độ tăng trưởng ổn định và kinh doanh bất động sản thuận lợi thì lợi nhuận trong những năm tới được đảm bảo. Hoạt động tài chính tương đối rủi ro với lợi nhuận của công ty.

Ngoài việc lợi nhuận bị âm năm 2008 do hoạt động tài chính bị lỗ nặng nề khiến cho ROA và ROE bị âm còn lại các năm khác suất sinh lời tổng hợp của công ty đều tăng trưởng với tốc độ tương đối ổn định và cao hơn hẳn so với một số doanh nghiệp khác cùng lĩnh vực như HHC và BBC. Đây cũng là một trong yếu tố chứng tỏ KDC đang là một trong những công ty dẫn đầu trong lĩnh vực chế biến và sản xuất thực phẩm tại Việt Nam.

Đánh giá hiệu quả dòng tiền

Mặc dù suất sinh lợi của hoạt động kinh doanh chính thấp hơn hẳn so với hoạt động tài chính và kinh doanh bất động sản song đây lại là một hoạt động vô cùng quan trọng với công ty bởi nó mang đến cho KDC một lượng tiền mặt lớn và ổn định (trừ năm 2007). Chỉ có hoạt động sản xuất mới mang lại cho KDC dòng tiền thực dương qua các năm (trừ năm 2007) hai hoạt động còn lại dòng tiền mang về theo các năm đa phần bị âm. Chính vì thế mà trong chiến lược của phát triển KDC thành tập đoàn đa ngành với ba mảng chính còn là chiến lược mở rộng hoạt động kinh doanh chính, tăng tốc độ tăng trưởng thông qua hoạt động M&A.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

KDC là tập đoàn chế biến kinh doanh thực phẩm hàng đầu Việt Nam.

- KDC hiện đang là tập đoàn sản xuất chế biến thực phẩm hàng đầu Việt Nam với rất nhiều lợi thế: hệ thống máy móc và dây chuyền sản xuất hiện đại, chất lượng sản phẩm đảm bảo, giá thành hợp lý, mạng lưới phân phối rộng, thương hiệu mạnh.
- KDC cũng xây dựng hệ thống quản trị hiện đại, ứng dụng nhiều phương pháp quản lý tiên tiến vào vận hành hoạt động, ban lãnh đạo có nhiều chuyên gia giỏi và tính chuyên môn hóa cao.
- KDC hiện đang sở hữu những dự án bất động sản nằm ở những vị trí đẹp ở trung tâm như dự án Tân An Phước, dự án SJC Tower và tòa nhà tại số 141 Nguyễn Du, quận 1 thành phố Hồ Chí Minh.

Điểm yếu

Tốc độ tăng trưởng của một số mặt hàng chậm lại và các đối thủ cạnh tranh về thị phần cũng tăng lên.

- Hoạt động đầu tư tài chính tiềm ẩn khá nhiều rủi ro cho KDC khi lợi nhuận mang lại không ổn định, dòng tiền thực âm qua các năm do chịu biến động nhiều từ thị trường chứng khoán.
- Việt Nam đang trong quá trình hội nhập vào WTO cho nên việc cắt giảm thuế quan đối với các sản phẩm nhập khẩu sẽ là một yếu tố làm tăng cạnh tranh với các sản phẩm của KDC.
- Một số các sản phẩm chính như snack đã có thời gian tồn tại tương đối dài nên bắt đầu bước vào giai đoạn tăng trưởng chậm lại và sự cạnh tranh về mặt thị phần cũng vì thế mà tăng lên.

Cơ hội

Mở rộng hoạt động chính thông qua M&A và các lĩnh vực hoạt động khác phát triển thành tập đoàn kinh doanh đa ngành.

- Mở rộng lĩnh vực chế biến thực phẩm thông qua các hoạt động M&A giúp cho KDC giảm bớt các chi phí trung gian (đối với những đơn vị trực thuộc) cải thiện được tỷ suất sinh lời. Đối với các công ty khác, M&A là cách nhanh chóng nhất để mở rộng lĩnh vực kinh doanh đối với các sản phẩm tiềm năng mới.
- Các dự án kinh doanh bất động sản dù chưa mang lại dòng thực dương tại thời điểm hiện tại song trong tương lai khi thu được tiền về sẽ là một nguồn quan trọng bổ sung cho các hoạt động kinh doanh khác.

Thách thức

Rủi ro kinh doanh và kinh doanh bán lẻ (Kinh Do Bakery) sẽ là những thách thức cho KDC trong thời gian tới.

- Sáp nhập với NKD và Kido sẽ khiến cơ cấu sản phẩm của KDC được mở rộng không chỉ ở các loại bánh kẹo mà còn phát triển sang các sản phẩm khác như kem, sữa, nước giải khát. Việc mở rộng này sẽ không tránh khỏi những phát sinh liên quan đến rủi ro trong kinh doanh.
- Hoạt động bán lẻ mà đích hướng tới là hệ thống các điểm Kinh Do Bakery và Kinh Do Café kết hợp với franchise trong và ngoài nước sẽ là điều thu hút khách hàng trong thời gian tới. Nếu như Trung Nguyên đã rất thành công với chuỗi cửa hàng Trung Nguyên và chuỗi cửa hàng G7 thì những điểm Kinh Do Bakery sẽ cần có thời gian để chứng tỏ khả năng của mình trong lĩnh vực mới mẻ này.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu KDC theo phương pháp thu nhập phụ trội dành cho chủ sở hữu dựa trên những giả định như sau.

Những giả định cơ bản về tình hình kinh tế vĩ mô trong thời gian sắp tới:

- Lãi suất cơ bản VNĐ là 8%/năm dự báo lãi suất này sẽ được duy trì hết năm 2010.
- Lạm phát năm 2009 ở mức 6.88%/năm. Sang năm 2010 các chính sách của chính phủ vẫn tập trung vào việc khống chế lạm phát dưới hai con số. Theo như dự báo của chúng tôi lạm phát trung bình cho giai đoạn 2010 đến 2015 là 8%/năm.
- Phần bù rủi ro thị trường được xác định cho giai đoạn 2010 đến 2015 là 6.5%/năm căn cứ vào phần bù rủi ro thị trường Mỹ hiện nay là 3% và phần bù rủi ro quốc gia của Việt Nam và Mỹ là 3.5%.

Mô hình được xây dựng là mô hình định giá ba giai đoạn với các giả định như sau:

- **Giai đoạn 1: Từ năm 2010 đến 2014**

- Trong hai quý đầu năm vừa qua, KDC đã hoàn thành được 31% kế hoạch doanh thu và 51.28% kế hoạch lợi nhuận sau thuế. Nếu như theo đúng quy luật hàng năm, quý 3 sẽ là quý mà doanh thu và lợi nhuận của công ty sẽ đạt cao nhất trong năm thì chúng tôi hoàn toàn có thể tin tưởng là KDC sẽ hoàn thành kế hoạch đề ra đầu năm. Lợi nhuận năm 2010 được xây dựng trên tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình của ngành là 20%/năm.
- Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hàng năm được tính toán dựa trên công thức cơ bản: lấy tỷ lệ thu nhập giữ lại nhân với suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của cổ phiếu.
- Lãi suất chiết khấu chính là chi phí vốn chủ sở hữu được xác định với hệ số đo lường rủi ro biến động giá cổ phiếu so với biến động chung của toàn thị trường (bêta) là 1.02. Với lãi suất phi rủi ro là 12%, phần bù rủi ro lãi suất là 6.5% thì tỷ suất chiết khấu giai đoạn này ở mức 18%/năm.
- Giả định tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt được KDC duy trì ổn định qua các năm là 24% tính trên mệnh giá cổ phiếu, tỷ lệ này nếu được tính bằng cổ tức/ EPS hàng năm sẽ vào khoảng 30%/năm.
- Được biết trong quý 3, công ty sẽ tiến hành sáp nhập NKD và KIDO vào với tỷ lệ chuyển đổi là 1,1 : 1. Tuy nhiên hiện nay chưa có thông tin chính xác là vào thời điểm nào hai công ty này sẽ sáp nhập vào KDC nên chúng tôi tạm thời chưa tính đến phương án chuyển đổi này vào trong việc định giá.
- Các dự án được thực hiện và đưa vào hoạt động sẽ gần với thời điểm được xác định trong tương lai.

- **Giai đoạn 2: Từ năm 2014 đến năm 2019**

Trong giai đoạn này lãi suất phi rủi ro sẽ hạ xuống 10%/năm, phần bù rủi ro thị trường là 6.0%. Mức biến động giá cổ phiếu KDC so với biến động chung của toàn thị trường là không nhiều nên giả định Bêta của cổ phiếu vẫn chỉ xoay quanh giá trị xấp xỉ 1. Lãi suất chiết khấu cho giai đoạn này ở mức 15.4%/năm.

- **Giai đoạn 3: Từ năm 2020 đến sau này.**

Tốc độ tăng trưởng dài hạn của kinh tế Việt Nam là 5%/năm, tốc độ tăng dân số dài hạn cũng sẽ xấp xỉ ở mức 1.5%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của KDC được chúng tôi dự báo sẽ ổn định ở mức 7%/năm. Chi phí vốn chủ sở hữu giai đoạn này ở mức 10%/năm.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Kết quả định giá thu nhập vượt trội cho cổ phiếu KDC như sau:

Giá cổ phiếu KDC được xác định theo phương pháp thu nhập vượt trội ba giai đoạn là 62,000 VNĐ đồng. Đây cũng là mức giá chúng tôi khuyến nghị cho cổ phiếu cho đến thời điểm hiện tại.

Giá trị sổ sách KDC (31/12/2009)	30,336
Giá trị vượt trội từ 2010 đến 2019	11,918
Giá trị vượt trội giai đoạn cuối cùng	19,469
Giá cổ phiếu KDC hiện tại	61,723

Sau khi đã tính toán giá cổ phiếu KDC theo một phương án được chọn là phương án cơ sở, chúng tôi nhận thấy giá trị của giai đoạn 3 (giai đoạn cuối cùng) có ảnh hưởng lớn nhất tới giá cổ phiếu. Bảng độ nhạy dưới đây xác định giá trị cổ phiếu theo hai yếu tố lãi suất chiết khấu (giai đoạn 3) và tốc độ tăng trưởng (giai đoạn 3) sẽ đưa cho các nhà đầu tư các giá trị của cổ phiếu phù hợp với sự kỳ vọng của mỗi người. Trong đó:

Giá cơ sở		Lãi suất chiết khấu				
		10%	11%	12%	13%	14%
Tốc độ tăng trưởng	4%	58,023	55,770	54,081	52,767	51,715
	5%	61,359	58,175	55,900	54,195	52,868
	6%	66,363	61,541	58,326	56,030	54,308
	7%	74,702	66,590	61,723	58,478	56,160
	8%	91,381	75,005	66,818	61,905	58,630
	9%	141,418	91,836	75,309	67,045	62,087

Trên thị trường niêm yết cũng như thị trường chưa niêm yết Việt Nam hiện nay không có công ty nào có quy mô tương xứng với KDC để có thể lựa chọn các chỉ tiêu định giá theo phương pháp hệ số tương đối (P/E và P/B) so sánh với KDC. Nếu như KDC hoàn thành kế hoạch đề ra từ đầu năm nay mức EPS dự báo cho năm 2010 xấp xỉ 7,848 VNĐ. Giá trị sổ sách cho đến cuối năm là 35,784 VNĐ. Hiện nay KDC đang được chúng tôi xếp vào nhóm ngành Sản xuất và chế biến thực phẩm, ngành này hiện nay đang có mức P/E là 8.45 thấp hơn một chút so với mức trung bình chung của thị trường (Sàn HoSE: 10.55 — Sàn HnX: 9.28) (tính theo mức giá ngày 13/09/2010). Nếu như lấy mức P/E kỳ vọng cho KDC hiện tại là 9x thì mức giá được dự tính là 71,000 VNĐ. Mặc dù giá tính theo phương pháp hệ số tương đối không chênh lệch nhiều so với mức giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền song chúng tôi vẫn nghiêng về mức giá 62,000 VNĐ cho mục tiêu đầu tư dài hạn, giá theo P/E chỉ mang tính chất tham khảo. Nếu so sánh giữa mức giá mục tiêu và mức giá hiện tại của KDC là 52,500 VNĐ thì lợi suất chênh lệch xấp xỉ 20% cho đến hết năm.

Chúng tôi cũng đưa ra khuyến nghị mua đối với cổ phiếu KDC tại thời điểm hiện tại.

TỶ SỐ TÀI CHÍNH CỦA KDC CÁC NĂM

	Quý 2/2009	Quý 3/2009	Quý 4/2009	Quý 1/2010	Quý 2/2010
1. Khả năng thanh toán					
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.319	2.118	1.548	2.822	3.206
Khả năng thanh toán nhanh	2.036	1.929	1.433	2.614	2.963
Khả năng thanh toán bằng tiền	1.060	1.158	0.955	1.737	1.788
2. Khả năng hoạt động					
Vòng quay khoản phải thu	0.568	0.873	0.645	0.416	0.371
Kỳ thu tiền bình quân	642.381	418.208	566.174	876.826	984.850
Vòng quay hàng tồn kho	1.377	2.258	1.976	1.493	1.471
Số ngày lưu kho bình quân	265.157	161.616	184.677	244.394	248.056
Vòng quay khoản phải trả	6.386	5.131	3.435	3.597	5.629
Kỳ trả tiền bình quân	57.155	71.135	106.252	101.473	64.848
Vòng quay tổng tài sản	0.093	0.164	0.114	0.076	0.075
Vòng quay tài sản cố định	0.368	0.776	0.671	0.469	0.435
Vòng quay vốn lưu động	24.096	12.497	-15.324	0.977	-67.366
3. Khả năng cân đối vốn					
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	36%	41%	73%	36%	29%
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	26%	28%	41%	26%	22%
Vốn dài hạn/Tổng nguồn vốn	76%	74%	61%	77%	80%
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	24%	26%	39%	23%	20%
Hệ số nhân vốn chủ sở hữu	1.403	1.450	1.752	1.387	1.318
Hệ số bao phủ lãi vay	9.184	36.829	7.955	69.548	-1.023
4. Khả năng sinh lời					
Lợi nhuận biên gộp	27.60%	39.37%	34.14%	29.01%	27.45%
Lợi nhuận hoạt động gộp	31.66%	74.62%	19.51%	151.37%	-5.72%
Lợi nhuận biên trước thuế	28.21%	72.60%	17.05%	149.19%	-11.31%
Lợi nhuận biên sau thuế	27.43%	61.22%	13.21%	114.15%	-13.66%
ROA	2.55%	10.05%	1.50%	8.66%	-1.02%
ROE	3.55%	14.35%	2.40%	13.48%	-1.38%
5. Tỷ số giá trị thị trường					
Số lượng cổ phiếu lưu hành	57,114,900	57,114,900	79,546,300	79,546,300	81,228,700
Book value (nghìn đồng)	37,769	43,659	30,441	34,605	33,591
EPS (nghìn đồng)	1,321	5,857	743	4,393	(469)
6. Phân tích Dupont (ROE) cơ bản					
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	27.43%	61.22%	13.21%	114.15%	-13.66%
Doanh thu/Tổng tài sản	0.091	0.151	0.105	0.080	0.077
Vòng quay tài sản cố định	0.372	0.817	0.673	0.479	0.433
Tài sản cố định/ Tài sản	0.244	0.185	0.157	0.167	0.177
Tổng tài sản/ VCSH	1.428	1.555	1.726	1.476	1.317
7. Phân tích Dupont (ROE) mở rộng					
LN sau thuế/ LN trước thuế	97.21%	84.33%	77.44%	76.51%	120.82%
Gánh nặng lãi	89.11%	97.28%	87.43%	98.56%	197.72%
Lợi nhuận hoạt động biên	31.66%	74.62%	19.51%	151.37%	-5.72%
Vòng quay tổng tài sản	0.0907	0.1508	0.1054	0.0800	0.0769
Tổng tài sản/ VCSH	1.4278	1.5545	1.7259	1.4760	1.3174



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Mức khuyến nghị

	Bán với khối lượng lớn
	Nên bán
	Cầm giữ
	Nên mua
	Mua với khối lượng lớn

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Phó phòng Phân tích đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Lê Thùy Ngọc Khanh

Email: khanhltn@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

• Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày
Morning Briefing
Tổng kê giao dịch cuối ngày
Tổng kê giao dịch tuần
Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
Lịch sự kiện theo tháng

• Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
Báo cáo phân tích ngành
Báo cáo phân tích công ty

• Báo cáo thông kê

EPS Flash Report
Investment Tool
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

• Sản phẩm giao dịch

I-trade Home
I-trade Pro

• Hội thảo

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283

Website: www.tvs.com.vn

Email: contact@tvs.com.vn