

**Báo cáo lần đầu**

Ngày 15 tháng 11 năm 2011

# CÔNG TY CỔ PHẦN KINH ĐÔ (KDC)

Là một trong những công ty sản xuất và chế biến bánh kẹo đầu tiên tại Việt Nam, KDC hiện nay là công ty dẫn đầu ngành về công nghệ, quy mô tài sản, và thương hiệu. KDC nhắm vào nhiều phân khúc thị trường với hơn 500 sản phẩm. Công ty còn chiếm ưu thế tuyệt đối trên một số sản phẩm (như bánh trung thu, bánh bông lan), đặc biệt là với lợi thế cạnh tranh về quy mô khá lớn của mình. Ngoài ra, việc sáp nhập với NKD và KIDO sẽ tạo điều kiện cho KDC tận dụng tốt hơn lợi thế quy mô của mình (hệ thống phân phối lớn hơn, khả năng kiểm soát nguyên vật liệu đầu vào tốt hơn, chi phí vận chuyển thấp hơn)

**Công ty đã có mức tăng trưởng ấn tượng trong giai đoạn 2005-2010.** Giá bán tăng là động lực thúc đẩy mức tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) 19.3% trên doanh thu và 11.2%/năm trên lợi nhuận gộp (GP). Lợi nhuận sau thuế cũng đã tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR là 39.4%/năm, nhờ vào mảng hoạt động kinh doanh chính tốt cộng với khoản thu nhập tài chính, thu nhập bất thường. KDC đã tích cực cải thiện cơ cấu vốn của mình, đặc biệt gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu với tốc độ tăng trưởng bình quân 48.8%/năm trong giai đoạn 2005-2010. KDC có khả năng thanh khoản tốt nhờ việc giảm nhẹ đòn bẩy, tuy nhiên việc sử dụng vốn vẫn chưa đạt hiệu quả cao. Lũy kế 9T11, doanh thu đạt VND3,037 tỷ (+130% YoY). Biên lợi nhuận gộp được tăng nhẹ lên 40.2%. LNST đạt VND248 tỷ (-45.5% YoY hoặc tăng gấp 3 lần YoY khi loại trừ khoản thu nhập tài chính bất thường trong 9T10).

**Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng trưởng 14% CAGR trong giai đoạn 2011-2015** (so với 18% trong giai đoạn 2006-2010). Ngay cả khi nền kinh tế bị trì trệ, nhu cầu lương thực của người tiêu dùng về cơ bản cũng không bị tác động nhiều. Bên cạnh đó, với hệ thống phân phối rộng lớn và đa dạng, KDC sẽ duy trì được sự phát triển của mình, LNST có thể ổn định ở mức CAGR 17% trong giai đoạn này.

**Rủi ro cần quan tâm** bao gồm (1) biến động giá nguyên liệu đầu vào (chiếm 65-70% giá thành sản phẩm), (2) các sản phẩm giả mạo, (3) việc đa dạng hóa đầu tư vào các lĩnh vực mới (4) rủi ro tỷ giá, và (5) các chi phí cơ hội khác.

**SBS khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu trong 12 tháng tới là VND40,200/CP**, tương ứng với tiềm năng tăng 25.6% so với giá hiện hành.

Thông tin tài chính	VND'tỷ, kết thúc 31/12				
	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11E
Doanh thu	1,230.8	1,455.8	1,529.4	1,933.6	4,392.6
Lợi nhuận gộp	224.1	-60.6	522.9	578.6	388.9
Tỷ lệ thay đổi YoY				10.6%	-32.8%
EPS (VND)	6,226	-1,081	6,661	4,883	3,282
BV (VND)	68,153	37,016	30,798	31,801	32,536
DPS (VND)	1,800	1,800	2,400	2,400	2,400
Tỷ suất cổ tức	2.31%	11.39%	5.27%	4.83%	7.50%
ROA	7.31%	-2.03%	12.31%	11.48%	7.41%
ROE	9.14%	-2.92%	21.63%	15.36%	10.09%
P/E (x)	12.50	(14.62)	6.83	10.18	9.75
P/BV (x)	1.14	0.43	1.48	1.56	0.98

Nguồn: KDC, SBS dự phóng

**MUA**

GIÁ MỤC TIÊU

40,200

**Thông tin cổ phiếu**

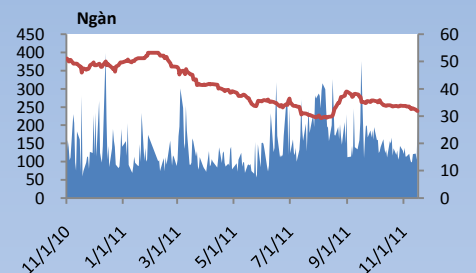
Mã Bloomberg	KDC VN
Số lượng CP lưu hành (triệu)	118.026
Vốn hoá thị trường (VND tỷ)	3,765.02
Giá cao – thấp nhất 52 tuần	29,700-55,500
Khối lượng giao dịch TB 3M	151,300
Beta	0.74
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài(%)	n/a
Source: Bloomberg	

**Cổ đông lớn**

PPK Limited Corporation	12.27%
Kinh Do Investment Co Ltd	9.91%
VOF Investment Ltd	5.17%
Deutsche Bank AG	4.93%
Source: SBS	

**Biến động giá cổ phiếu (%)**

Tháng	(%)	Giá trị (VND)
1 tháng	(6.18)	(2,100)
3 tháng	1.92	600
6 tháng	(16.05)	(6,100)
12 tháng	(36.20)	(18,100)


**Lương Thị Thảo, CFA**

thao.lt@sbsc.com.vn

**Lê Trung Hiếu**

hieu.lt@sbsc.com.vn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Thị trường bánh kẹo Việt Nam nhiều tiềm năng phát triển**, với mật độ dân số cao và tỷ lệ tiêu dùng bánh kẹo thấp (chiếm 5% tổng chi phí cho thực phẩm). Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tiêu thụ kẹo sẽ tăng trưởng ở mức CAGR 7.7% (giai đoạn 2010-15), trong khi phân khúc bánh quy và cookies tăng trưởng với tốc độ CAGR là 10%. Khí hậu nhiệt đới tại Việt Nam là điều kiện thuận lợi cho phân khúc kem và sữa chua. Đối tượng tiêu dùng đã được mở rộng từ trẻ em sang thanh thiếu niên và gia đình kể từ khi lối sống phương tây được du nhập vào Việt Nam. Doanh thu tiêu thụ kem tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR là 7% trong 5 năm tới.

**Kinh Đô đã được thành lập từ lâu với thương hiệu nổi tiếng** được công nhận bởi phần lớn người tiêu dùng Việt Nam. KDC không chỉ nắm bắt tốt thị hiếu của người tiêu dùng mà còn có khả năng tạo ra được thể đứng vững chắc trong ngành. Cấp quản lý của KDC có tầm nhìn đúng đắn và hiệu quả, giúp công ty đạt được vị thế hiện tại cũng như khả năng tiếp tục phát triển mạnh trong tương lai. Một thế mạnh khác của KDC chính là hệ thống máy móc thiết bị sản xuất khá hiện đại, quy mô hàng đầu Việt Nam và hệ thống phân phối rộng lớn, đặc biệt là sau khi sáp nhập với NKD và KIDO trong năm 2010. Công ty đang có kế hoạch mở rộng hoạt động kinh doanh sang phân khúc nước mắm và mì ăn liền. Vì vậy, với lợi thế thương hiệu sẵn có và mạng lưới phân phối rộng khắp, KDC sẽ có một lợi thế cạnh tranh nhất định so với các đối thủ hiện tại.

**KDC đã xác định ngành bánh kẹo, kem và sữa chua là tiêu điểm cho sự tăng trưởng trong tương lai**, vì vậy công ty sẽ tiếp tục củng cố và phát triển các phân khúc này. Trước mắt, KDC sẽ sử dụng USD20 triệu để mở rộng hoạt động kinh doanh chính nhằm tăng cường năng lực sản xuất và mở rộng mạng lưới phân phối. KDC duy trì hoạt động chủ yếu bằng nguồn vốn chủ sở hữu, vì vậy khả năng huy động vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư mới sẽ không phải là vấn đề lớn trong thời điểm này.

**Tiềm năng của các dự án bất động sản.** Mặc dù thị trường bất động sản không đem lại nhiều hứa hẹn trong ngắn hạn, 2 dự án bất động sản của KDC vẫn có thể có đóng góp nhất định vào tăng trưởng thu nhập dài hạn cho công ty nếu triển khai dự án. Hoặc cũng có thể đem lại những khoản thu bất thường trong trường hợp KDC chuyển nhượng dự án.

**KDC được coi là một trong những cổ phiếu blue-chip**, do vậy tính thanh khoản tốt và ổn định của KDC cũng chính là 1 trong những điểm nhấn để đầu tư. Cổ phiếu KDC giao động tại VND30,000-38,000/CP trong 3 tháng qua với khối lượng giao dịch trung bình hơn 150,000 CP/ngày. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu này quanh mức giá VND30,000/CP với tiềm năng tăng khoảng 25%, ứng với mức giá mục tiêu trong 12 tháng là VND40,200/CP.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng chiết khấu dòng tiền (FCFF) làm phương pháp định giá chính với tỷ trọng 70%, phương pháp định giá so sánh được sử dụng kết hợp với tỷ trọng 15% P/E và 15%P/BV.

**Phương pháp chiết khấu dòng tiền của công ty FCFF xác định giá KDC ở mức 40,700VND/CP:** Trên cơ sở lãi suất phi rủi ro (Rf) ở mức 11.5% (10-year VGB), hệ số beta điều chỉnh của KDC 1.15x (Bloomberg), phần bù rủi ro thị trường 10%, chi phí sử dụng nợ bình quân 16%; chúng tôi tính toán được chi phí sử dụng vốn cổ phần (Re) ở mức 23% và chi phí sử dụng vốn bình quân của KDC (WACC) ở mức 21.63%. Do nhu cầu về thực phẩm được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao hơn tốc độ tăng chung của nền kinh tế nên chúng tôi kỳ vọng dòng thu nhập sau 5 năm sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 8%/năm.

TÓM TẮT THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF					
(VND'triệu)	2011	2012	2013	2014	2015
FCFF	721,726	681,384	753,503	818,232	1,030,873
WACC	21.63%				
Giá trị hiện tại của dòng tiền	593,378	460,585	418,756	373,862	387,256
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 2011-15	2,233,837				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	8%				
Hiện giá dòng tiền cuối kỳ	3,068,467				
<b>Giá trị công ty</b>	<b>5,302,304</b>				
- Nợ ròng	495,610				
<b>Giá trị dòng tiền ròng của cổ đông</b>	<b>4,806,694</b>				
Số lượng cổ phiếu (cuối năm)	118,025,644				
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>40,726</b>				

Nguồn: SBS

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY (THEO TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG VÀ WACC)			
WACC\g	7.0%	8.0%	9.0%
20.13%	43,844	46,477	49,584
20.63%	42,011	44,407	47,215
21.13%	40,309	42,496	45,043
21.63%	38,725	40,726	43,044
22.13%	37,246	39,083	41,199
22.63%	35,864	37,553	39,490
23.13%	34,569	36,126	37,903

Nguồn: SBS

**Phương pháp định giá so sánh xác định giá KDC dao động trong khoảng 38,900 – 39,500 đồng/CP:** P/E và P/BV bình quân của các doanh nghiệp bánh kẹo trong nước (HHC, BBC) hiện ở mức thấp, lần lượt là 4.61x và 0.46x; tuy nhiên các doanh nghiệp này có quy mô khá nhỏ, vị thế và tiềm năng khó so sánh được với KDC. Do vậy, chúng tôi chọn đối tượng so sánh là các công ty trong khu vực có quy mô vốn hóa và ngành nghề tương đồng với KDC để so sánh; P/E và P/BV bình quân của các doanh nghiệp này hiện ở mức 15.26x và 1.69x.

Các DN cùng ngành trong khu vực	Vốn hóa (USD'triệu)	P/E	P/BV	ROE	DY
PRESIDENT BAKERY PCL	507.96	26.42	5.52	25.7%	2.2%
FOOD EMPIRE HOLDINGS LTD	135.55	9.62	0.96	10.4%	3.2%
LIAN HWA FOODS CORP	153.84	15.29	2.40	16.6%	2.7%
CROWN CONFECTIONERY CO LTD	151.75	10.34	1.04	11.7%	0.9%
SAMYANG FOODS CO LTD	131.53	15.71	1.45	9.6%	0.5%
SYNEAR FOOD HOLDINGS LTD	123.80	11.63	0.25	2.2%	1.4%
HENG TAI CONSUMABLES GROUP	211.41	11.53	0.52	4.5%	2.0%
TAISUN ENTERPRISE CO LTD	177.69	21.56	1.35	6.4%	2.2%
Trung bình	199.19	15.26	1.69	10.9%	1.9%

Các DN cùng ngành trong nước	Vốn hóa (USD'triệu)	P/E forward	P/BV	ROE	DY
HHC	7.54	5.75	0.64	9.5%	8.6%
BBC	5.47	3.48	0.28	12.9%	11.7%
Trung bình	6.50	4.61	0.46	11.2%	11.2%
KDC	181.45	9.71	0.99	13.9%	7.5%

Nguồn: Bloomberg, SBS

Chúng tôi cho rằng về dài hạn KDC hoàn toàn xứng đáng được định giá ở mức ngang với các công ty trong khu vực. Tuy nhiên, xét triển vọng kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam (12 tháng tới), chúng tôi kỳ vọng thận trọng hơn khi sử dụng P/E là 12x và P/BV là 1.2x để định giá KDC.

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY												
P/E	2011	2012	2013	2014	2015		P/BV	2011	2012	2013	2014	2015
10	32,949	40,277	50,243	54,807	62,746		1	32,411	34,039	36,063	38,544	41,818
11	36,244	44,305	55,267	60,288	69,021		1.1	35,652	37,443	39,669	42,398	46,000
12	39,539	48,333	60,291	65,768	75,295		1.2	38,893	40,847	43,276	46,253	50,182
13	42,834	52,360	65,316	71,249	81,570		1.3	42,134	44,250	46,882	50,107	54,364
14	46,129	56,388	70,340	76,730	87,845		1.4	45,376	47,654	50,488	53,961	58,546

**Giá trị hợp lý của KDC được xác định ở mức 40,200VND/CP.** Tổng hợp các phương pháp định giá trên, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của KDC ở mức 40,200VND/cổ phiếu, cao hơn mức giá thị trường hiện hành khoảng 25.6%.

RỦI RO

**Biến động giá nguyên liệu đầu vào đột biến:** nguyên liệu đầu vào chiếm tỷ lệ lớn trong giá thành sản phẩm (khoảng 65-70%), việc biến động các nguyên liệu chính như trứng, bột mì, đường, sữa,... sẽ tác động mạnh đến doanh thu và lợi nhuận của KDC. Trên thực tế, việc lạm phát gia tăng trong thời gian gần đây đã làm cho lợi nhuận của KDC bị ảnh hưởng khi giá của một số nguyên liệu đầu vào tăng nhanh hơn mức tăng giá bán sản phẩm đầu ra trong năm nay.

**Hiếm họa hàng nhái, hàng giả:** Thị trường bánh kẹo tại Việt Nam đang tràn ngập các sản phẩm giả mạo (chủ yếu là từ Trung Quốc) và các sản phẩm không rõ nguồn gốc, xuất xứ. Khoảng 20% thị phần thuộc về thực phẩm không đủ tiêu chuẩn này, khiến cho không những sức khỏe của người tiêu dùng bị đe dọa mà doanh thu của KDC bị ảnh hưởng. Việt Nam đang phải đối mặt với nhiều vấn đề nhức nhối liên quan đến sức khỏe và an toàn thực phẩm, khiến cho các công ty trong lĩnh vực tiêu dùng phải đau đầu.

**Đa dạng hóa sang lĩnh vực mới.** KDC đang có kế hoạch mở rộng hoạt động kinh doanh vào các phân khúc khác như nước mắm và mì ăn liền. Cuộc chạy đua thương hiệu trong phân khúc nước mắm không khác nghiệt như 1 số phân khúc khác; tuy nhiên, cần phải mất một thời gian dài và nhiều nỗ lực để làm vừa lòng thị hiếu của người tiêu dùng. Tuy nhiên, KDC có lợi thế là có thể sử dụng hệ thống phân phối sẵn có của mình để thâm nhập vào các phân khúc hàng tiêu dùng trên.

**Rủi ro biến động tỷ giá:** Doanh thu từ hoạt động xuất khẩu chiếm 10% trên tổng doanh thu, nên biến động tỷ giá sẽ có ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh cũng như khả năng thâm nhập thị trường mới của KDC. Đặc biệt là phần lớn nguyên liệu đầu vào, máy móc thiết bị của KDC chủ yếu được nhập từ nước ngoài nên những biến động bất lợi của tỷ giá có thể khiến chi phí đầu vào tăng.

**Chi phí cơ hội của việc sử dụng hiệu quả nguồn vốn.** Phân khúc bất động sản có thể sẽ không đem về lợi nhuận trong ngắn hạn khi thị trường bất động sản vẫn đang bị đóng băng như hiện nay. Do vậy, nguồn vốn đã đầu tư vào các dự án bất động sản phải gánh chịu chi phí cơ hội khá lớn nhất là trong bối cảnh lãi suất cao như hiện nay. Bên cạnh đó, những năm qua KDC đem nguồn tiền dồi dào của mình cho các đơn vị có liên quan đến ban lãnh đạo vay trong khi phải đi vay thêm nợ để tài trợ cho hoạt động của mình nên có thể phát sinh những xung đột về lợi ích với cổ đông nếu không được công khai, minh bạch.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

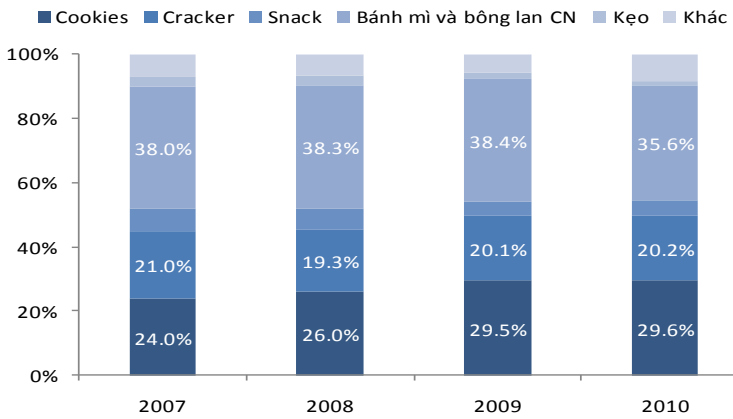
Phân khúc bánh kẹo

Công ty cổ phần Kinh Đô (KDC) hiện đang sở hữu danh mục sản phẩm bánh kẹo đa dạng với hơn 500 chủng loại sản phẩm khác nhau, được quản lý sản xuất theo các đơn vị kinh doanh chiến lược (SBU) theo từng ngành hàng như cookies (bánh bơ, bánh trung thu,...), cracker, snack, bánh bông lan, bánh mì công nghiệp và kẹo. Thế mạnh của KDC là khả năng sản xuất tập trung quy mô lớn, sở hữu máy móc thiết bị hiện đại, một thương hiệu nổi tiếng, và hệ thống phân phối rộng khắp cả nước. KDC hiện là doanh nghiệp đi đầu trong ngành sản xuất bánh kẹo Việt Nam, với tổng công suất thiết kế hơn 9.119 tấn bánh kẹo/tháng (công suất vận hành khoảng 60%-70%) và kênh phân phối phủ rộng trên toàn quốc với hơn 200 nhà phân phối, 120.000 điểm bán hàng và 30 chuỗi cửa hàng bán lẻ Kinh Đô Bakery. Năm 2010, Kinh Đô dẫn đầu với 29% tổng thị phần; trong đó, 4 nhóm sản phẩm chủ lực là bánh trung thu, bánh cracker, bánh bông lan và bánh bơ có thị phần lần lượt là 87%, 37%, 31% và 29%. Tốc độ tăng trưởng doanh thu bánh kẹo đạt bình quân 19.3%/năm trong giai đoạn 2005-2010. Vị thế và tiềm năng tăng trưởng của KDC sẽ được tăng cường hơn nữa kể từ năm 2011, sau khi KDC đã hoàn thành thương vụ sáp nhập với CTCP Chế biến Thực phẩm Kinh Đô miền Bắc (NKD) và CTCP Kido.

NĂNG LỰC SẢN XUẤT VÀ PHÂN PHỐI BÁNH KẸO (2010)							
Công suất thiết kế (tấn/tháng)							
Cookies	843		Bánh quế	345		Snacks	780
Bánh trung thu	1,485		Cakes	1,172		Chocolate	325
Cracker	1,484		Buns	2,331		Kẹo cứng, mềm	354

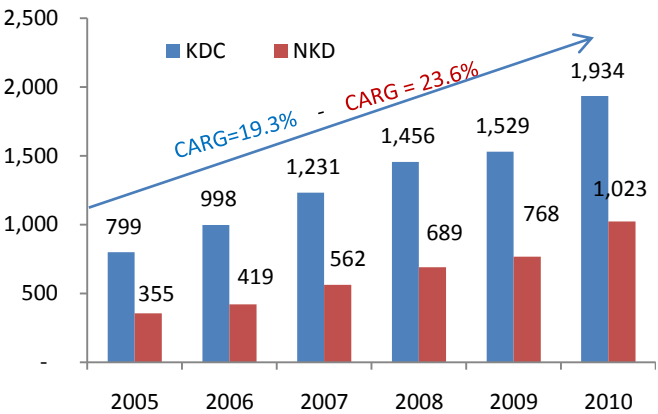
Đóng góp hơn 85% doanh thu của KDC trong những năm qua là nhóm bánh cookies (đặc biệt là bánh trung thu), cracker, bánh bông lan và bánh mì công nghiệp với tốc độ tăng trưởng cao; còn lại là nhóm snack, kẹo, bánh quế,...

CƠ CẤU DOANH THU CỦA KDC QUA CÁC NĂM



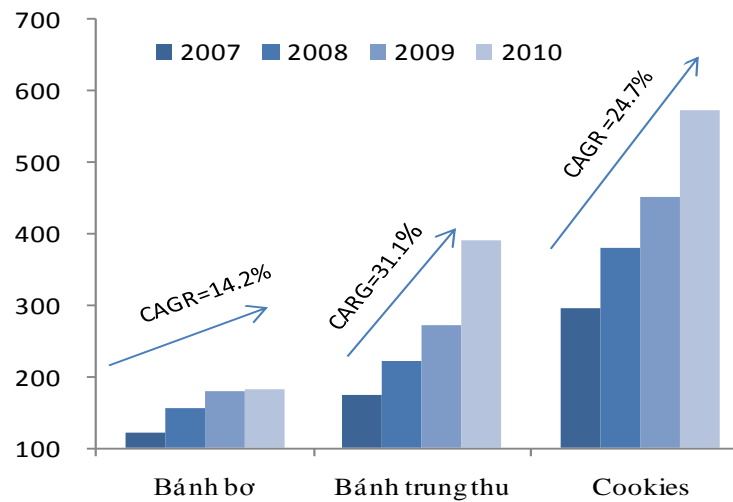
Nguồn: KDC, NKD, SBS

QUY MÔ VÀ TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG DOANH THU



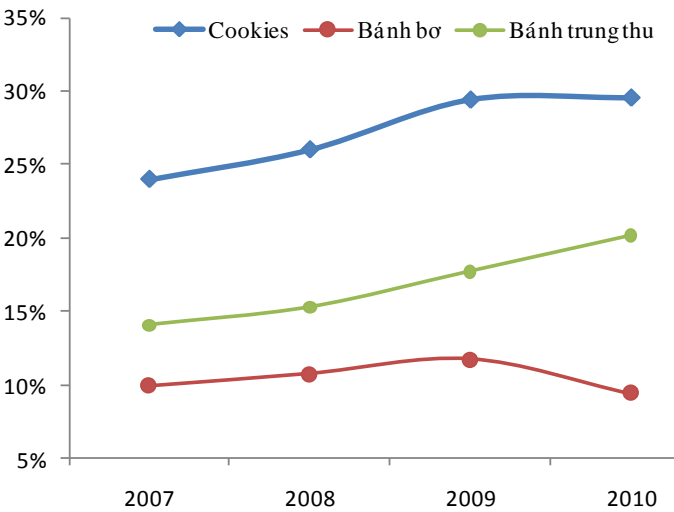
Nhóm bánh cookies dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng, bình quân đạt 24.7%/năm trong giai đoạn 2007-2010. Trong năm 2010, bánh cookies đạt hơn VND572 tỷ, đóng góp khoảng 29.6% trong tổng doanh thu của KDC; trong đó bánh bơ chiếm tỷ trọng 9.4% (tăng trưởng bình quân 14.2%/năm) và bánh trung thu có tỷ trọng 20.2% (tăng trưởng bình quân đạt 31.1%/năm).

DOANH THU NHÓM COOKIES (VND'tỷ)



Nguồn: KDC, SBS

ĐÓNG GÓP CỦA NHÓM COOKIES TRONG TỔNG DOANH THU

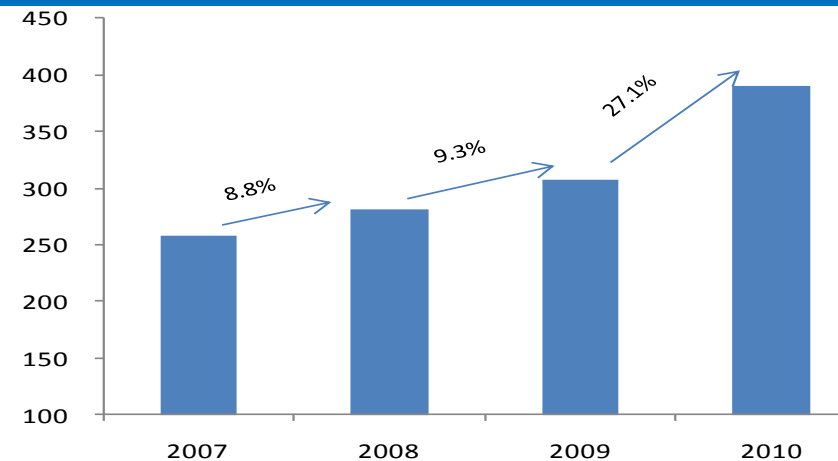


Trong 6 tháng đầu năm 2011, doanh thu của KDC tăng thêm khoảng 36% YoY của dòng sản phẩm bánh bơ, chiếm 27% thị phần, do quy mô tăng thêm từ hoạt động sáp nhập cũng như việc sản phẩm cao cấp Korento được tái tung với chất lượng cải tiến và tăng cường các hoạt động bán hàng. Trong quý III/2011, nhóm này có thêm sự đóng góp rất lớn của sản phẩm bánh trung thu, đây là sản phẩm có tính mùa vụ cao (chỉ sản xuất và tiêu thụ trong khoảng 2-3 tháng trong năm). Theo công bố của KDC, sản lượng tiêu thụ năm nay đạt khoảng hơn 2,100 tấn và doanh thu đạt VND651 tỷ, tăng gần 67% so với cùng kỳ năm trước nếu năm trước chỉ tính riêng KDC (tăng gần 31% so với cùng kỳ nếu doanh thu năm trước gồm KDC và NKD). Xét về tỷ suất lợi nhuận gộp, mặc dù vẫn duy trì ở mức cao nhưng cả tỷ suất lợi nhuận gộp lẫn tỷ suất lợi nhuận trước thuế của mảng bánh trung thu đều giảm nhẹ so với năm trước, lần lượt ở mức 55.5% và 28% so với mức 57.5% và 31.6% của năm trước. Chúng tôi cho rằng, có vẻ như KDC đang chấp nhận giảm nhẹ tỷ suất lợi nhuận để giữ vững thị phần trong phân khúc bánh trung thu trước sự gia tăng ngày càng nhiều của đối thủ cạnh tranh.



**Nhóm cracker chiếm hơn 20% doanh thu với mức tăng trưởng bình quân 14.8%/năm (giai đoạn 2007-2010).** Cracker là sản phẩm được chế biến từ bột lên men, với sản phẩm đa dạng gồm bánh mặn, bánh ngọt, cracker kem, bơ... KDC hiện đang dẫn đầu với 2 sản phẩm chủ lực là AFC và Cosy, khoảng 30% thị phần trong phân khúc này. Doanh thu năm 2010 đạt gần VND391 tỷ (+27.1% YoY). 6 tháng đầu năm 2011, doanh thu hợp nhất tăng khoảng 97%, lợi nhuận gộp tăng 96% so với cùng kỳ năm ngoái (tính riêng KDC). Nguyên nhân chính là do KDC tích cực đẩy mạnh hoạt động tái cơ cấu sản phẩm và bán hàng cũng như quy mô tăng thêm nhờ hợp nhất với NKD.

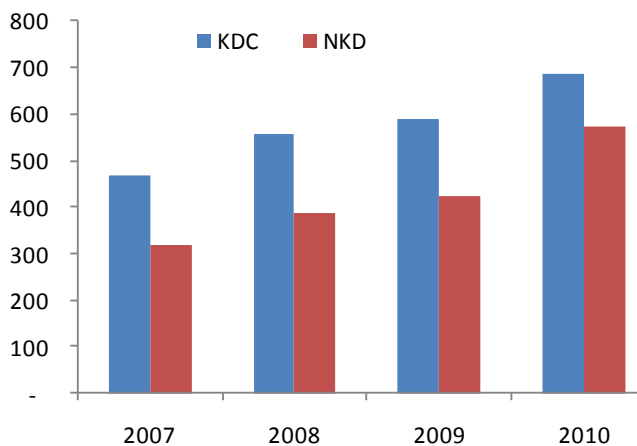
**TĂNG TRƯỞNG DOANH THU NHÓM CRACKER**



Nguồn: KDC, SBS

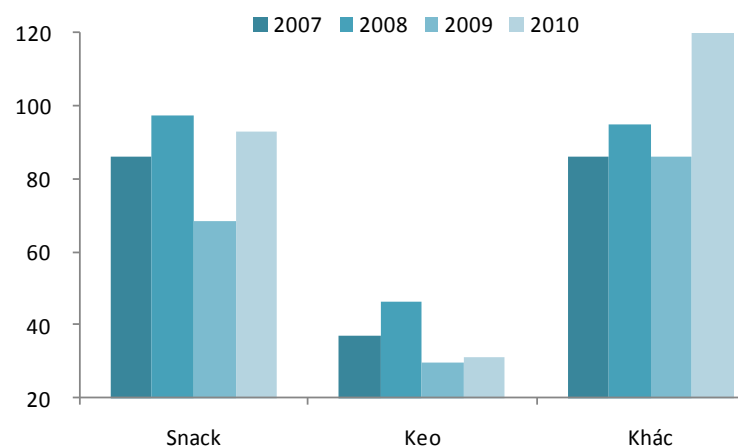
**Nhóm bánh mì và bánh bông lan công nghiệp sẽ tiếp tục được củng cố vị trí số 1 về mức đóng góp trong doanh thu.** Những năm qua, ngành hàng này chiếm tỷ trọng trung bình khoảng 37% tổng doanh thu, tăng trưởng bình quân 13.7%/năm trong giai đoạn 2007-2010. Đáng chú ý là năm 2009, ngành hàng này chỉ tăng trưởng 5.5% so với năm 2008 chủ yếu do doanh thu của phân khúc bánh mì công nghiệp sụt giảm khoảng 15% do áp lực cạnh tranh lớn từ dòng sản phẩm bánh mì chà bông Staff của CTCP Thực phẩm Hữu Nghị cũng như việc chậm tái cơ cấu sản phẩm của KDC và sự suy giảm trong chi tiêu dùng của người dân khi kinh tế trong nước tăng trưởng chậm lại do suy thoái kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, năm 2010, KDC đã đẩy mạnh tái cơ cấu sản phẩm, tăng cường khuyến mãi, tăng độ bao phủ sản phẩm trên thị trường đã giúp nhóm sản phẩm này tăng trưởng mạnh trở lại, đạt tốc độ tăng 17.1% so với năm 2009. Lợi thế của nhóm sản phẩm này đặc biệt tăng thêm sau khi KDC sáp nhập với NKD, vì nhóm sản phẩm này vốn là thế mạnh, có đóng góp khoảng 56% doanh thu của NKD và tăng trưởng bình quân khoảng 21.6%/năm (giai đoạn 2007-2010). Trong 6 tháng đầu năm 2011; doanh thu của bánh mì tăng 44%, lợi nhuận gộp tăng khoảng 80% nhờ KDC đã nâng cấp thành công chất lượng sản phẩm Sandwich sữa (giúp doanh thu của sản phẩm này tăng 70%), các sản phẩm mới Scotti và Sanwich 2 lát siêu mềm cũng được tung ra thị trường thành công. Dự kiến mức đóng góp trong tổng doanh thu bánh kẹo của nhóm này từ năm 2011 trở đi sẽ khoảng 45%-46%.

**DOANH THU NHÓM BÁNH MÌ VÀ BÔNG LAN CN (VND'tỷ)**



Nguồn: KDC, SBS

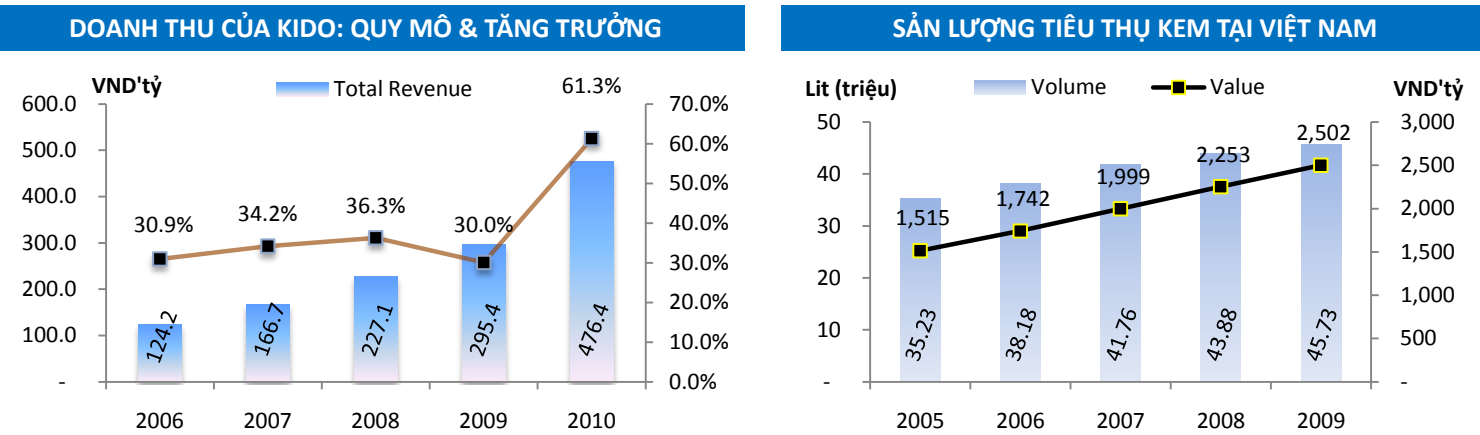
**DOANH THU CÁC SẢN PHẨM KHÁC (VND'tỷ)**



**Các nhóm sản phẩm còn lại chủ yếu mang tính phụ trợ.** Ngoài những nhóm hàng chủ lực kể trên, KDC còn sản xuất các nhóm sản phẩm khác như kẹo, snack, bánh quế, ... Tuy nhiên, do mức độ cạnh tranh cao trong bối cảnh nhu cầu tương đối ổn định nên những sản phẩm này có mức đóng góp chưa cao (khoảng gần 15%) trong tổng doanh thu, tốc độ tăng trưởng thấp (snack tăng bình quân 2.5%, kẹo tăng trưởng âm 5.7% trong giai đoạn 2007-2010). Điều đáng lưu ý là tốc độ tăng trưởng thấp trong giai đoạn này là do sự sụt giảm quá mạnh trong năm 2009 (snack giảm 29.7%, kẹo giảm 35.8%, các sản phẩm khác giảm 9.6% so với năm 2008) do tác động từ sự chững lại của nền kinh tế cũng như áp lực cạnh tranh gia tăng. Năm 2010, KDC đã bắt đầu tái cơ cấu mạnh mẽ các nhóm sản phẩm và giúp nhóm này tăng trưởng trở lại (snack tăng 35.6%, kẹo tăng 4.4%, các sản phẩm khác tăng 85% so với năm 2009).

Phân khúc kem và sữa chua

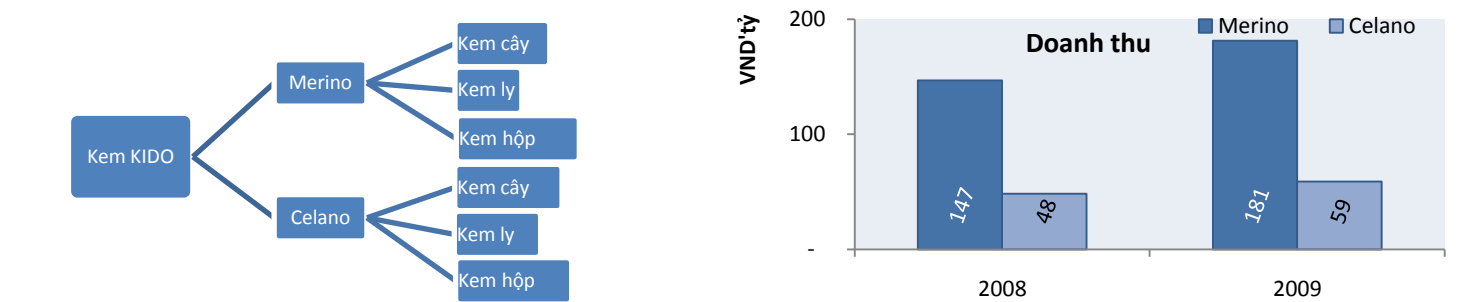
**Tiềm năng phát triển phân khúc kem tại Việt Nam.** Khí hậu nhiệt đới ở Việt Nam khiến cho người dân luôn có nhu cầu về mặt hàng giải khát, và kem là sự thay thế phổ biến nhất cho sữa và đồ uống lạnh khác. Dân số đông (khoảng 88 triệu người) chính là cơ hội tốt cho các công ty kem khi lượng tiêu thụ của Việt Nam vẫn còn rất thấp. Theo EMI, tổng giá trị bán lẻ kem của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng CAGR là 13.4% trong giai đoạn 2005-2009, đạt VND2,502 tỷ vào cuối năm 2009. Trong khi đó, KDC đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu với mức CAGR là 20% (SBS dự phóng) so với cùng kỳ. KDC thâm nhập vào thị trường kem Vietnam thông qua công ty con, KIDO, với 2 dòng sản phẩm chính là Merino và Celano. Công ty đã đưa ra thị trường hơn 50 sản phẩm khác nhau với nhiều hương vị phù hợp với khẩu vị người Việt.



Nguồn: KIDO, SBS, EMI (2010)

**KIDO đã tăng trưởng doanh thu với tốc độ CAGR 40% trong giai đoạn 2005-2010.** Trong giai đoạn 2006-2009, doanh thu tăng trưởng khá ổn định (tăng trưởng kép 32% mỗi năm), giá bán cũng tăng trung bình 11%/năm. Tuy nhiên, công ty đã có mức tăng trưởng doanh thu đột biến trong năm 2010 do đã có sự điều chỉnh mạnh giá bán kem. Công suất hiện tại của KIDO có thể sản xuất 9 triệu lit kem và 2.8 triệu lit sữa chua cho mỗi năm, tuy nhiên công suất vận hành chỉ ở mức 73% trong năm 2010. Công ty có kế hoạch sẽ ổn định mức đầu vào năng suất để duy trì công suất vận hành khoảng 75%.

CẤU TRÚC SẢN PHẨM KEM

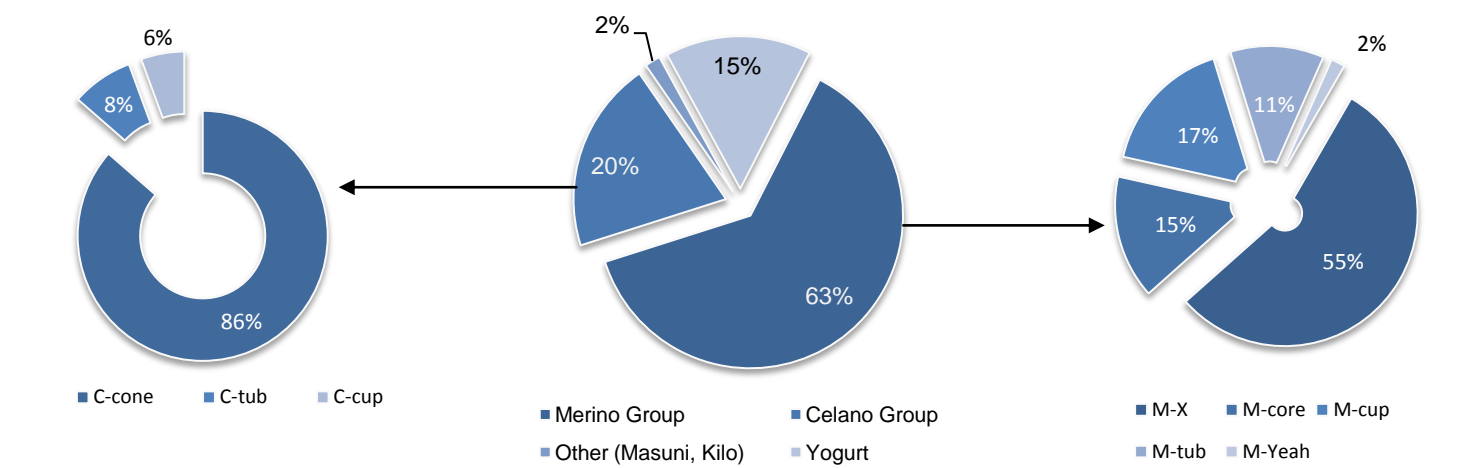


Nguồn: KIDO, SBS

**Nhóm Merino đóng góp khoảng 63% tổng doanh thu của KIDO.** Merino chủ yếu đánh thị hiếu của người tiêu dùng bình dân với giá cả hợp lý. Merino X là dòng sản phẩm tiêu thụ mạnh nhất trong nhóm Merino đồng thời cũng chiếm tỷ trọng doanh thu chủ yếu.

**Celano chiếm khoảng 20% cơ cấu doanh thu.** Từ khi được giới thiệu ra thị trường năm 2007, nhóm này được định hướng nhắm đến phân khúc người tiêu dùng có mức thu nhập cao hơn. Phần lớn doanh thu của nhóm Celano chủ yếu từ các sản phẩm kem ốc quế. Kem ly Celano và kem hộp Celano chiếm tỷ lệ nhỏ (1-2%) trong tổng doanh thu bán hàng, chủ yếu là do thị trường tiêu thụ bị hạn chế.

CẤU TRÚC DOANH THU CỦA KIDO (2009)

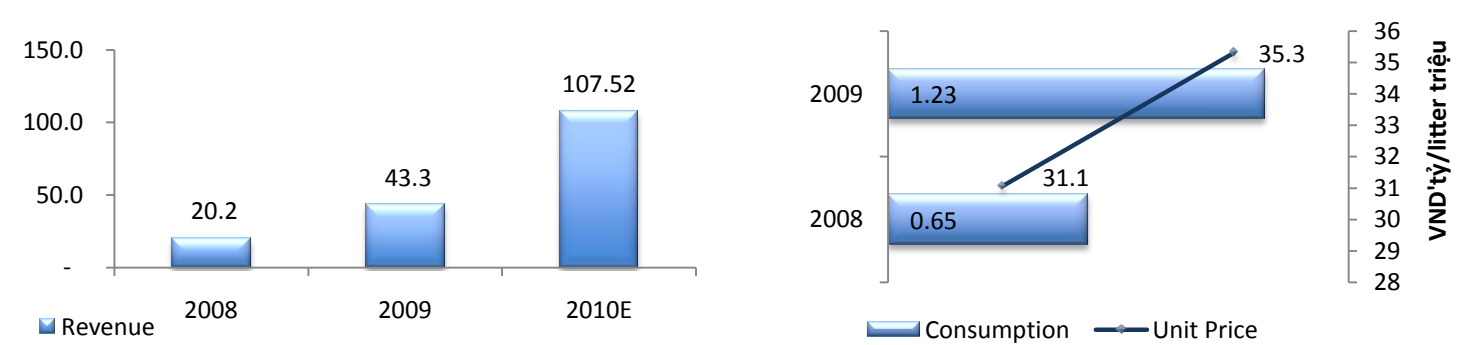


Nguồn: KIDO, SBS

Trong năm 2009, nhóm Merino đã tăng doanh thu tới 21.1% (YoY), trong khi Celano tăng mạnh hơn 23.4% (YoY). SBS ước tính tăng trưởng doanh thu của nhóm Merino là 50.6% và nhóm Celano là 51.5% trong năm 2010, chủ yếu là do việc điều chỉnh giá tăng cao (tuy nhiên khó có thể tiếp tục duy trì đà tăng này). Chúng tôi dự đoán tăng trưởng trong năm 2011 sẽ chậm hơn khi công ty không thể tăng giá bán như những năm trước. Celano luôn giữ mức tăng trưởng doanh thu cao hơn Merino chủ yếu là do giá bán cao hơn. Tuy nhiên, với khả năng tăng giá bán bị hạn chế như hiện nay thì chúng tôi kỳ vọng nhóm Merino sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong những năm sau do có sản lượng tiêu thụ tốt hơn.

**Sữa chua KIDO đã được biết đến với 2 thương hiệu: Wel-Yo Home và Wel-Yo Kids,** với mỗi dòng sản phẩm hướng đến từng phân khúc thị trường khác nhau. Doanh thu từ nhóm sữa chua đóng góp khoảng 12% trên tổng doanh thu, và công ty cũng đã khẳng định sữa chua là 1 trong những dòng sản phẩm chính trong tương lai. Sản lượng tiêu thụ dòng sản phẩm Well-Yo đã tăng khá mạnh từ 650 triệu lit trong năm 2008 tăng lên 1,227 triệu lit trong năm 2009 (+89% YoY). Doanh thu của nhóm này đã có bước nhảy vọt trong năm 2008, chủ yếu là do sản lượng tiêu thụ tăng đột biến.

SỮA CHUA: DOANH THU VÀ LƯỢNG TIÊU THỤ



Nguồn: KIDO, SBS



KIDO là công ty cung cấp kem lớn nhất Việt Nam mặc dù giá sản phẩm cao hơn so với mặt bằng chung. Với lợi thế chất lượng, sự đa dạng về sản phẩm, và mạng lưới phân phối rộng khắp, sản phẩm kem KIDO được biết đến ở tất cả các tỉnh thành trong nước. Ở phân khúc kem que, công ty phải đối mặt sự cạnh tranh quyết liệt từ các sản phẩm kem sản xuất thủ công; trong khi đó, cạnh tranh ở thị trường kem hộp và kem ly không quá tàn khốc vì đối thủ Vinamilk cũng chỉ có vài sản phẩm nhắm đến thị phần người tiêu dùng bình dân. Công ty TNHH Phan Nam không thể cạnh tranh do quy mô sản xuất khá nhỏ so với KIDO, còn kem Thủy Tạ chỉ được biết đến nhiều ở khu vực phía Bắc. Nhìn chung, từ năm 2005 trở lại đây, KIDO luôn dẫn đầu dòng sản phẩm kem cao cấp.

KEM: SO SÁNH THỊ PHẦN					
(% doanh thu bán lẻ)	2005	2006	2007	2008	2009
CTCP Kinh Đô	8.11	7.90	8.00	8.85	9.42
CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk)	4.97	4.49	4.46	4.63	5.11
Công ty TNHH Thủy Tạ	3.55	3.57	3.56	3.93	4.02
Công ty TNHH Tràng Tiền	1.25	1.89	1.77	2.07	2.28
Công ty TNHH Unilever Vietnam	-	-	1.05	1.11	1.78
Công ty TNHH Fanny Vietnam	1.08	1.26	1.35	1.48	1.59
CTCP Thương mại Phan Nam Monterosa	1.44	1.60	1.67	1.36	1.03

Nguồn: EMI (2010)

KIDO thừa hưởng công nghệ sản xuất kem Wall's sau phi vụ chuyển nhượng vào năm 2002. Từ đó đến nay, thị phần kem KIDO đã tăng trưởng tương đương với mức 8.5% CAGR trong giai đoạn 2007-2009, lên đến 9.42% tổng thị phần vào cuối năm 2009. Tốc độ tăng trưởng thị phần của KIDO chậm hơn hẳn so với Công ty TNHH Tràng Tiền (16.2%) và Unilever Vietnam (30.2%) trong cùng thời kỳ đó, do thị phần của 2 công ty này thấp hơn nhiều so với KIDO. Công ty TNHH Tràng Tiền chỉ có thương hiệu tại phía Bắc Việt Nam, trong khi dòng sản phẩm kem Walls của Unilever chỉ mới quay trở lại thị trường trong những năm gần đây.

Hoạt động đầu tư

KDC đẩy mạnh mảng hoạt động tài chính từ giai đoạn 2006-2007 thông qua hoạt động đầu tư vào các đơn vị trực thuộc, liên doanh, vào danh mục đầu tư chứng khoán, và cung cấp các khoản vay tín dụng. Tổng giá trị các khoản đầu tư của KDC đã có thấp nhất là VND1,300 tỷ và cao nhất là VND1,800 tỷ.

Mở rộng hoạt động kinh doanh thông qua hoạt động liên doanh, liên kết: Trong những năm gần đây, KDC không chỉ tập trung vào các hoạt động kinh doanh chính mà còn mở rộng sang lĩnh vực bất động sản thông qua hoạt động liên doanh. Những khoản đầu tư này có thể chưa đóng góp nhiều vào lợi nhuận của KDC, nhưng sẽ tạo được động lực cho sự tăng trưởng của KDC trong tương lai.

Dự án bất động sản: KDC hiện đang đầu tư hai dự án bất động sản lớn: dự án Tân An Phước (TAP) và dự án Lavenue. TAP được thiết kế thành dự án khu dân cư bao gồm 10 lô chung cư được xây dựng từ 15-25 tầng cho mỗi lô. Dự án đang trong quá trình được phê duyệt 1/500, và sẽ được triển khai trong giai đoạn 2012-2017 nếu điều kiện thuận lợi. KDC cũng đã đầu tư VND600 tỷ cho dự án Lavenue. Tuy nhiên, chúng tôi không có đủ dữ liệu để đánh giá lợi nhuận cũng như mục tiêu thật sự của KDC đối với dự án này. Hiện nay, thị trường bất động sản đang đóng băng, chúng tôi đang dự đoán cho khả năng KDC chuyển giao dự án này cho đối tác giống như dự án Sài Gòn Kim Cương.

Dự án:	Công ty TNHH Tân An Phước (TAP)	CTCP Đầu tư Lavenue
Loại hình:	Khu dân cư (Căn hộ)	Khu thương mại, Khách sạn 5 sao
Khu vực:	11 Đường số 4, Hiệp Bình Phước, Q. Thủ Đức	8-12 Lê Duẩn, Quận 1, Tp.HCM
Diện tích:	51,421.5 m <sup>2</sup>	4,953 m <sup>2</sup>
Diện tích khu đất:	45,009 m <sup>2</sup>	
Diện tích xây dựng:	20,479 m <sup>2</sup>	
Diện tích tầng trệt	171,034 m <sup>2</sup>	
Chi phí vốn đầu tư:	VND2,200 tỷ	VND1,200 tỷ
Tỷ lệ sở hữu:	Kinh Do Land: 20% (tiền mặt)   KDC: 49% (quyền sử dụng đất)   Trinh Hieu Tu: 31% (tiền mặt)	KDC: 50%   Khác: 50%

HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH						
(VND'triệu)	2006	2007	2008	2009	2010	30/6/2011
Đầu tư ngắn hạn	523	543	584	518	162	693
Chứng khoán	50	50	86	23	94	91
Dự phòng rủi ro	(5)	(5)	(59)	(15)	(48)	(53)
Khác	477	497	557	510	116	655
Đầu tư vào công ty con, công ty liên kết	30	30	32	404	801	802
Đầu tư dài hạn khác	757	767	718	590	409	336
Chứng khoán (Listed & OTC)	740	751	867	507	504	378
Dự phòng rủi ro	-	-	(197)	(42)	(94)	(75)
Khác	16	16	48	126	0	33
<b>Tổng cộng</b>	<b>1,309</b>	<b>1,340</b>	<b>1,334</b>	<b>1,513</b>	<b>1,372</b>	<b>1,831</b>

Nguồn: KDC, SBS

**Đầu tư vào thị trường chứng khoán: nguồn thu lớn trước đây nay đã trở thành gánh nặng.** KDC bắt đầu tham gia hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán từ những năm 2005-2006, khi thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu bước vào giai đoạn khởi sắc nhất. Do vậy, KDC đã có được nguồn thu đáng kể từ hoạt động đầu tư chứng khoán (năm 2006 lợi nhuận ròng khoảng VND20 tỷ, năm 2007 đạt gần VND70 tỷ). Tuy nhiên, kể từ năm 2008 đến nay, khi thị trường chứng khoán Việt Nam liên tục sụt giảm thì hoạt động đầu tư chứng khoán đã trở thành gánh nặng cho KDC, khi Công ty phải trích các khoản dự phòng khá lớn (đặc biệt trong năm 2008 khi mà chi phí dự phòng lên đến gần VND250 tỷ). Từ năm 2010 trở lại đây, thị trường tiếp tục đi xuống, KDC phải tiếp tục trích lập dự phòng và ghi nhận lỗ từ thanh toán cổ phiếu trong danh mục của mình. Trong quý 2/2011 vừa qua, KDC đã thanh toán hơn 3.5 triệu cổ phiếu EIB khiến giá trị đầu tư của danh mục cổ phiếu đầu tư dài hạn giảm xuống khoảng gần VND93 tỷ so với đầu năm. Đầu tháng 10/2011 vừa qua, KDC đã công bố thoái vốn tại Quỹ Đầu tư Cân bằng Prudential (PRUBF1) với số lượng là 1.04 triệu chứng chỉ quỹ, tương ứng giá trị đầu tư ban đầu là VND10.86 tỷ, giá trị tài sản ròng gần VND8.7 tỷ (theo NAV tại ngày 13/10/2011), theo giá thị trường hiện tại (VND4,700/CCQ) khoảng VND4.9 tỷ. Khoản đầu tư này đã được KDC trích lập dự phòng tại thời điểm 30/6/2011 với giá VND4,600/CP, nên dự kiến nếu thanh lý theo giá thị trường hiện tại, KDC sẽ không bị lỗ.

Biến động danh mục đầu tư chứng khoán						
(VND'tỷ)	2006	2007	2008	2009	2010	6M11
<b>Danh mục đầu tư CK: Lãi</b>						
Cổ tức và lợi nhuận được chia	322	160	25,116	5,835	12,596	1,229
Lãi đầu tư chứng khoán	20,060	72,330	3,918	6,287	85	175
<b>Danh mục đầu tư CK: Lỗ</b>						
Dự phòng giảm giá đầu tư	-	4,932	244,948	-	53,473	24,783
Lỗ do thanh lý khoản đầu tư	4,282	7,209	8,603	143,122	-	2,369
Hoàn nhập dự phòng	-	-	-	(198,565)	-	-

Nguồn: KDC, SBS

**Hoạt động cho vay diễn ra khá thường xuyên với quy mô lớn.** Hầu hết các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn khác của KDC là số dư phát sinh từ hoạt động cho vay (trong đó đáng chú ý là các khoản vay lớn dành cho Công ty có liên quan đến chủ tịch HĐQT KDC, ông Trần Kim Thành). Ngược lại, KDC phải tìm đến các khoản vay để bổ sung nguồn vốn cho hoạt động của mình. Chúng tôi không đánh giá cao điều này, nhất là trong bối cảnh lãi suất thị trường đang ở mức cao như hiện nay, sẽ dễ phát sinh những xung đột lợi ích giữa cổ đông nội bộ với các cổ đông đại chúng khác. Tuy nhiên, SBS không thể đánh giá chi tiết do thiếu thông tin. Thực tế thì đầu tháng 8/2011 vừa qua, KDC đã bị Ủy ban chứng khoán Nhà nước phạt hành chính VND10 triệu vì đã cho thành viên Hội đồng quản trị, Tổng giám đốc điều hành, cán bộ quản lý và cổ đông tạm ứng tiền (vay tiền) nhưng không có Nghị quyết Đại hội đồng cổ đông thông qua.

CHI TIẾT SỐ DƯ CUỐI KỲ MỘT SỐ KHOẢN CHO VAY LỚN						
(VND'triệu)	2006	2007	2008	2009	2010	30/6/2011
CTCP Hùng Vương	24,437	47,714	48,134	126,000		44,000
CTTNHH Xây dựng & CBTP Kinh Đô.*		422,600				
CTTNHH Đầu tư Kinh Đô.**			556,800	502,100	2,350	577,500

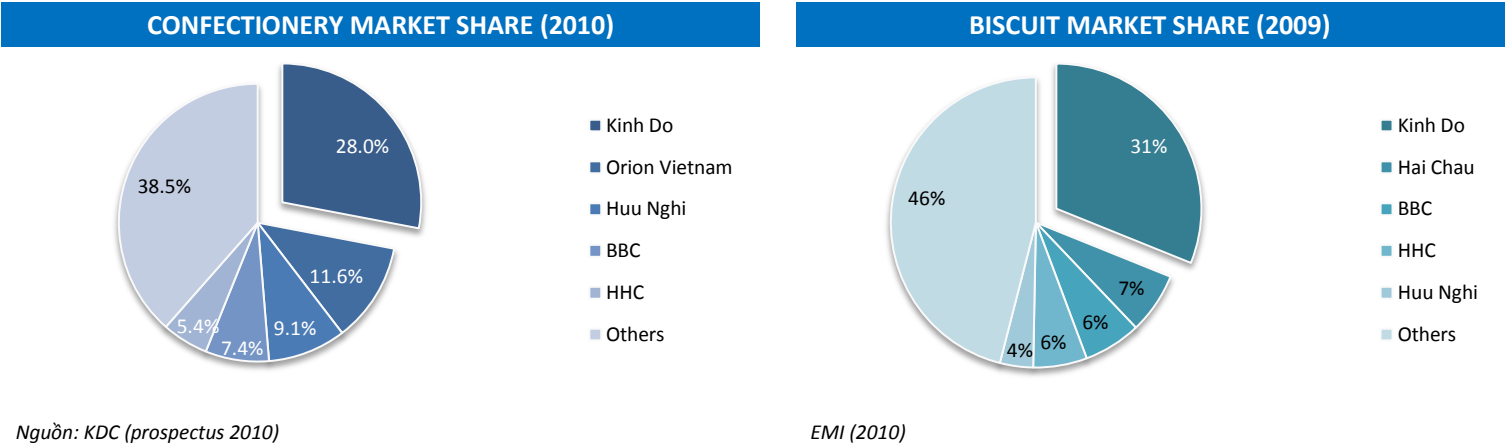
*Nguồn: KDC, SBS*  
(\* ) Hiện nắm giữ 4.18% vốn của KDC  
(\*\* ) Công ty do ông Trần Kim Thành làm chủ tịch, hiện sở hữu 8.06% vốn của KDC.

THU NHẬP/CHI PHÍ TỪ HOẠT ĐỘNG CHO VAY VÀ ĐI VAY CỦA KDC						
(VND'triệu)	2006	2007	2008	2009	2010	6M11
Số dư cho vay	493,324	513,324	604,967	636,110	115,806	687,791
Lãi cho vay và tiền gửi	26,015	24,103	85,974	51,121	92,964	38,907
Số dư nợ vay ngắn và dài hạn	171,257	375,413	491,950	526,747	474,342	699,003
Chi phí lãi vay	15,548	30,481	52,364	43,758	42,500	51,582

*Nguồn: KDC, SBS*

Lợi thế cạnh tranh

KDC là một trong những công ty sản xuất bánh kẹo đầu tiên tại Việt Nam, và hiện nay đang dẫn đầu về thị phần, công nghệ, quy mô tài sản, và thương hiệu. KDC đặt mục tiêu sẽ mở rộng thị trường (bánh kẹo, kem và sữa chua) với hơn 500 sản phẩm. Công ty đã phải đối mặt với nhiều sự cạnh tranh gay gắt trên thị trường; tuy nhiên hầu hết các đối thủ cạnh tranh chỉ chuyên về về một số phân khúc, trong khi KDC tấn công vào tất cả lĩnh vực bánh kẹo. Việc sáp nhập với KND và KIDO sẽ giúp cho KDC có lợi thế hơn trong việc kiểm soát chi phí nguyên liệu đầu vào. Hầu như các nhà cung cấp đều nằm trong thành phố hoặc các vùng lân cận, do vậy sẽ giảm được những chi phí vận chuyển về mức thấp.



Hệ thống phân phối

Việc sáp nhập với NKD và KIDO đã nâng hệ thống phân phối của công ty lên tầm cao mới. Tuy nhiên, công ty không những được hưởng lợi từ mạng lưới phân phối khổng lồ của mình mà còn từ hệ thống các siêu thị như Metro, Citimart, Big-C, Co-op Mart. Về cơ bản, hiện nay công ty có thể dễ dàng cung cấp sản phẩm xuyên suốt trong cả nước thông qua hệ thống bán lẻ của mình. Từ năm 2007 đến nay, số lượng có điểm phân phối tăng trưởng với tốc độ trung bình 13% CAGR, trong khi số lượng các điểm bán lẻ tăng trưởng đến 24%. Việc mở rộng mạng lưới phân phối cũng sẽ giúp cho KDC có thể mở rộng thị trường sang các nước lân cận trong khu vực. Cụ thể, khu vực phía Bắc có thể phát triển sang Trung Quốc, trong khi khu vực miền trung và miền Nam có thể khai thác tại thị trường Lào, Myanmar và Cambodia. Chúng tôi cho rằng hệ thống phân phối theo phương thức truyền thống sẽ dần dần được thay thế bởi các kênh bán lẻ hiện đại như siêu thị/khu trung tâm thương mại.

HỆ THỐNG PHÂN PHỐI			
	2009	2010	2011
Bánh kẹo			
Điểm phân phối	227	211	212
Điểm bán lẻ	69,977	76,294	120,000
Bakery	-	40	30
Sản phẩm kem & sữa chua			
Điểm phân phối	-	60	65
Điểm bán lẻ	-	15,000	30,000
Nước giải khác			
Điểm bán lẻ	-	-	100,000

Doanh thu

Đại lý và điểm bán lẻ

Siêu thị

Khác

23%

5%

72%

Nguồn: KDC

SO SÁNH HỆ THỐNG PHÂN PHỐI (2009)			
Công ty	Điểm phân phối	Điểm bán lẻ	Doanh thu (VND'tỷ)
KDC	200	75,000	1,529
BBC	75	50,000	627
Orion Vietnam	229	78,292	N/A
Hữu Nghị	100	45,000	775
HHC	100	N/A	459

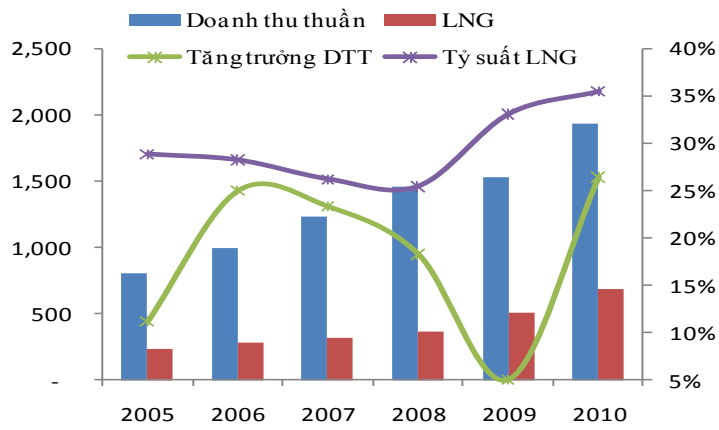
Nguồn: BCB KDC, SBS tổng hợp

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Lịch sử biến động

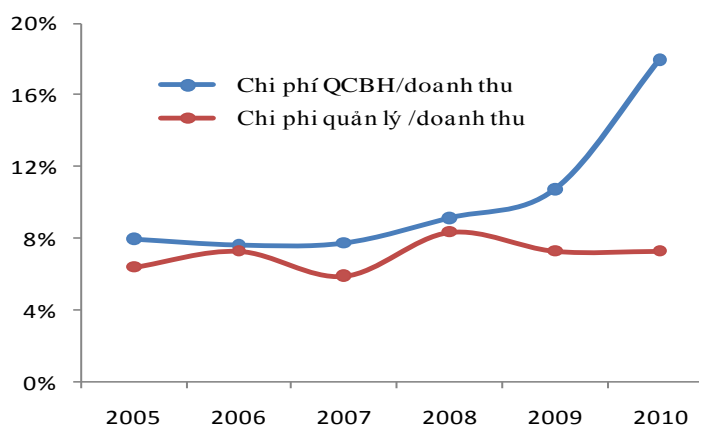
**Tăng trưởng ấn tượng trong giai đoạn 2005-2010:** Doanh thu tăng bình quân 19.3%/năm, lợi nhuận gộp tăng 24.4%/năm, lợi nhuận hoạt động kinh doanh tăng 11.2%/năm và LNST tăng 39.4%/năm. Chúng tôi cho rằng, việc điều chỉnh tăng qua các năm là nguyên nhân chính khiến doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng mạnh trong những năm qua. Căn cứ vào biến động tăng của tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu cho thấy có sự đánh đổi giữa tỷ trọng chi phí giá vốn/doanh thu và chi phí bán hàng/doanh thu. Về cơ bản, công ty cung cấp các chương trình khuyến mãi thay vì giảm giá bán trực tiếp nên mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn tăng nhưng chi phí bán hàng cũng tăng rất mạnh (trong 2 năm trở lại đây cũng như trong 6 tháng đầu năm 2011), khiến lợi nhuận hoạt động kinh doanh tăng trưởng chậm hơn và TSLN hoạt động kinh doanh/doanh thu không có biến động lớn (dao động quanh mức 10%-15%).

BIẾN ĐỘNG DOANH THU THUẦN VÀ LNG (TỶ VND)



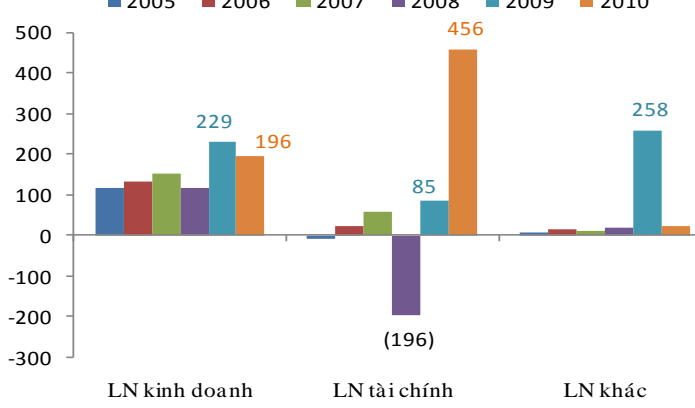
Source: KDC, SBS

BIẾN ĐỘNG CHI PHÍ QUẢN LÝ VÀ BÁN HÀNG



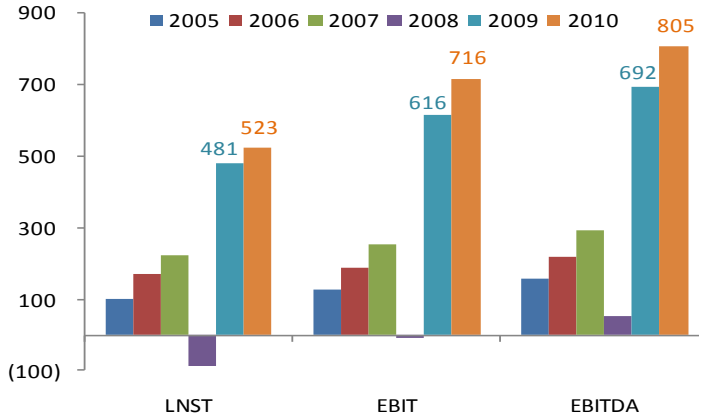
**Sự biến động mạnh của LNST phần lớn có nguyên nhân từ hoạt động tài chính và hoạt động bất thường.** Năm 2008, hoạt động tài chính bị lỗ khá lớn khiến LNST của KDC bị âm hơn VND85 tỷ. Tuy nhiên, năm 2009, LNST lại tăng đột biến lên đến VND481 tỷ, trong đó ngoài hoạt động chính, lợi nhuận tài chính đóng góp hơn VND85 tỷ (chủ yếu do hoàn nhập dự phòng) và lợi nhuận bất thường đạt gần VND258 tỷ (chủ yếu do thu nhập từ việc đánh giá lại quyền sử dụng đất để đầu tư vào công ty liên kết phát sinh doanh thu gần VND320 tỷ). Năm 2010, việc chuyển nhượng phần vốn góp tại CTCP Sài Gòn Kim Cương (KDC góp hơn VND167 tỷ, chiếm 50%) đã đem lại khoản lợi nhuận tài chính thuần khoảng VND412 tỷ, đóng góp chính trong tổng LNST của KDC trong năm (gần VND523 tỷ).

BIẾN ĐỘNG LỢI NHUẬN CÁC HOẠT ĐỘNG (TỶ VND)



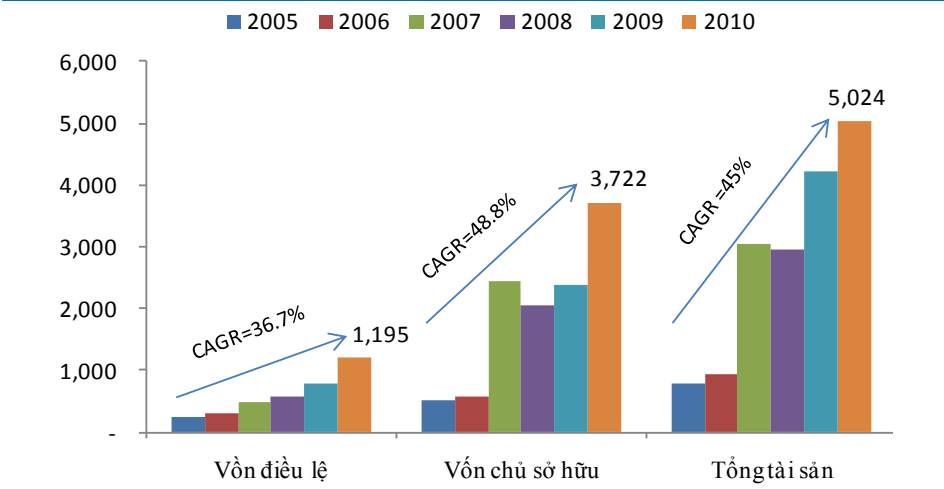
Source: KDC, SBS

BIẾN ĐỘNG CHI PHÍ QUẢN LÝ VÀ BÁN HÀNG



**Quy mô vốn và tài sản của KDC tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2005-2010.** Trong 5 năm qua, KDC liên tục thực hiện tăng vốn điều lệ và đem về khoản thặng dư vốn khá lớn cũng như lợi nhuận giữ lại đã giúp nguồn vốn chủ sở hữu tăng bình quân 48.8%/năm, cao hơn tốc độ tăng của tổng tài sản trong cùng giai đoạn.

TĂNG TRƯỞNG TỔNG TÀI SẢN VÀ NGUỒN VỐN

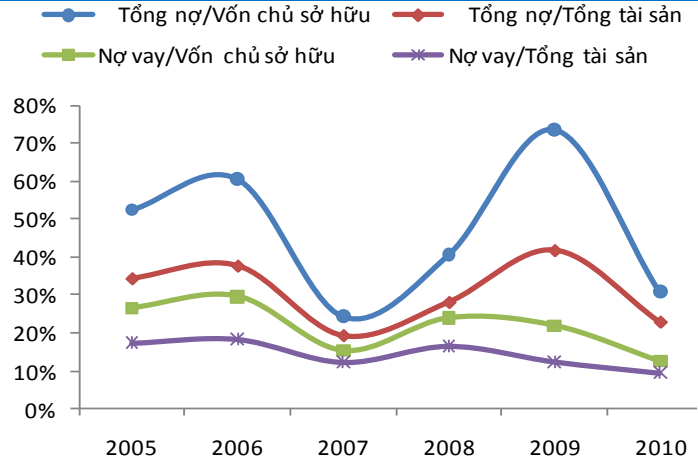


Nguồn: KDC, SBS

**Khả năng thanh toán tốt nhờ cấu trúc tài chính thâm dụng vốn thay vì thâm dụng nợ.** Các chỉ số về khả năng thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh ở mức trên 1 lần, gần 2 lần; chỉ số thanh toán tiền mặt cũng duy trì ở mức gần 1. Cấu trúc tài chính của KDC thâm dụng vốn chủ sở hữu và không có nhiều biến động qua các năm, ngoại trừ năm 2009 có sự đột biến trong các khoản phải trả (nhận tiền cọc thanh toán từ chuyển nhượng dự án Kim Cương) khiến tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu và tổng tài sản cao đột biến.

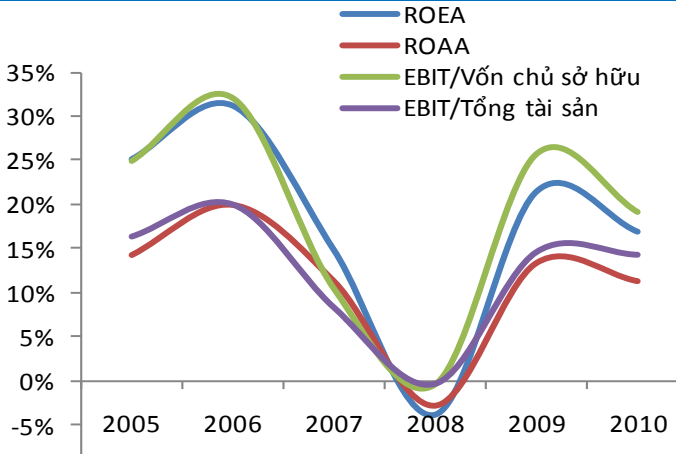
**Hiệu quả sử dụng vốn và khả năng sinh lợi:** Do dòng tiền đầu tư vào cổ phiếu, dự án bất động sản mang tính dài hạn, chưa phát sinh nguồn thu cũng như sử dụng nguồn vốn chưa thật sự hợp lý (đi vay và cho vay) khiến vòng quay tài sản và vốn chủ sở hữu ở mức thấp trong 2-3 năm gần đây. Khả năng sinh lợi trên vốn chủ sở hữu và tổng tài sản lần lượt ở mức 17% và 11% trong năm 2010, giảm so với 21% và 13% của năm 2009. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng, do ngày 30/12/2010 KDC mới hoàn tất mọi thủ tục để sáp nhập với NKD và Kido nên báo cáo tài chính cuối năm mặc dù thể hiện tài sản hợp nhất của 3 đơn vị với nhau nhưng NKD và Kido chưa có bất kỳ khoản đóng góp nào vào doanh thu và lợi nhuận của KDC (tức việc hợp nhất mới được phản ánh trên bảng cân đối kế toán) nên hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lợi bị giảm. Điều này sẽ được khắc phục và cải thiện trong năm nay khi có sự hợp nhất cả bảng cân đối kế toán lẫn kết quả kinh doanh của 3 đơn vị.

CẤU TRÚC TÀI CHÍNH



Nguồn: KDC, SBS

KHẢ NĂNG SINH LỢI





Biến động kinh doanh trong 9T11

**Công ty đã báo cáo doanh thu 3Q11 đạt VND1,525 tỷ (+108.2% YoY)** và lợi nhuận gộp tương ứng đạt VND691 tỷ (+113.7% YoY). Quý 3 thường là thời điểm tỷ suất lợi nhuận gộp tốt nhất trong một năm, và KDC đã đem về tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý 3 là 45.3% cao hơn so với 35.5% (2Q11) và 34.3% (1Q11). Có một số khác biệt nhỏ về mức độ gia tăng của các khoản mục chi phí, cụ thể tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu tăng từ 19% (2Q11) lên 23% trong khi chi phí hoạt động quản lý trên doanh thu giảm từ 8.4% xuống 6.1%. Lợi nhuận sau thuế của KDC đạt VND221 tỷ, tương đương với mức tăng trưởng 56.4% YoY.

**Lũy kế 9T11, doanh thu đạt VND3,037 tỷ (+130% YoY)**, hoàn thành 72.3% so với dự phóng VND4,200 tỷ. Mức độ gia tăng của giá vốn hàng bán thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng doanh thu (+119.3% YoY), nên tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhẹ (từ 37.1% năm trước tăng lên 40.2%). KDC đã giữ được tỷ lệ chi phí quản lý quanh mức 7.6%, nhưng lại để cho tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu tăng đáng kể lên 21.4% (từ 17.5% năm trước). Lợi nhuận sau thuế trong 9 tháng đạt VND248 tỷ (-45.5% YoY hoặc tăng gấp 3 lần nếu loại trừ khoản thu nhập tài chính bất thường trong 9T10), hoàn thành 45% mục tiêu năm.

DỰ PHÓNG

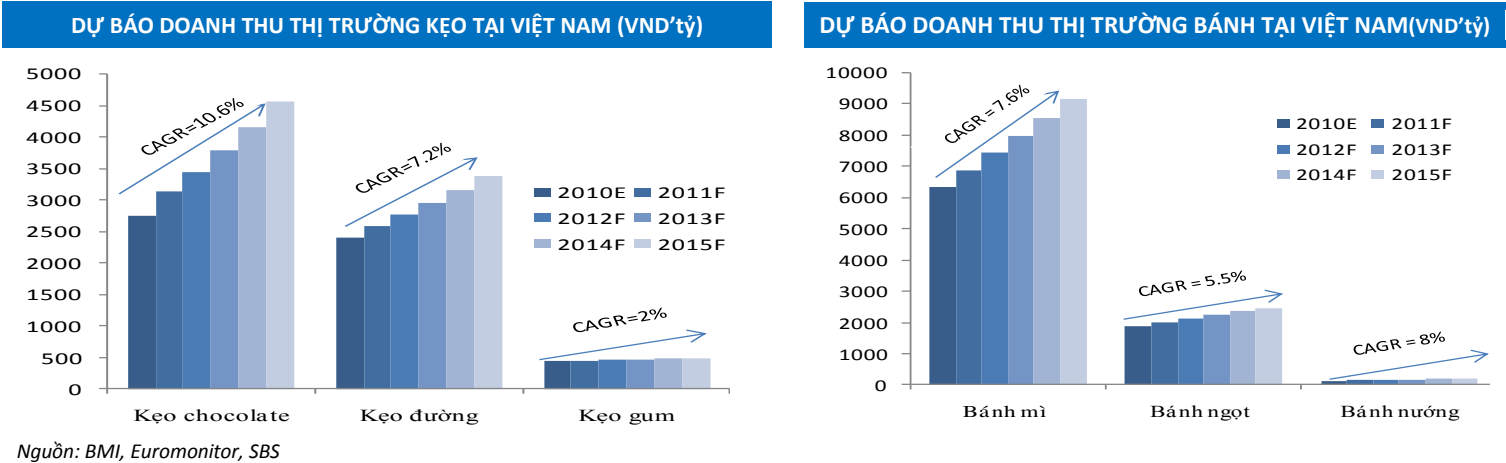
Các giả định dự phóng

Dự phóng của chúng tôi dựa trên một số giả định sau:

- Trong vòng 5 năm tới, hoạt động chính của KDC vẫn là tập trung vào lĩnh vực sản xuất và kinh doanh thực phẩm
- Chúng tôi kỳ vọng ngành bánh kẹo sẽ phát triển mạnh hơn tốc độ tăng trưởng GDP. Vì vậy, với vị thế công ty đứng đầu ngành, KDC có thể lập kế hoạch tăng trưởng lâu dài với tốc độ 8%/năm sau năm 2015.
- Các xung đột lợi ích (nếu có) sẽ không ảnh hưởng đến hoạt động liên tục của KDC.
- KDC đang có kế hoạch mở rộng kinh doanh vào tiêu thụ các nông sản khác như nước mắm, mì ăn liền. Tuy nhiên, công ty chưa có thông tin chi tiết về mức Capex đầu tư cũng như lợi nhuận dự phóng liên quan đến dự án này; do vậy chúng tôi tạm thời không đưa phần này vào dự phóng.
- Các dự án bất động sản: do chúng tôi không có đầy đủ thông tin về các dự án bất động sản của KDC, nên sẽ không đề cập phần này vào mục định giá. Hơn nữa, trong thời điểm này, Ban lãnh đạo công ty cũng cho biết chỉ tập trung duy nhất vào hoạt động kinh doanh chính của công ty.
- KDC sẽ phát hành 20 triệu cổ phần riêng lẻ cho đối tác chiến lược. Vì chưa có thông tin chi tiết về kế hoạch cũng như ngày chính thức chào bán của đợt phát hành này, nên việc định giá công ty cũng sẽ không có khoản mục này. Chúng tôi sẽ cập nhật tin tức trong những báo cáo tiếp theo.

KINH DOANH BÁNH KẸO

**Thị trường bánh kẹo Việt Nam còn nhiều tiềm năng phát triển.** Mặc dù là nước đông dân thứ 14 trên thế giới và thuộc khu vực đứng thứ 3 thế giới về sản xuất và tiêu thụ bánh kẹo, nhưng với mức thu nhập bình quân còn thấp nên mức chi tiêu hiện tại của người dân cho bánh kẹo chiếm tỷ trọng chưa cao (khoảng 5%) trong cơ cấu chi tiêu cho thực phẩm. Doanh thu kẹo tăng trưởng bình quân hơn 7.7%/năm trong giai đoạn 2005-2010. BMI dự báo doanh thu thị trường kẹo Việt Nam sẽ tăng 8.6%/năm trong vòng 5 năm tới nhưng chúng tôi kỳ vọng ở mức tăng trưởng bằng bình quân quá khứ. Tuy nhiên, đối với thị trường bánh, chúng tôi kỳ vọng lạc quan hơn (ước tăng 10%/năm) so với dự báo tăng bình quân 7.2%/năm từ 2010-2015 của Euromonitor. Động lực cho tăng trưởng là sự tăng trưởng ổn định của dân số và sự cải thiện trong thu nhập sẽ khiến người dân tiếp tục gia tăng hạn mức tiêu dùng cho bánh kẹo trong thời gian tới.



**KDC sẽ tiếp tục giữ vững vị thế của mình trong ngành thực phẩm nói chung và lĩnh vực bánh kẹo nói riêng.** Cụ thể, thời gian tới, KDC sẽ đầu tư thêm 2 dây chuyền sản xuất bánh kẹo cao cấp tại nhà máy Kinh Đô miền bắc (Capex khoảng USD10 triệu) . Bên cạnh đó, KDC sẽ tập trung nâng cấp máy móc, khai thác hết công suất hiện có, tái cơ cấu sản phẩm, phát triển sản phẩm mới; giữ vững và mở rộng thị phần. Chúng tôi cho rằng, đây là những nền tảng và động lực cho tăng trưởng trong tương lai của KDC. Doanh thu mảng bánh kẹo của KDC được dự phóng tăng trưởng bình quân 12.84%/năm trong giai đoạn 2011-2015, lợi nhuận gộp được dự phóng tiếp tục ở mức cao, biến động trong khoảng 31%-35.5%.

**Nhóm cookies:** Chúng tôi ước tính doanh thu nhóm cookies năm 2011 sẽ đạt khoảng VND 1,000 tỷ, tăng khoảng 75% YoY của KDC và tăng khoảng 26.9% YoY nếu tính cả KDC và NKD. Trong đó, doanh thu của bánh trung thu là VND 651 tỷ (+31% YoY theo KDC công bố), doanh thu bánh bơ đạt khoảng VND 350 tỷ (+20% YoY). Trong những năm sau, đối với sản phẩm bánh trung thu, chúng tôi dự phóng sản lượng bình quân tăng khoảng 3%/năm; về giá bán, chúng tôi cho rằng sau khi đã tăng khoảng 28.8% và 24.7% trong năm 2010-2011 thiết lập mặt bằng giá mới cũng như áp lực cạnh tranh gia tăng, mức giá trong những năm tới được giả định sẽ tăng với tốc độ giảm dần, đạt 15% trong năm 2012, 10% trong năm 2013 và 8% cho các năm còn lại. Đối với sản phẩm bánh bơ, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng 2012 tiếp tục ở mức cao 15% nhờ hiệu ứng từ tái cơ cấu sản phẩm cũng như lợi thế từ sáp nhập, những năm sau đó, tốc độ tăng trưởng sẽ duy trì ở mức 10%/năm, bằng tốc độ tăng trưởng bình quân kỳ vọng của ngành. Lợi nhuận gộp những năm sau của bánh trung thu được ước tính giảm nhẹ so với mức 55.5% của năm 2010 trên cơ sở giả định KDC sẽ tiếp tục chấp nhận giảm nhẹ tỷ suất lợi nhuận để giữ vững thị phần do áp lực cạnh tranh gia tăng, nhưng chúng tôi vẫn kỳ vọng TSLNG của nhóm bánh này vẫn duy trì ở mức trên 50% cho những năm sau. Tỷ suất LNG của nhóm bánh bơ, được ước tính duy trì ổn định gần với mức quá khứ (khoảng 25%).

DỰ PHÓNG DOANH THU & LỢI NHUẬN GỘP					
(Vnd'triệu)	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F
Cookies: Dự báo doanh thu	1,001,141	1,186,177	1,328,089	1,468,352	1,622,734
Bánh bơ	350,141	402,662	442,928	487,221	535,943
Bánh trung thu	651,000	783,516	885,161	981,131	1,086,791
Cookies: Dự báo lợi nhuận gộp	448,535	531,599	588,719	641,805	699,117
Bánh bơ	87,535	100,665	110,732	121,805	133,986
Bánh trung thu	361,000	430,934	477,987	519,999	565,131

Nguồn: SBS dự phóng

**Nhóm cracker:** Trên cơ sở tái tung các sản phẩm chủ lực (AFC với 5 hương vị mới, kèm quà tặng), kết hợp với các chương trình khuyến mãi khá rầm rộ ("*Chia sẻ Cosy, trúng thưởng cực lớn*" với tổng giá trị giải thưởng lên đến VND 6 tỷ, kéo dài từ 22/9-20/12/2011) và công bố của KDC về mức tăng trưởng 6 tháng đầu năm 2011 là doanh thu sau sáp nhập tăng 97%, lợi nhuận gộp tăng 96% so với cùng kỳ năm ngoái (tính riêng KDC) của ngành hàng này; chúng tôi kỳ vọng năm 2011 doanh thu nhóm sản phẩm này sẽ tăng đột biến trong năm nay với mức kỳ vọng đạt 35% so với năm ngoái (KDC+NKD), tương ứng tăng khoảng 81% nếu số năm ngoái chỉ tính riêng KDC. Với vị thế dẫn đầu ngành hàng cùng chiến lược linh hoạt trong tái cơ cấu sản phẩm cũng như đặc tính tiện lợi của sản phẩm, chúng tôi kỳ vọng ngành hàng này sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng cao hơn mức tăng trưởng kỳ vọng của ngành và đạt 15%/năm trong những năm sau.

**Nhóm bánh mì công nghiệp và bánh bông lan công nghiệp tiếp tục đóng góp lớn nhất trong doanh thu.** Chúng tôi dự phóng doanh thu những năm tới của nhóm này sẽ tăng trưởng bình quân 14.2%/năm. Trong đó, tốc độ tăng đạt cao trong năm 2011 (đạt 30%) và năm 2012 (đạt 20%) và giảm dần trong 3 năm còn lại. Do nhìn nhận áp lực cạnh tranh của phân khúc này có thể sẽ gay gắt hơn khi mà một số đối thủ cạnh tranh của KDC đang rất mạnh lên trong những năm gần đây (Hữu Nghị) hơn nữa tốc độ tăng trưởng chậm lại 1 phần do quy mô của mảng này đã đạt khá lớn. Trên cơ sở đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này dự phóng biến động trong khoảng 25%-32% theo chiều hướng giảm dần qua các năm.

**Nhóm các sản phẩm khác tiếp tục có đóng góp hạn chế** nhưng giả định vẫn được duy trì và cải tiến nhằm mục tiêu đa dạng hóa sản phẩm. Nhóm bánh kẹo được giả định tăng trưởng bình quân 6%/năm trong 5 năm tiếp theo (bằng tốc độ tăng trưởng kỳ vọng của ngành), nhóm snack, bánh quế... ước tăng khoảng 9.5%-10%/năm.

REVENUE & GROSS PROFIT PROJECTION

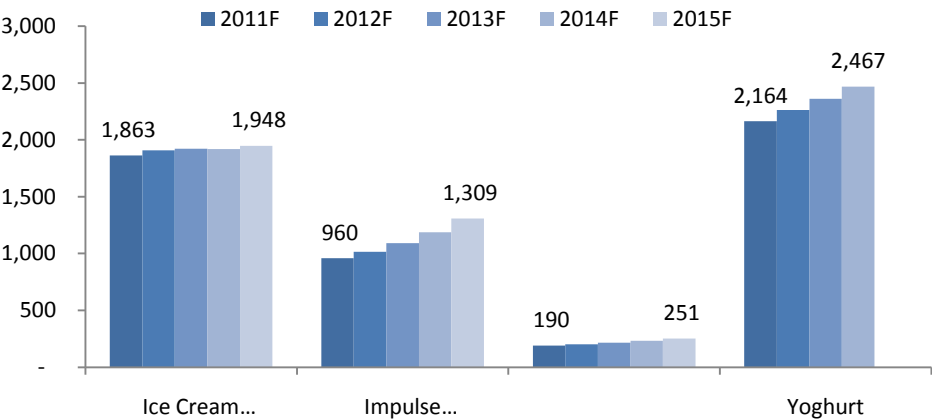
(VND'triệu)	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F
Dự kiến doanh thu: Tổng cộng	3,775,972	4,440,908	5,044,068	5,641,361	6,254,717
Bun & cakes	1,639,407	1,967,288	2,262,382	2,533,867	2,787,254
Cookies	1,001,141	1,186,177	1,328,089	1,468,352	1,622,734
Cracker	706,785	812,802	934,723	1,074,931	1,236,171
Khác	428,639	474,640	518,875	564,211	608,557
Dự kiến lợi nhuận gộp: Tổng cộng	1,310,398	1,468,612	1,662,715	1,802,557	1,966,878
Bun & cakes	524,610	550,841	633,467	658,806	696,814
Cookies	448,535	531,599	588,719	641,805	699,117
Cracker	282,714	325,121	373,889	429,973	494,468
Khác	54,539	61,051	66,640	71,974	76,479

Nguồn: SBS dự phóng

KINH DOANH KEM & SỮA CHUA

**Thị trường Việt Nam còn rất nhiều tiềm năng phát triển cho ngành kem.** Khí hậu nhiệt đới của Việt Nam là điều kiện thuận lợi để phát triển ngành kem. Hơn nữa, đối tượng khách hàng không chỉ có trẻ em mà nay đã được mở rộng tất cả các đối tượng khác như cho thanh thiếu niên, cho gia đình kể từ khi lối sống phương Tây được du nhập mạnh mẽ vào Việt Nam. Gần 55% dân số Việt Nam dưới 30 tuổi, đây cũng là đối tượng khách hàng lớn của ngành hàng thực phẩm. Do vậy, lượng tiêu thụ kem sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong 5 năm tiếp theo. EMI đã dự phóng giá trị ngành kem tại Việt Nam (không tính các sản phẩm thủ công) sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 7% trong giai đoạn 2010-2015, do giá bán tăng chậm. SBS kỳ vọng với vị thế của mình cũng như định hướng đầu tư mở rộng mạnh cho phân khúc này, KDC sẽ tăng trưởng với tốc độ nhanh hơn mức trung bình ngành và đạt mức 18% trong cùng giai đoạn.

DỰ PHÓNG: DOANH SỐ BÁN HÀNG KEM & SỮA CHUA TẠI VIỆT NAM, THEO GIÁ TRỊ (VND'tỷ)



2010-15 CAGR (%)	
Parlours Ice Cream	1.67
Impulse Ice Cream	7.40
Take-Home Ice Cream	6.90
<b>Kem</b>	<b>3.96</b>
Nguồn: EMI (2010)	

2009-14 CAGR (%)	
Drinkable Yogurt	5.71
Spoonable Yogurt	3.58
<b>Sữa chua</b>	<b>4.53</b>
Nguồn: EMI (2009)	

**Điều chỉnh giá kem sẽ khó khăn hơn khi thị trường cạnh tranh đang bắt đầu nóng lên,** đặc biệt là sau khi Wall's xuất hiện trở lại. Sau 3 năm kể từ khi Wall's hoạt động trở lại, Wall's đã chiếm hơn 2% trên tổng giá trị tiêu thụ của ngành kem. Wall's và KIDO về cơ bản là sản xuất 1 loại kem, tuy nhiên chúng ta vẫn thấy sự tương phản trong cái nhìn về hình ảnh của 2 công ty. Wall's dựa vào khả năng tiếp thị chuyên nghiệp và sự đa dạng phong phú của sản phẩm, trong khi KIDO tập trung nhiều hơn đến phát triển hương vị cho phù hợp với thị hiếu Việt Nam. Trong ngành hàng sữa chua, công ty sẽ khó cạnh tranh với các nhãn hiệu khác như sữa chua ăn Vinamilk (chiếm hơn 60% thị phần sữa chua), sữa chua uống Yo-most (13%), và Yomilk (11%). Tuy nhiên, các sản phẩm sữa chua của KIDO vẫn có thị trường riêng. Nhìn chung, KIDO chỉ chiếm ít hơn 7% thị phần sữa chua, do vậy chiến lược định vị thị trường sẽ là yếu tố quan trọng nhất thúc đẩy sự tăng trưởng.

**Kem KIDO:** SBS dự phóng doanh thu của kem sẽ đạt 462 tỷ đồng (+25% YoY) vào cuối năm nay, trong đó doanh thu từ nhóm Merino đạt 346 tỷ đồng (chiếm khoảng 75%), phần còn lại thuộc nhóm Celano. Chúng tôi giả định nhóm Melano tăng trưởng nhanh hơn với tốc độ CAGR là 16.9% trong giai đoạn 2010-2015 do tính phổ biến của mặt hàng này trong giới trẻ. Celano sẽ tăng trưởng chậm hơn với mức CAGR khoảng 16.4% do cơ cấu sản phẩm trong nhóm này vẫn còn hạn chế. Hơn nữa, việc tăng giá mạnh trong năm 2010 sẽ giảm khả năng tăng giá cho những năm tiếp theo. Những năm trước, công ty đã tăng giá bán trung bình từ 11% đến 18%/năm, tuy nhiên chúng tôi không kỳ vọng mức tăng trưởng như vậy trong giai đoạn 2012-2015. Mặc dù vậy, KIDO vẫn hoàn toàn có thể đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 9% trong giai đoạn này.

DỰ PHÓNG: DOANH THU & LỢI NHUẬN GỘP					
(VND'triệu)	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu	616,674	721,557	850,816	1,009,180	1,203,132
Kem	462,474	522,639	597,096	689,055	803,412
Sữa chua	154,200	198,918	253,720	320,125	399,720
Lợi nhuận gộp	362,900	416,074	482,073	563,355	663,335
Kem	294,898	326,597	365,662	413,539	472,527
Sữa chua	68,002	89,477	116,411	149,816	190,807

Nguồn: SBS dự phóng

**Một trong những chiến lược hiệu quả nhất để tăng doanh thu là thông qua các chương trình khuyến mãi**, chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục tập trung vào chiến lược này trong những năm sau. Có vẻ như KIDO đang cố gắng duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định bằng cách gia tăng tỷ lệ chi phí bán hàng. Nhìn chung, với thương hiệu của mình, KIDO có lợi thế hơn so với các đối thủ cạnh tranh khác về khả năng kiểm soát giá bán. Chúng tôi giả định rằng KIDO sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng năng lực sản xuất ở mức 6% CAGR (2010-2015) và duy trì công suất sử dụng máy ở mức 75%. Trước mắt, công ty đã công bố sẽ đầu tư mở rộng sản xuất khoảng USD10 triệu.

**Tỷ suất lợi nhuận gộp của nhóm Kem liên tục tăng cao.** Nguyên liệu đầu vào chủ yếu là đường và bột sữa, và dấu hiệu giảm nhẹ trong thời gian gần đây. Tốc độ tăng trưởng doanh thu các năm trước đây đều nhanh mức tăng chi phí đầu vào, do vậy tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định tại 60%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá bán kem sẽ không có biến động lớn trong giai đoạn 2012-2015, do đó tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm nhẹ dần xuống 55% khi chi phí đầu vào tăng mạnh hơn.

**Nhóm Sữa chua:** SBS ước tính nhóm sữa chua sẽ đem về doanh thu khoảng 154 tỷ đồng trong năm 2011, chiếm hơn 25% tổng doanh thu kem sữa. Phân khúc này đã có sự đóng góp đáng kể trong thời gian gần đây, do nhu cầu tiêu thụ ngày càng tăng (đặc biệt là trong giai đoạn 2009-2010). Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu trong năm 2011 có dấu hiệu chậm lại, và chúng tôi cho rằng sẽ còn chậm hơn trong các năm tiếp theo. Tuy nhiên, công ty có kế hoạch tăng khả năng sản xuất cho phân khúc này, vì vậy chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng 30% CAGR trong giai đoạn 2010-2015. Tỷ suất lợi nhuận gộp đã tăng từ 24% (2007) lên hơn 40% (2009), chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ duy trì tại mức này, và cũng chỉ tăng đến 47% trong vòng 4 năm.

BỨC TRANH TỔNG THỂ

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng KDC có thể duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu là 14.1% CAGR và lợi nhuận sau thuế là 17.5% CAGR trong giai đoạn 2011-15. Lợi nhuận gộp cũng tăng trưởng 15.4% hàng năm, và như vậy tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ ổn định trung bình tại 36.4%. Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu sẽ giảm nhẹ từ 20% xuống 18% vào cuối năm 2015. Tương tự như vậy, chi phí hoạt động quản lý trên doanh thu cũng sẽ giảm nhẹ từ 7.4% xuống 6%.

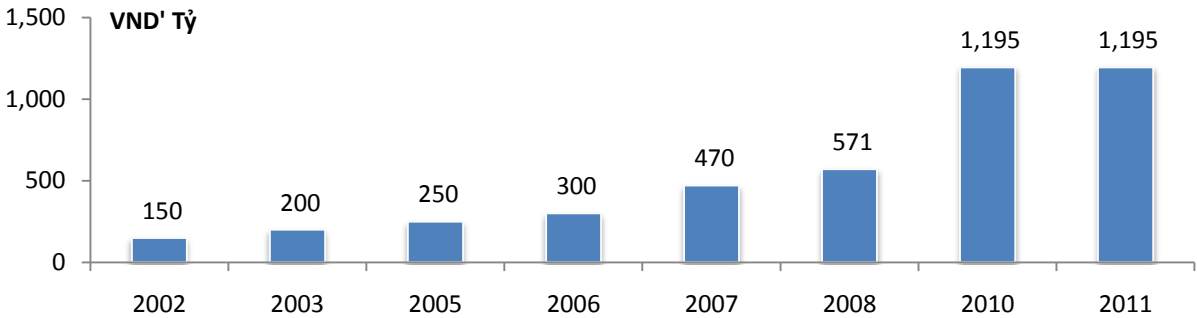
DỰ PHÓNG P&L						
(VND'triệu)	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	CAGR (2011-15)
Doanh thu	4,392,646	5,162,465	5,894,883	6,650,541	7,457,849	14.1%
Lợi nhuận gộp	1,673,299	1,884,686	2,144,788	2,365,911	2,630,213	15.4%
Lợi nhuận hoạt động SXKD	469,713	542,445	682,857	736,529	840,329	15.7%
Doanh thu hoạt động tài chính	(15,629)	23,475	40,306	52,329	62,800	n/a
Lợi nhuận trước thuế	462,961	565,920	723,162	788,858	903,129	18.2%
Lợi nhuận sau thuế	388,887	475,373	592,993	646,864	740,566	17.5%

Nguồn: SBS dự phóng

TỔNG QUAN CÔNG TY

Tiền thân của Công ty Cổ phần Kinh Đô là **Công ty TNHH xây dựng và chế biến thực phẩm Kinh Đô**, được thành lập năm 1993 với vốn điều lệ là VND 1.4 tỷ. Năm 2002, công ty được cấp hân hóa và chính thức chuyển thể thành Công ty Cổ Phần Kinh Đô với số vốn điều lệ là VND 150 tỷ, và chính thức lên sàn giao dịch chứng khoán HOSE (mã chứng khoán: KDC) vào năm 2005. Từ hoạt động kinh doanh ban đầu, công ty đã phát triển thêm hoạt động kinh doanh dịch vụ và các sản phẩm khác như sản xuất lương thực, kinh doanh hàng may mặc và các mặt hàng cao cấp, bất động sản, quảng cáo, dịch vụ thương mại, và một số hoạt động kinh doanh khác. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh chính của KDC vẫn là bánh kẹo và kem.

VỐN ĐIỀU LỆ



Nguồn: KDC, SBS

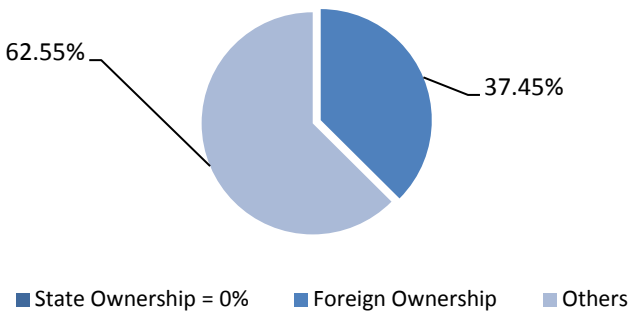
Sau khi sáp nhập với NKD và KIDO, công ty đã tăng vốn điều lệ lên VND 1,195 tỷ, tương đương với 119.5 triệu cổ phiếu hiện đang được niêm yết trên HOSE. Tuy nhiên, khoảng 1.03 triệu cổ phiếu quỹ đã làm giảm số lượng cổ phiếu lưu hành thực tế xuống còn 118.4 triệu (tính đến ngày 15/11/2011).

CỔ ĐỒNG NỘI BỘ

Tên	Chức vụ	Sở hữu (Cổ phiếu)	(%)
Ông Trần Kim Thành	Chủ tịch	200,000	1.13%
Ông Trần Lê Nguyên	Phó chủ tịch / Giám đốc	9,631,085	8.06%
Ông Trần Quốc Nguyên	Thành viên HĐQT / Phó giám đốc	227,165	0.19%
Bà Vương Ngọc Xiêm	Thành viên HĐQT	3,297,441	2.76%
Ông Wang ChingHua	Thành viên HĐQT / Phó giám đốc	652,176	0.55%
Ông Cô Gia Thọ	Thành viên HĐQT	515,076	0.43%

Các cổ đông là tổ chức chiếm tới hơn 50% tổng số cổ phần của KDC. Tỷ lệ sở hữu của cả Hội đồng quản trị và ban điều hành chiếm khoảng 12%. Tuy nhiên, từ đầu năm nay, Chủ tịch Hội đồng quản trị KDC (Ông. Trần Kim Thành) và vợ ông (thành viên Hội đồng quản trị) đã chuyển nhượng cổ phần của mình cho Công ty TNHH Một thành viên PPK vàà Công ty TNHH Đầu tư Kinh Đô (Ông Thành hiện đang giữ vị trí Chủ tịch cả hai công ty này), do vậy sức ảnh hưởng của ông đối với KDC tương đương với ít nhất là 30% vốn cổ phần.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Các tổ chức

Công ty TNHH MTV PPK	12.27%
CT TNHH Đầu tư Kinh Đô	9.91%
VOF Investment Ltd	5.15%
Deutsche Bank AG London	4.93%

Cá nhân

Trần Lê Nguyên	8.15%
Vương Ngọc Xiêm	2.79%

Nguồn: KDC, SBS

CÔNG TY CON VÀ CÔNG TY LIÊN KẾT, LIÊN DOANH			
Công ty	Loại hình kinh doanh	Nắm giữ cổ phần	Tổng vốn đầu tư
Công ty con			
CTCP Chế biến thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc	Bánh kẹo	100.0%	694,175
CTCP Kem KiDo	Kem	100.0%	247,559
CTCP Kinh Đô Bình Dương	Bánh kẹo	99.8%	461,150
CTCP Bánh kẹo VinaBiCo	Bánh kẹo	51.2%	70,244
Công ty liên doanh, liên kết			
CTCP Đầu tư Lavenue	Tài chính	50.0%	600,000
Công ty TNHH Tân An Phước	Bất động sản	49.0%	200,500
CTCP Bất Động Sản Thành Thái	Bất động sản	30.0%	1,800

Nguồn: KDC, SBS



BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'tỷ)			
	2008	2009	2010
<b>Tài sản</b>	<b>2,983.4</b>	<b>4,247.6</b>	<b>5,039.9</b>
Tài sản ngắn hạn	1,474.4	2,510.1	2,329.5
Tài sản dài hạn	1,509.0	1,737.5	2,710.3
Tài sản cố định	749.1	656.1	937.7
Đầu tư dài hạn	673.4	994.5	1,210.0
<b>Nguồn vốn</b>	<b>2,983.4</b>	<b>4,247.6</b>	<b>5,039.9</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>835.9</b>	<b>1,767.4</b>	<b>1,155.7</b>
Nợ ngắn hạn	663.9	1,632.7	1,004.3
Nợ dài hạn	172.0	134.8	151.5
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,075.9</b>	<b>2,418.0</b>	<b>3,767.9</b>
Nguồn vốn	2,075.9	2,413.1	3,738.2
Vốn điều lệ	571.1	795.5	1,195.2
Thặng dư vốn	1,721.0	1,395.5	1,950.7
LN chưa phân phối	(147.0)	291.0	661.4

KẾT QUẢ KINH DOANH (VND'tỷ)			
	2008	2009	2010
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>1,455.8</b>	<b>1,529.4</b>	<b>1,933.6</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,086.0</b>	<b>1,024.0</b>	<b>1,248.2</b>
<b>COGS</b>	<b>369.8</b>	<b>505.4</b>	<b>685.4</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>117.4</b>	<b>76.5</b>	<b>698.9</b>
Thu nhập hoạt động tài chính	313.4	(8.8)	242.5
Chi phí hoạt động tài chính	52.4	43.8	42.5
Lãi vay phải trả	133.2	164.2	347.6
Chi phí bán hàng	121.9	112.1	141.6
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(81.3)	314.5	652.6
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>28.4</b>	<b>376.8</b>	<b>34.2</b>
Thu nhập khác	8.8	118.9	12.8
Chi phí khác	(61.7)	572.3	674.0
<b>Tổng LN trước thuế</b>	<b>-</b>	<b>60.9</b>	<b>110.9</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	(60.6)	522.9	578.6
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>(60.6)</b>	<b>522.9</b>	<b>522.6</b>

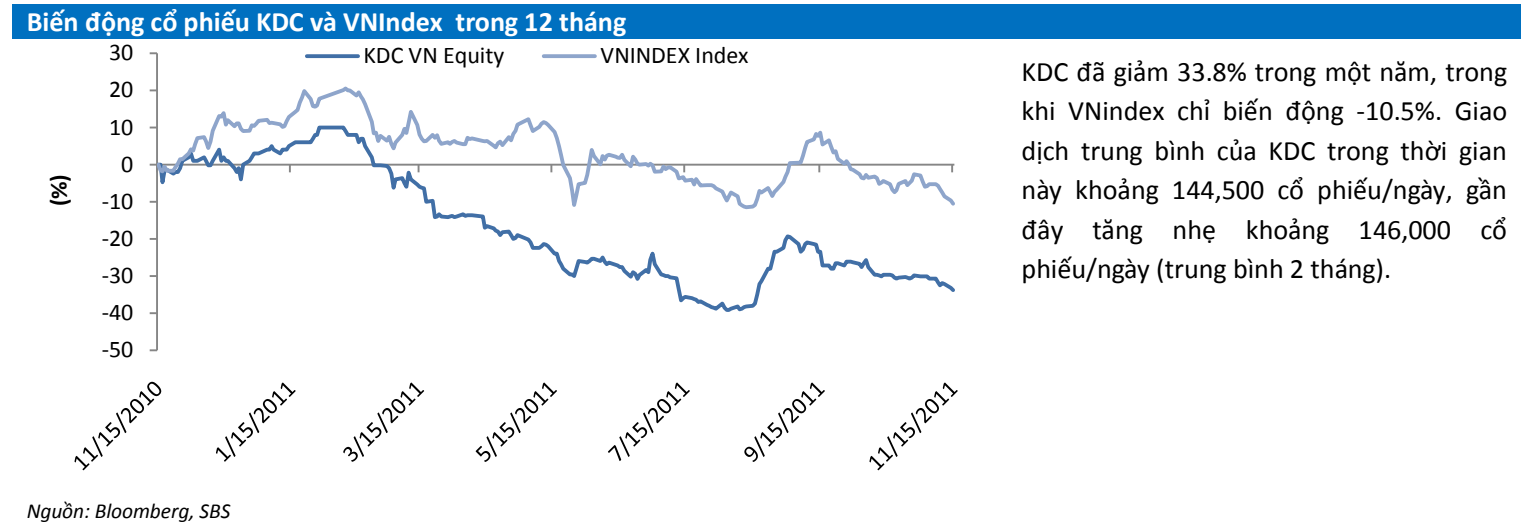
HOẠT ĐỘNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VND bn)			
	2008	2009	2010
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐKD</b>			
Lợi nhuận trước thuế	(61.7)	572.3	674.0
Khấu hao	64.6	81.2	87.0
Dự phòng	252.5	(199.6)	86.2
Lãi, lỗ từ HĐĐT	(118.5)	(186.9)	(697.8)
LN từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	189.4	310.7	192.0
<b>Từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>387.0</b>	<b>913.6</b>	<b>(820.5)</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT			
Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ	(317.7)	(83.4)	(62.3)
Tiền chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(426.5)	(250.5)	(603.5)
<b>Từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(535.3)</b>	<b>(36.2)</b>	<b>778.5</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>			
Tiền thu phát hành CP, nhận vốn góp			33.6
Tiền vay ngắn và dài nhận được	1,012.1	1,027.2	883.6
<b>Từ hoạt động tài chính</b>	<b>(175.3)</b>	<b>(100.1)</b>	<b>(271.0)</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(323.6)</b>	<b>777.3</b>	<b>(313.0)</b>
<b>Tiền và tương đương tiền đầu tư</b>	<b>530.4</b>	<b>206.8</b>	<b>984.6</b>
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>206.8</b>	<b>984.6</b>	<b>672.3</b>

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH			
	2008	2009	2010
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>			
Doanh thu	18.3%	5.1%	26.4%
Lợi nhuận gộp	14.8%	36.7%	35.6%
Lợi nhuận ròng	-127.0%	962.9%	-0.1%
Tổng tài sản	-2.7%	42.4%	18.7%
Vốn chủ	-15.2%	16.2%	54.9%
<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>			
Lợi nhuận biên	25.4%	33.0%	35.4%
EBIT biên	-0.6%	40.3%	37.1%
Lợi nhuận trước thuế biên	-4.2%	37.4%	34.9%
Lợi nhuận ròng biên	-4.2%	34.2%	27.0%
ROA	-2.0%	12.3%	10.4%
ROE	-2.9%	21.7%	14.0%
<b>Phân tích DuPont</b>			
Lợi nhuận gộp (1)	-4.2%	34.2%	27.0%
Vòng quay tài sản (2)	48.8%	36.0%	38.4%
Đòn bẩy (3)	143.7%	176.0%	134.8%
ROE = (1)x(2)x(3)	-2.9%	21.7%	14.0%
<b>Chỉ tiêu quản lý</b>			
Số ngày phải thu	24.2	30.3	31.2
Số ngày tồn kho	61.1	57.9	127.0
Số ngày phải trả	3.3	12.6	7.0
Vòng quay tổng tài sản	0.5	0.4	0.4
Vòng quay tài sản dài hạn	1.0	0.9	0.7
Vòng quay tài sản cố định	1.9	2.3	2.1
<b>Hệ số thanh toán</b>			
Thanh toán hiện tại	2.2	1.5	2.3
Thanh toán nhanh	1.9	1.4	1.9
Thanh toán tiền mặt	0.3	0.6	0.7
<b>Cơ cấu vốn</b>			
Tổng nợ/Vốn chủ SH	40.3%	73.2%	30.9%
Tổng nợ/Tổng tài sản	28.0%	41.6%	22.9%
Tổng tài sản/Vốn chủ SH	143.7%	176.0%	134.8%
<b>Index per share</b>			
PE			6.38
PBV			1.07
PS			1.72
EPS (VND mỗi CP)	-	7,653	5,250
Doanh thu/CP (VND/CP)	27,965	22,382	19,427
Giá trị sổ sách (VND/CP)	36,346	30,336	1,277

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN ( TỶ VND)				
	QIV-10	QI-11	QII-11	QIII-11
Tài sản	5,066.8	5,036.8	5,165.0	5,618.6
Tài sản ngắn hạn	2,311.8	2,254.6	2,136.4	2,566.3
Tài sản dài hạn	2,755.1	2,782.2	3,028.6	3,052.2
Tài sản cố định	944.3	936.4	1,049.5	1,099.0
Bất động sản đầu tư	1,689.0	1,712.4	1,138.3	1,115.6
Nguồn vốn	5,066.8	5,036.8	5,165.0	5,618.6
Nợ phải trả	1,197.3	1,153.2	1,350.6	1,607.3
Nợ ngắn hạn	1,054.1	989.3	1,164.3	1,386.4
Nợ dài hạn	143.1	163.9	186.3	220.8
Nguồn vốn chủ sở hữu	3,751.9	3,760.3	3,779.7	3,974.8
Nguồn vốn – Quỹ	3,722.2	3,744.5	3,765.0	3,962.5
Vốn điều lệ	1,195.2	1,195.2	1,195.2	1,195.2
Thặng dư vốn	1,950.7	1,950.7	1,950.7	1,950.7
Lợi nhuận chưa phân	645.5	667.7	688.6	899.5

BÁO CÁO THU NHẬP ( VND'TỶ)				
	QIV-10	QI-11	QII-11	QIII-11
Tổng doanh thu	598.7	640.4	884.5	1,535.3
Doanh thu thuần	591.9	634.7	878.0	1,524.8
Giá vốn hàng bán	387.9	417.2	566.2	833.4
Lợi nhuận gộp	204.1	217.6	311.8	691.4
Thu nhập hđ tài chính	34.1	21.3	23.4	43.2
Chi phí hoạt động tài	9.9	25.0	59.5	42.1
Lãi vay phải trả	8.8	20.6	31.0	24.6
Chi phí bán hàng	114.0	132.3	167.0	350.2
Chi phí quản lý DN	34.6	66.3	73.5	92.4
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	79.6	15.3	35.1	249.9
Thu nhập khác	35.8	8.4	(0.1)	7.5
Chi phí khác	2.3	4.2	2.5	4.5
Tổng lợi nhuận trước	113.1	19.4	32.5	252.9
Thuế TNDN phải nộp	4.3	6.0	6.5	48.3
Lợi nhuận sau thuế	120.4	13.4	18.4	222.8

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH			
	QI-11	QII-11	QIII-11
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu (YoY)	108.2%	213.7%	109.6%
Lợi nhuận gộp (YoY)	145%	307%	114%
Lợi nhuận ròng (YoY)	-98%	159%	56%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	34.3%	35.5%	45.3%
EBIT biên	6.3%	7.2%	18.2%
Lợi nhuận ròng biên	1.0%	2.4%	14.5%
ROA (4Q)	4.9%	5.7%	6.7%
ROE (4Q)	6.6%	7.7%	9.2%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	11	12	11
Số ngày tồn kho	93	78	50
Số ngày phải trả	3	7	3
Hệ số thanh toán			
Số ngày phải thu	2.3	1.8	1.9
Số ngày tồn kho	1.8	1.4	1.5
Số ngày phải trả	0.2	0.1	0.3
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	30.8%	35.9%	40.6%
Tổng nợ/Tổng tài sản	22.9%	26.1%	28.6%
Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	134.5%	137.2%	141.8%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	16.4	4.2	11.4
EPS (VND/CP)	2,039	2,358	2,935



# Khuyến cáo

## Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo lần đầu	15/11/2011	BUY	40,200	32,000

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

### Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

### Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam  
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 [www.sbsc.com.vn](http://www.sbsc.com.vn)

Singapore (DMG)	Cambodia	Laos
DMG & Partners Securities Pte. Ltd. 10 Collyer Quay #09-08 Ocean Financial Centre Singapore 049315 Tel : + (65) 6533 1818 Fax : + (65) 6532 6211	Sacombank Securities (Cambodia) PLC 56 Preah Norodom Blvd Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh, Cambodia Tel: +855 23 999 890 Fax: +855 23 999 891	Lanexang Securities Public Company 5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan Vientiane Capital The Lao P.D.R
Chi nhánh Sài Gòn	Chi nhánh Hà Nội	
63B Đường Calmette Phường Nguyễn Thái Bình Ward, Quận 1, TP HCM Việt Nam Tel: +84 (8) 3821 4888 Fax: +84 (8) 3821 3015	Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn Kiếm Hà Nội Việt Nam Tel: +84 (4) 3942 8076 Fax: +84 (8) 3942 8075 Email: <a href="mailto:hanoi@sbsc.com.vn">hanoi@sbsc.com.vn</a>	