

## Lợi nhuận biên xu hướng giảm

**HOSE - Vietnam**

**Ngành thực phẩm – đồ uống**

**NEUTRAL**

Giá (2012/02/29): VND 35,600

Giá mục tiêu: VND 38,100

Ms Hoang Thi Hong Lan

Tel: (+84-31)3841-810

[lanhoang@phs.vn](mailto:lanhoang@phs.vn)

Vốn điều lệ	VND 1,182 tỷ
Số lượng CP đang lưu hành	118,203,145
Giá GD 52 tuần	VND 23,100 – 47,500
Vốn hóa thị trường (2012/2/29)	VND 4208 tỷ
Tổng tài sản 2011	VND 5,942.8 bn
Nguồn vốn 2011	VND 3,836 bn
NĐT NN được phép mua	13,593,361
NĐT NN sở hữu	44,267,077
Tỷ lệ NĐT NN sở hữu	37.45%
EPS (2011) (VND)	2,472
P/E (2011)	14.4 x
P/B (2011)	1.06 x
ROE (2011)	7.62%
ROA (2011)	4.92%

KDC được biết đến như một thương hiệu hàng đầu Việt Nam trong ngành sản xuất bánh kẹo, chiếm gần 40% thị phần. Với kênh bán hàng sâu rộng và sản phẩm đa dạng từ sản phẩm sử dụng thường ngày (bánh bông lan) đến sản phẩm cao cấp sử dụng trong ngày lễ tết cổ truyền Việt Nam (bánh Trung Thu). Thêm vào đó việc sát nhập NKD và KIDO's tạo điều kiện cho KDC phát triển thị phần miền Bắc thuận lợi hơn.

**Lợi nhuận biên có xu hướng giảm**, do đặc thù của ngành bánh kẹo cũng như một số dòng sản phẩm của Kinh Đô đang có dấu hiệu vào giai đoạn bão hòa. Bên cạnh đó, sự cạnh tranh quyết liệt thị trường trong nước khi hàng ngoại nhập đang có xu hướng gia tăng.

**Năm 2011 – doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ngược chiều.** Nếu coi là một năm thành công của KDC khi doanh thu đạt 4,265 tỷ đồng, 120% trong khi đó lợi nhuận ròng giảm 50% đạt 292 tỷ đồng.

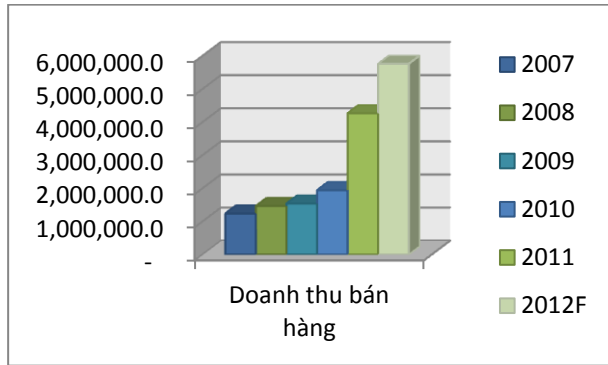
**Hoạt động đầu tư đang đối mặt với nhiều khó khăn:** Hai trong số ba hoạt động mở rộng khác của KDC (tài chính – bất động sản)- đang gặp nhiều trở ngại trong năm 2011. Và năm 2012 vẫn xem là năm khó khăn cho hoạt động trên nên KDC đang nhắm phát triển hoạt động chính – thực phẩm và đồ uống của mình.

**Hoạt động trong ngành tiềm năng:** Thị trường bánh kẹo nhiều tiềm năng, tỷ lệ tăng trưởng doanh số bán lẻ bánh kẹo ở thị trường Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2008-2012 tăng trung bình 15%. Theo đó, sản lượng bánh kẹo đạt khoảng 706,000 tấn vào năm 2012, tương ứng sẽ là 30,366 tỷ đồng.

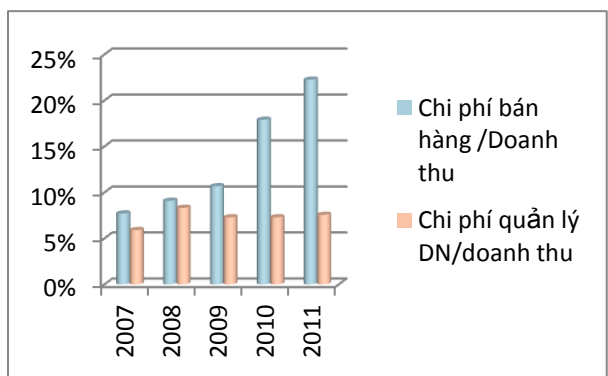
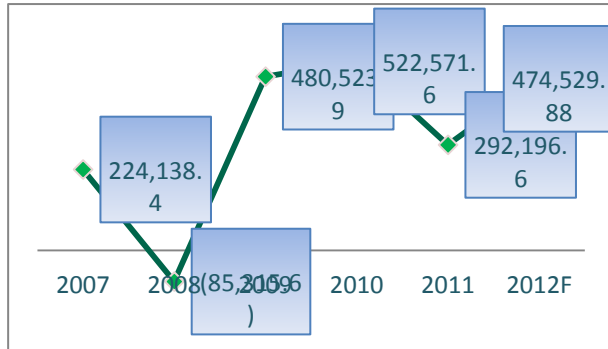
**Khuyến nghị đầu tư:** Chúng tôi khuyến nghị GIỮ đối với cổ phiếu KDC ở mức giá mục tiêu 38,100VND .

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Năm	Doanh thu		LNST		SL CPLH		EPS	P/E	ROA	ROE
	(tỷ VND)	%	(tỷ VND)	%	(triệu cp)					
2007	1,238.34		224.14		36.92		6,071	5.9	7.31%	9.16%
2008	1,466.19	18.40%	(85.32)	-138.06%	52.81		NA	NA	NA	NA
2009	1,539.22	4.98%	480.52	-663.23%	56.08		8,568	4.2	31.22%	19.91%
2010	1,942.81	26.22%	522.57	8.75%	100.24		5,213	6.8	10.37%	13.98%
2011	4,265.8	119.57%	292.20	-44.08%	118.20		2,472	14.4	4.92%	7.62%
2012F	5,761.65	35.07%	474.53	62.40%	118.20		4,015	8.9	6.61%	10.50%



#### Lợi nhuận sau thuế



Nguồn: KDC; PHS ước tính

#### Hoạt động kinh doanh 2011

Nhìn chung KDC trong giai đoạn duy trì tốc độ doanh thu tăng trưởng tương đối cao trong 2007-2011 ở mức 28%. Tuy nhiên lợi nhuận ròng có hệ số CAGR chỉ ở mức trên 5% trong giai đoạn này. Điều này có thể lý giải trong giai đoạn này, trong giai đoạn đầu tư ban đầu cho lĩnh vực mới (tài chính – bất động sản) cũng như công ty đang sử dụng chiến lược nhằm mở rộng thị phần của mình khi.

Năm 2011 là một năm khó khăn của toàn nền kinh tế nhưng KDC vẫn có tốc độ tăng doanh thu rất ấn tượng đạt 4,265 tỷ đồng, 119.5% trong khi đó lợi nhuận ròng chỉ bằng 1/2 so với năm trước ở mức 292.2 tỷ đồng, giảm 41.1%. Do nguyên nhân chủ yếu sau:

**Chiến lược mở rộng thị phần “hy sinh lợi nhuận”** Do đặc thù hoạt động của ngành bánh kẹo, KDC cũng bị phụ thuộc vào nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu (đường, bột mì) nên ảnh hưởng đến giá vốn hàng bán. Trong năm 2011, giá của hàng này có xu hướng tăng gần 12-18%. Tuy nhiên, kế hoạch mở rộng thị phần KDC chỉ tăng giá 8% để tăng khả năng cạnh tranh.

**Hoạt động đầu tư với các ngành chiến lược, đặc biệt là bất động sản và tài chính đang gặp rủi ro** trong điều kiện nền kinh tế gặp nhiều khó khăn, thị trường bất động sản đóng băng đang diễn ra.

**Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đang có xu hướng gia tăng nhanh.** KDC chưa kiểm soát tốt chi phí trong năm 2011.

#### Giá đường giao sau 10/2011 tại New York



Nguồn: futurespros.com

#### Cơ cấu vốn an toàn

This report is for reference only and investment decisions should be based on independent research and analysis.

Nhìn chung các nhà đầu tư nên cân nhắc kỹ lưỡng trước khi đưa ra quyết định đầu tư. Năm trước, tuy nhiên với một cơ cấu vốn duy trì nợ ở mức

Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	2009	2010	2011	2012F
<b>Khả năng thanh toán</b>						
Khả năng thanh toán tổng quát	5.17	3.57	2.40	4.25	2.87	2.82
Khả năng thanh toán hiện hành	3.75	2.22	1.54	2.25	1.44	1.53
Khả năng thanh toán nhanh	3.46	1.95	1.44	1.83	1.23	1.35
<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
Vòng quay hàng tồn kho	9.09	8.07	9.47	4.47	10.76	14.43
Kỳ thu tiền bình quân	171.88	127.79	198.27	188.81	72.81	73.03
Vòng quay TSCĐ	2.58	1.96	2.35	2.07	2.97	3.70
Vòng quay tổng tài sản	0.40	0.49	0.36	0.39	0.72	0.80
<b>Cơ cấu vốn</b>						
Hệ số nợ	19.3%	28.0%	41.6%	23.5%	34.8%	35.5%
Khả năng trả lãi vay	8.02	-0.18	14.08	16.87	3.94	5.14
<b>Khả năng sinh lời</b>						
ROS	18.1%	-5.8%	31.2%	26.9%	6.8%	8.2%
ROA	7.3%	-2.9%	11.3%	10.4%	4.9%	6.6%
ROE	9.2%	-4.1%	19.9%	14.0%	7.6%	10.5%

Nguồn: KDC, PHS ước tính

### Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi sử dụng ba phương pháp định giá FCFF, FCFE, P/E với tỷ trọng phù hợp để định giá mục tiêu 38,100 đồng. Do đó, khuyến nghị đầu tư trung và dài hạn đối với cổ phiếu KDC.

Tuy nhiên KDC được xếp vào VN30 và là doanh nghiệp đầu ngành bánh kẹo Việt Nam.

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng
FCFF	44,346	40%
FCFE	42,864	40%
P/E	16,300	20%
<b>Giá trung bình</b>	<b>38,100</b>	

Nguồn: PHS

STT	PE	EPS	ROA	ROE	P/B	Tổng Khối	Nước ngoài	Vốn thị trường
						lượng	sở hữu	(tỷ đồng)
KDC	14.4	2,472	5%	8%	106.45	118,025,625	61,645,405	4,202
BBC	4.6	3,043	6%	8%	37.49	15,371,192	7,556,177	215
HHC	3.8	3,441	7%	11%	60.16	8,212,500	11,850	108
Ngành	6.57	3216	0.0667	0.0933	68.033	141,609,317	69,213,432	4,525

Nguồn: PHS tổng hợp

# BÁO CÁO TÀI CHÍNH

(DVT: triệu đồng)

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012F</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>1,474,434</b>	<b>2,510,074</b>	<b>2,329,537</b>	<b>2,696,467</b>	<b>3,333,305</b>
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	206,808	984,611	672,316	967,642	1,054,854
2. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	584,291	518,184	161,660	372,520	672,037
3. Các khoản phải thu ngắn hạn	489,407	825,183	1,018,355	862,108	1,124,578
4. Hàng tồn kho	181,656	162,476	434,328	396,274	399,332
5. Tài sản ngắn hạn khác	12,271	19,621	42,877	98,103	82,504
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>1,508,976</b>	<b>1,737,527</b>	<b>2,710,327</b>	<b>3,246,334</b>	<b>3,840,894</b>
1. Các khoản phải thu dài hạn	31,059	22,553	612	685	44,205
2. Tài sản cố định	749,092	656,085	937,725	1,437,463	1,558,690
4. Bất động sản đầu tư	-	-	29,165	29,165	15,167
5. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	673,385	994,535	1,209,978	1,641,615	1,980,441
6. Tài sản dài hạn khác	17,012	32,318	104,720	139,979	87,932
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>2,983,410</b>	<b>4,247,601</b>	<b>5,039,864</b>	<b>5,942,801</b>	<b>7,174,199</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>835,926</b>	<b>1,767,440</b>	<b>1,185,452</b>	<b>2,070,736</b>	<b>2,544,602</b>
1. Nợ ngắn hạn	663,885	1,632,683	1,033,997	1,875,889	2,180,357
1.1. Vay và nợ ngắn hạn	335,922	407,353	380,554	880,670	927,139
1.2. Phải trả người bán	106,665	127,404	271,379	331,604	433,674
1.3. Người mua trả tiền trước	9,828	35,447	24,103	39,012	38,788
2. Nợ dài hạn	172,041	134,757	151,454	194,847	364,245
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>2,075,923</b>	<b>2,418,021</b>	<b>3,738,215</b>	<b>3,836,045</b>	<b>4,522,838</b>
1. Vốn chủ sở hữu	2,075,923	2,413,130	3,738,215	3,836,045	4,518,760
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	(147,004)	290,986	661,350	-	271,859
2. Nguồn kinh phí và các quỹ khác	-	4,891	-	-	4,078
<b>LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	<b>71,561</b>	<b>62,140</b>	<b>116,198</b>	<b>36,019</b>	<b>106,759</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2,983,410</b>	<b>4,247,601</b>	<b>5,039,864</b>	<b>5,942,801</b>	<b>7,174,199</b>
<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b>					
<b>Doanh thu bán hàng</b>	<b>1,466,192</b>	<b>1,539,223</b>	<b>1,942,808</b>	<b>4,265,814</b>	<b>5,761,648</b>
<i>Các khoản giảm trừ doanh thu</i>	<i>10,424</i>	<i>9,867</i>	<i>9,174</i>	<i>33,704</i>	<i>37,139</i>
Doanh thu thuần	1,455,768	1,529,355	1,933,634	4,232,110	5,724,509
Giá vốn hàng bán	1,085,980	1,023,963	1,248,244	2,562,535	3,898,379
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>369,789</b>	<b>505,393</b>	<b>685,390</b>	<b>1,669,575</b>	<b>1,826,130</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	118,538	63,854	663,953	128,784	659,826
Chi phí tài chính	313,379	(8,807)	242,453	182,484	589,265
- Trong đó: Chi phí lãi vay	52,364	43,758	42,458	118,754	160,683
Chi phí bán hàng	133,178	164,175	347,589	949,232	1,009,424
Chi phí quản lý doanh nghiệp	121,882	112,090	141,635	322,444	418,716
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>(80,112)</b>	<b>301,789</b>	<b>617,667</b>	<b>344,199</b>	<b>468,551</b>
Thu nhập khác	28,373	376,776	34,164	30,670	352,600
Chi phí khác	8,807	118,936	12,800	26,085	120,837
Lợi nhuận khác	19,566	257,840	21,364	4,585	231,762
Phân lãi (lỗ thuần) liên doanh	(1,143)	12,680	34,962	-	34,956
<b>Lợi nhuận kế toán trước thuế</b>	<b>(61,689)</b>	<b>572,309</b>	<b>673,993</b>	<b>348,784</b>	<b>665,357</b>
Chi phí thuế TNDN	(1,087)	49,366	95,381	48,904	104,343
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>(60,602)</b>	<b>522,943</b>	<b>578,612</b>	<b>299,880</b>	<b>561,014</b>
<i>Lợi ích của cổ đông thiểu số</i>	<i>24,714</i>	<i>42,419</i>	<i>56,040</i>	<i>7,684</i>	<i>86,484</i>
<b>Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ</b>	<b>(85,316)</b>	<b>480,524</b>	<b>522,572</b>	<b>292,197</b>	<b>474,530</b>
<b>SL cp lưu hành</b>	<b>52,810,321</b>	<b>56,081,690</b>	<b>100,243,402</b>	<b>118,203,145</b>	<b>118,203,145</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	(1,616)	8,568	5,213	2,472	4,015

---

#### Analyst Certification

Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) responsible for the preparation and content of all or any identified portion of this research report hereby certifies that, with respect to each issuer or security or any identified portion of the report with respect to each issuer or security that the research analyst, strategist or research associate covers in this research report, all of the views expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report accurately reflect their personal views about those issuer(s) or securities. Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) also certify that no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation(s) or view(s) expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report.

---

#### Ratings Definition

**Overweight (OW)** = Expected to outperform the local market by >10%

**Neutral (N)** = Expected to in line with the local market by +10%~ -10%

**Underweight (UW)** = Expected to underperform the local market by >10%.

**Not Rated (NR)** = The stock is not rated in Phu Hung's coverage universe or not listed yet.  
Performance is defined as 12-month total return (including dividends).

---

#### Disclaimer

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. Phu Hung Securities and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. Phu Hung Securities (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business for any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

© Phu Hung Securities Corporation.

5th Fl., Lawrence S. Ting Bldg., 801 Nguyen Van Linh St, Tan Phu Ward, Dist 7, HCMC

Tel: (+84-8) 5413-5479 – Fax: +84 8 54135472 Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

This report is for reference only and investors should be responsible for their own investment decisions.