

24/04/2012



Giang Hoang
Chuyên viên
Giang.hoang@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 142

KHÔNG ĐÁNH GIÁ

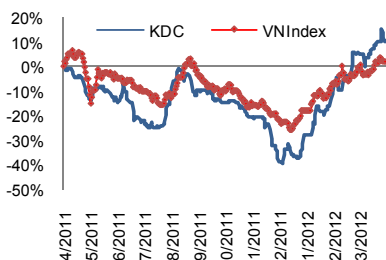
Bánh kẹo

Các chỉ số chính

Giá ngày 23/04/2012	42.000
Mức thấp nhất 52 tuần	22.940
Mức cao nhất 52 tuần	44.000
KLGD trung bình 30 ngày	136.414
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	132
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	5.545
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	264
TL sở hữu nước ngoài	46,9%

Định giá	2010	2011	2012P
EPS (cơ bản)	5.211	2.312	2.386*
Tăng trưởng EPS	-25,6%	-58,6%	3,2%
P/E (thị giá)	8,0	18,2	17,6
P/B (thị giá)	1,1	1,3	Na
ROE	18,2%	7,1%	Na
ROA	12,4%	5,1%	Na
ROIC	15,7%	6,0%	Na
Nợ / Vốn CSH	12,3%	25,9%	Na

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối %	4,5%	29,1%	9,8%
Tương đối %	2,0%	15,8%	7,8%



Cơ cấu cổ đông

PPK Ltd,	12,27%
Kinh Do Investment Ltd,	9,91%
Trần Lệ Nguyễn - CEO	8,15%
Deutsche Bank AG London	5,76%
VOF Investment Limited	5,09%
Deutsche AM Asia	4,99%

Thúc đẩy tăng trưởng thông qua các sản phẩm thiết yếu

Chúng tôi đã tham dự ĐHCĐ của KDC tổ chức ngày 21/04/2012. Sau đây là một số thông tin chính từ ĐH:

Lợi nhuận năm 2011 giảm do không còn đóng góp từ mảng bất động sản – Năm 2011 công ty đạt doanh thu 4.247 tỷ đồng (tăng 33% so với năm trước) và 279 tỷ đồng lợi nhuận ròng (giảm 57%). Nếu không tính khoản lợi nhuận 412 tỷ đồng từ việc bán lại dự án Sài Gòn Kim Cương thì tăng trưởng lợi nhuận năm 2011 là 11%. Tỷ lệ lãi gộp tăng nhẹ từ 39,1% năm 2010 lên 39,4% năm 2011 trong khi chi phí bán hàng và hành chính tăng mạnh 41%. Cổ tức bằng tiền mặt là 2.400 đồng/cổ phiếu, theo đó tỷ lệ cổ tức trên giá cổ phiếu là 5,7%. KDC đã trả 1.200 đồng/cổ tức vào tháng 04/2012.

Thị phần mở rộng ở hầu hết các dòng sản phẩm – trong đó bánh qui và bánh mì có tỷ lệ tăng thị phần cao nhất. Thị phần bánh qui của KDC tăng từ 27% năm 2010 lên 38% năm 2011 trong khi thị phần bánh mì tăng từ 54% lên 64%. Tăng trưởng doanh thu và thị phần của từng dòng sản phẩm như sau:

	Tăng trưởng doanh thu %	Thị phần %
Bánh trung thu	31,4	76
Bánh mì	33,8	64
Bánh qui	52,3	38
Bánh bông lan	12,2	17
Kem	27,8	29
Bánh snack	32,5	8
Sữa chua	44,6	8
Kẹo	47,5	3

Đặt mục tiêu tham vọng cho năm 2012 – KDC đặt chỉ tiêu 5.500 tỷ đồng doanh thu (tăng 29% so với năm ngoái) và lợi nhuận trước thuế là 500 tỷ đồng (tăng 43%) cho năm 2012. Chúng tôi cho rằng các chỉ tiêu này khá tham vọng. Để đạt được các con số này, công ty sẽ phải tăng biên lợi nhuận đáng kể thông qua các sản phẩm mang lại biên lợi nhuận cao như kem (tỷ lệ lãi gộp vào khoảng 60%) và bánh cracker (tỷ lệ lãi gộp vào khoảng 40%). Tỷ lệ lãi gộp chung của các sản phẩm tăng từ 25,4% năm 2008 lên 39,4% năm 2011, cho thấy khả năng chuyển phần chi phí tăng thêm sang phía người tiêu dùng của KDC.

Chúng tôi cũng cho rằng lượng tiền mặt tốt hơn sẽ giúp giảm bớt việc vay nợ và chi phí lãi vay năm 2012. Lưu chuyển tiền tệ trong năm 2011 đạt 293 tỷ đồng, so với mức lưu chuyển dòng tiền âm 313 tỷ đồng trong năm 2010.

Tập đoàn Kinh Đô (KDC)

Thâm nhập vào các lĩnh vực thức ăn và đồ uống khác – Vào tháng 02/2012, KDC đã giới thiệu thành công sản phẩm mới: bánh gạo Sachi, một nhãn hiệu liên doanh giữa KDC và Want Want China, trong đó Want Want China sản xuất và KDC chịu trách nhiệm phân phối sản phẩm.

KDC cũng sẽ chính thức hợp tác với Glico trong quý 4, theo đó KDC phân phối các sản phẩm của Glico gồm bánh gạo và các loại bánh snack khác, Glico cam kết góp 10 triệu USD/năm vào việc marketing. KDC cũng dự khiến tung ra các sản phẩm mì và dầu ăn trong năm 2012.

KDC hiện không đầu tư để xây dựng cơ sở hạ tầng sản xuất cho các sản phẩm trên mà sẽ hợp tác với một nhà sản xuất khác, sau đó phân phối dưới thương hiệu của KDC. Chúng tôi cho rằng việc mở rộng sang các sản phẩm tiêu dùng thiết yếu là một chiến lược quan trọng của KDC nhằm đảm bảo tăng trưởng bền vững do bánh kẹo là các sản phẩm có tính thời vụ tương đối và không bán được quanh năm. Các sản phẩm thiết yếu sẽ cho phép công ty tận dụng tối đa mạng lưới phân phối của mình.

Các sự kiện quan trọng khác trong năm 2012:

- Thưởng cổ phiếu cho các cổ đông hiện tại với tỷ lệ 5:1
- Thưởng cổ phiếu cho ban điều hành: tổng số cổ phiếu phát hành thêm là 1,32 triệu, tương đương 1% số cổ phiếu đang lưu hành.
- Phát hành ưu đãi cho hội đồng quản trị và ban kiểm soát: tổng số cổ phiếu phát hành thêm là 481.000, tương đương 0,36% số cổ phiếu đang lưu hành với giá phát hành là 16.000 đồng/cổ phiếu.
- Phát hành ưu đãi cho CBCNV: tổng số cổ phiếu phát hành thêm là 4,8 triệu, tương đương 3,6% số cổ phiếu đang lưu hành với giá phát hành là 16.000 đồng/cổ phiếu
- Sáp nhập Vinabico và KDC: KDC sẽ phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông của Vinabico với tỷ lệ hoán đổi 2,7:1 (nếu trước các đợt phát hành cổ phiếu mới) hoặc 2,2:1 (nếu sau các đợt phát hành cổ phiếu mới). Qua đó, tổng số cổ phiếu phát hành thêm có thể lên đến 1,1 triệu hoặc 901.000. Theo ban lãnh đạo, KDC đã nắm 51% cổ phần Vinabico được 5 năm, và đến bây giờ mới đề nghị sáp nhập khi Vinabico đã đạt tăng trưởng doanh thu 30%. Năm 2011, Vinabico đạt khoảng 70 tỷ đồng doanh thu. Trong khi Vinabico và KDC có danh mục sản phẩm bánh kẹo giống nhau, Vinabico nhắm vào phân khúc thấp cấp trong khi KDC nhắm vào phân khúc trung và cao cấp.

Ban lãnh đạo dự kiến việc phát hành thêm 35.604.645 hoặc 35.399.885 cổ phiếu sẽ được thực hiện vào tháng 10-11/2012, sau đó tổng số cổ phiếu đang lưu hành sẽ là 167.629.710 hoặc 167.424.950 (tùy theo tỷ lệ hoán đổi). Hiệu ứng pha loãng vào khoảng 4,69%-4,82%.

*EPS dự phóng năm 2012 được tính dựa trên tổng số cổ phiếu lưu hành là 167.629.710.

Tập đoàn Kinh Đô (KDC)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Giang Hoàng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Tập đoàn Kinh Đô (KDC)

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Trưởng Phòng Cao Cấp – Quyền Giám Đốc Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cap cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Lương Thị Kim Chi, ext 145

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

hue.tran@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.