

2012: Phân tích sơ bộ Quý 1

Công ty cổ phần Kinh Đô (KDC)

Tính chất mùa vụ phản ánh trong kết quả kinh doanh Q1

Tăng trưởng giảm tốc trong quý đầu tiên: Kết thúc Q1/2012, doanh thu của KINH ĐÔ chỉ đạt **707 tỷ đồng** (+11.4% y-o-y) và lợi nhuận gộp đạt 240 tỷ đồng (+10.7% y-o-y). KDC đã có lợi nhuận tài chính dương trong quý này mặc dù con số còn khá khiêm tốn. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp bị đẩy lên cao (tương ứng tăng 17.2% và 22.8%) nên lợi nhuận ròng chỉ đạt **0.4 tỷ đồng** (-94.4% y-o-y).

Phát triển dự án: Trong quý này, KINH ĐÔ đã đầu tư thêm 250 tỷ đồng vào dự án Lavenue Crown. Đây là đợt góp vốn cuối cùng để nộp hết tiền sử dụng đất và sẽ không còn những khoản đầu tư phát sinh nào từ dự án này đối với KDC. Tại ĐHCĐ thường niên năm 2012, ông Trần Lê Nguyên - Tổng giám đốc Kinh Đô cho biết sẽ khởi công dự án Lavenue Crown vào quý 3 tới đây.

Điều chỉnh mô hình định giá: KDC có mức tăng trưởng khá chậm trong quý đầu tiên. Tuy nhiên, ngành bánh kẹo Việt Nam có tính chất mùa vụ cao khi phần lớn doanh thu bán hàng tập trung vào 6 tháng cuối năm, vì vậy chúng tôi chưa thể khẳng định khả năng hoàn thành mục tiêu của KDC ít nhất là cho đến sau quý hai năm nay. Trong báo cáo ngày 03/05/2012, chúng tôi đã điều chỉnh tăng giá mục tiêu cho cổ phiếu KDC vì nghĩ rằng công ty có khoản thu nhập bất thường trong quý này. Tuy nhiên khoản thu nhập tài chính lớn cho KDC mẹ thực chất chỉ là những bút toán kế toán giữa các công ty trong tập đoàn KINH ĐÔ nên không ảnh hưởng tới thu nhập sau hợp nhất của tập đoàn. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu từ 43,000 đồng/CP xuống còn **38,000 đồng/CP** (-24.5%). Mức giá mục tiêu của chúng tôi chỉ phản ánh hoạt động kinh doanh cốt lõi của KDC, không tính đến yếu tố thu nhập bất thường.

Khuyến nghị: Giá hiện tại của cổ phiếu KDC (39,400 đồng/CP) cao hơn 3.7% so với giá mục tiêu của chúng tôi, do vậy chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu KDC. Tại mức giá mục tiêu, công ty đang có mức giao dịch P/E (2012) ~ 12.98 lần và P/BV (2012) ~ 1.11 lần.

Thông tin tài chính

	Kết thúc 31/12				
(tỷ đồng)	FY09	FY10*	FY11	FY12F**	**2012P
Doanh thu	1,529,356	1,933,634	4,246,886	5,226,973	5,500,000
Lợi nhuận ròng	480,524	522,572	273,553	386,626	
Tỷ lệ tăng trưởng	-	-	-	41.3%	
EPS (VND)	6,120	4,410	2,318	2,928	
BV (VND)	30,798	31,801	32,321	34,169	
DPS (VND)	2,400	2,400	2,400	2,000	
Tỷ suất cổ tức	5.3%	4.8%	9.2%	4.8%	
ROA	11.3%	10.4%	4.7%	6.3%	
ROE	19.9%	13.9%	7.2%	8.6%	
P/E (x)	7.43	11.27	11.22	13.45	
P/BV (x)	1.48	1.56	0.80	1.15	

Nguồn: KDC, SBS dự phóng

** SBS dự phóng năm 2012*

*** Kế hoạch của KINH ĐÔ năm 2012*

TRUNG LẬP

Giá hiện hành	39,400
Giá mục tiêu	38,000
Giá mục tiêu cũ	43,000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã chứng khoán	KDC
SLCP đang lưu hành (triệu)	132
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	5,465
Giá thấp cao nhất 52 tuần ('000)	47.9 23.7
KLCP giao dịch TB 3 tháng	125,441
Hệ số Beta	0.8
Sở hữu nước ngoài (%)	47

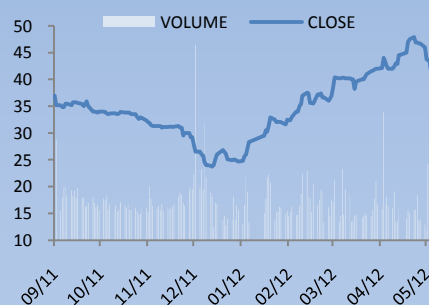
Nguồn: Bloomberg

CỔ ĐÔNG LỚN (%)

PPK Limited Corporation	12.27%
Kinh Do Investment Co Ltd	9.91%
Tran Le Nguyen	8.15%
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	7.01%
Deutsche Bank AG London	5.76%

BIẾN ĐỘNG CỔ PHIẾU (%)

Tháng	Giá trị	(%)
1 tháng	(0.7)	-2%
3 tháng	8.9	27%
6 tháng	7.9	24%
12 tháng	7.4	22%



Lê Trung Hiếu

hieu.lt@sbsc.com.vn

Lương Thị Thảo, CFA

thao.lt@sbsc.com.vn

Kết quả kinh doanh Q1/2012

Doanh thu tăng trưởng chậm

Kết thúc Q1/2012, KINH ĐÔ chỉ đạt doanh thu **707 tỷ đồng** (+11.4% y-o-y) và lợi nhuận gộp 240 tỷ đồng (+10.7% y-o-y). Tiêu thụ bánh kẹo trong các quý đầu tiên thường khá chậm, đặc biệt là trong năm nay vì chi phí sinh hoạt tăng cao. Ngoài ra, KDC đã mất gần 2 tuần bán hàng mạnh trong quý 1/2012 so với cùng kỳ năm trước, bởi mùa tết Âm lịch đã đến sớm hơn trong năm nay, do vậy phần lớn doanh thu bán hàng đã được thực hiện trong quý 4/2011. Tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn duy trì quanh mức 34%.

KINH ĐÔ: KẾT QUẢ KINH DOANH CHÍNH Q1/2012

tỷ đồng	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	1Q12/4Q11	1Q12/1Q11
Doanh thu thuần	634.7	878.0	1,524.8	1,194.6	707.1	-40.8%	11.4%
Lợi nhuận gộp	217.6	311.8	691.4	448.9	240.7	-46.4%	10.7%
Tỷ suất LN gộp	34.3%	35.5%	45.3%	37.6%	34.0%		
Thu nhập tài chính	(3.7)	(36.1)	1.1	(15.0)	3.5	-123.4%	-194.8%
LN trước thuế	19.4	32.5	252.9	44.0	11.1	-74.7%	-42.5%
LN ròng	6.4	20.8	221.0	43.9	0.4	-99.2%	-94.4%
Tỷ suất LN ròng	1.0%	2.4%	14.5%	3.7%	0.1%		

Nguồn: KDC, SBS

Cân đối hoạt động tài chính

Lợi nhuận tài chính trong quý này của KDC khá khiêm tốn đạt 3.5 tỷ đồng. Lãi tiền gửi trong kỳ đạt 37.8 tỷ đồng (+129% y-o-y) chiếm khoảng 76% tổng thu nhập tài chính, trong khi đó chi phí lãi vay là 38.8 tỷ đồng (+88.7% y-o-y) chiếm 84% tổng chi phí tài chính. Trong quý 4/2011, doanh thu từ hoạt động tài chính và chi phí tài chính lần lượt là 40.9 tỷ đồng và 55.9 tỷ đồng. KDC đang cố gắng giảm thiểu áp lực lãi vay bằng cách giảm nợ (cả ngắn hạn và dài hạn) từ 1,015 tỷ đồng xuống còn 651 tỷ đồng (-36% q-o-q).

Chi phí hoạt động tăng cao, lợi nhuận giảm

KDC đã bắt đầu các chương trình khuyến mại từ tháng 3/2012 (thay vì chờ đến quý 3 như mọi năm) nhằm kích thích tiêu dùng. Các chiến dịch tiếp thị cho dịp Tết và tiền thưởng của nhân viên cuối năm khiến chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng mạnh (tương ứng 17.2% và 22.8%). Vì vậy tỷ trọng hai khoản chi phí này trên doanh thu cũng tăng lên đáng kể, tương ứng 21.9% và 11.5% (so với 20.8% và 10.4% trong Quý 1/2011). Nhìn chung, do chi phí tăng đột biến nên lợi nhuận ròng chỉ đạt **0.4 tỷ đồng** (-94.4% y-o-y).

Lưu chuyển tiền tệ trong kỳ

Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh âm 137.7 tỷ trong quý này, so với mức âm 25.7 tỷ đồng của năm trước. Do vậy, KDC đã sử dụng khoản tiền thu được từ hoạt động phát hành cổ phiếu cho Glico (Tháng 2/2012) là nguồn chính để tài trợ cho dự án đang thực hiện và trả một số khoản nợ của công ty (như đã đề cập ở phía trên).

Thu hẹp khoản đầu tư không chiến lược

Tổng đầu tư ngắn hạn đã giảm từ 434.8 tỷ đồng xuống 333 tỷ đồng (-23% q-o-q). Phần lớn vốn đầu tư ngắn hạn giảm là do công ty đã thu hồi vốn vay từ các công ty trực thuộc, từ 342.6 tỷ đồng giảm còn 278.1 tỷ đồng (-18.8% q-o-q). Danh mục đầu tư chứng khoán cũng bị thu hẹp từ 90.9 tỷ đồng xuống còn 54.9 tỷ đồng (-39.6% q-o-q). Công ty cho biết sẽ thoái vốn khỏi Nutifood.

Đầu tư vào bất động sản

Trong quý này, KINH ĐÔ đã đầu tư thêm 250 tỷ đồng vào dự án Lavenue Crown, theo đó tổng vốn đầu tư của KDC vào dự án này đã lên tới **1,050 tỷ đồng** và đây cũng là đợt góp vốn cuối cùng để nộp hết tiền sử dụng đất. KDC sẽ không còn những khoản đầu tư phát sinh nào từ dự án này vì CTCP Đầu tư Lavenue sẽ tự chịu trách nhiệm vốn đầu tư xây dựng. Tại ĐHCĐ thường niên năm 2012, ông Trần Lê Nguyên - Tổng giám đốc Kinh Đô cho biết sẽ khởi công dự án Lavenue Crown vào quý 3 tới đây.

DỰ ÁN LAVENUE CROWN

Developer:	CTCP Đầu tư Lavenue
Công ty liên doanh:	KDC (50% vốn điều lệ), CTCP Đầu tư Mayflower (Mỹ) và Công ty Quản lý Kinh doanh nhà Tp.HCM.
Loại hình:	Khu thương mại, khách sạn 5 sao và căn hộ dịch vụ
Diện tích đất:	4,953 m ²
Diện tích sàn xây dựng:	66,000 m ² (tòa nhà cao 36 tầng)
Thời gian hoàn thành:	Dự kiến dự án sẽ được hoàn thành vào năm 2014.

Khuyến nghị

Triển vọng 2012

Doanh thu của KDC trong quý đầu tiên thường chiếm hơn 15% tổng doanh thu cả năm, kết quả quý 1 năm nay dường như không mấy khả quan khi chỉ hoàn thành 12.9% mục tiêu doanh thu năm. Tuy nhiên, thị trường bán lẻ Việt Nam có tính chất mùa vụ cao do phần lớn doanh thu bán hàng thường tập trung vào thời điểm 6 tháng cuối năm, vì vậy chúng tôi chưa thể khẳng định khả năng hoàn thành mục tiêu của KDC ít nhất cho đến sau quý hai năm nay.

<i>tỷ đồng</i>	1Q12	*Kế hoạch 2012	% tiến độ thực hiện	**Dự phóng 2012	% tiến độ thực hiện
Doanh thu thuần	707.1	5,500.0	12.9%	5,227.0	13.5%
LN trước thuế	11.1	500.0	2.2%	471.5	2.4%
LN ròng	0.4				

Nguồn: KDC, SBS

*Kế hoạch KINH ĐÔ năm 2012

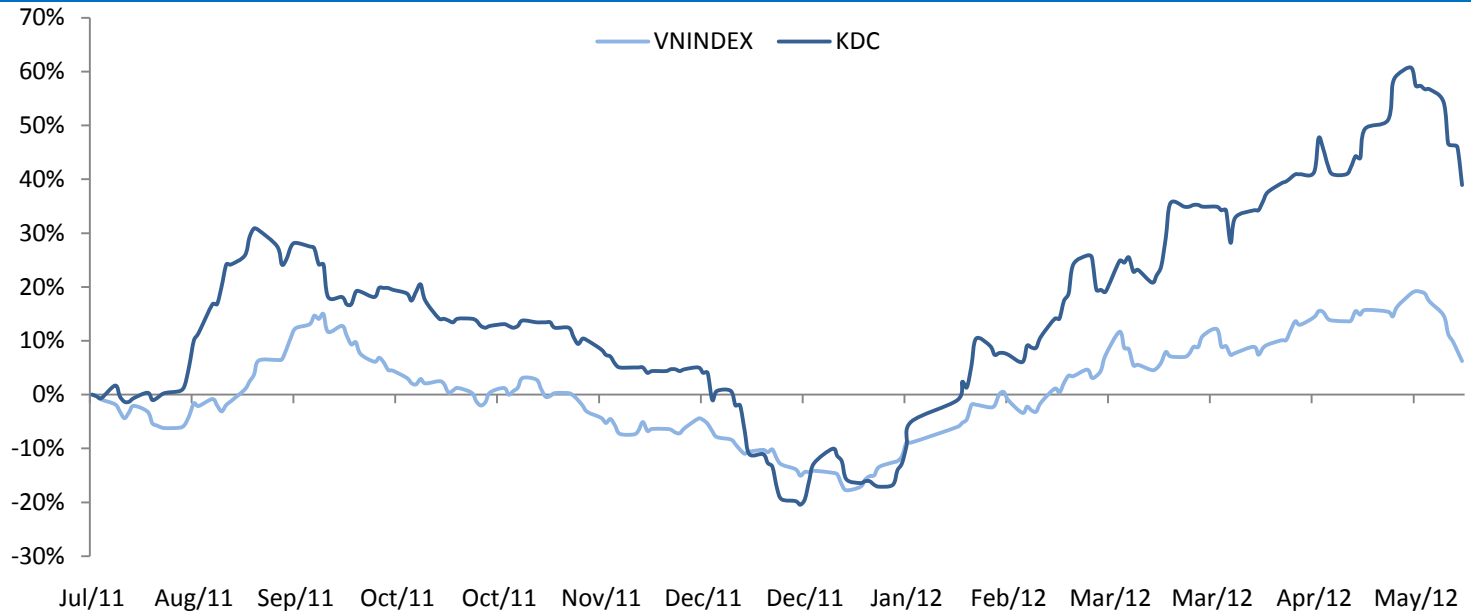
** Dự phóng mới của SBS cho năm 2012

Điều chỉnh mô hình dự phóng

Trong báo cáo ngày 03/05/2012, chúng tôi đã điều chỉnh tăng giá mục tiêu cho cổ phiếu KDC vì nghĩ rằng công ty có khoản thu nhập bất thường trong quý này. Tuy nhiên khoản thu nhập tài chính lớn cho KDC mẹ thực chất chỉ là những bút toán kế toán giữa các công ty trong tập đoàn KINH ĐÔ nên không ảnh hưởng tới thu nhập sau hợp nhất của tập đoàn. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu từ 43,000 đồng/CP xuống còn **38,000 đồng/CP** (-24.5%). Mức giá mục tiêu của chúng tôi chỉ phản ánh hoạt động kinh doanh cốt lõi của KDC, không tính đến yếu tố thu nhập bất thường.

TRUNG LẬP

Giá hiện tại của cổ phiếu KDC (39,400 đồng/CP) cao hơn 3.7% so với giá mục tiêu của chúng tôi, do vậy chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu KDC. Tại mức giá mục tiêu, công ty đang giao dịch tại P/E (2012) ~ 12.98 lần và P/BV (2012) ~ 1.11 lần.

% Biến động giá: VN.INDEX & KDC


Nguồn: Bloomberg, SBS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)

	QII-11	QIII-11	QIV-11	QI-12
Tài sản	5,165.0	5,618.6	5,942.8	6,307.1
Tài sản ngắn hạn	2,136.4	2,566.3	2,696.5	2,846.9
Tài sản dài hạn	3,028.6	3,052.2	3,246.3	3,460.2
Tài sản cố định	1,049.5	1,099.0	1,437.5	1,413.8
Đầu tư dài hạn	1,138.3	1,115.6	1,641.6	1,890.0
Nguồn vốn	5,165.0	5,618.6	5,942.8	6,307.1
Nợ phải trả	1,365.3	1,619.5	2,070.7	1,809.5
Nợ ngắn hạn	1,179.0	1,398.7	1,875.9	1,594.0
Nợ dài hạn	186.3	220.8	194.8	215.5
Vốn chủ sở hữu	3,765.0	3,962.5	3,836.0	4,461.3
Nguồn vốn	3,765.0	3,962.5	3,836.0	4,461.3
Vốn điều lệ	1,195.2	1,195.2	1,195.2	1,335.2
Thặng dư vốn	1,950.7	1,950.7	1,950.7	2,452.3
LN chưa phân phối	688.6	899.5	771.4	757.0

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)

	QII-11	QIII-11	QIV-11	QI-12
Tổng doanh thu	884.5	1,535.3	1,205.7	718.8
Doanh thu thuần	878.0	1,524.8	1,194.6	707.1
COGS	566.2	833.4	745.7	466.3
Lợi nhuận gộp	311.8	691.4	448.9	240.7
Thu nhập hoạt động tài chính	23.4	43.2	40.9	49.6
Chi phí hoạt động tài chính	59.5	42.1	55.9	46.1
Lãi vay phải trả	31.0	24.6	42.6	38.9
Chi phí bán hàng	167.0	350.2	299.7	155.1
Chi phí quản lý doanh nghiệp	73.5	92.4	90.2	81.4
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	35.1	249.9	43.9	7.7
Thu nhập khác	(0.1)	7.5	15.0	9.0
Chi phí khác	2.5	4.5	14.9	5.6
Tổng LN trước thuế	32.5	252.9	44.0	11.1
Chi phí thuế TNDN hiện hành	6.5	48.3	7.4	3.4
Lợi nhuận sau thuế	18.4	222.8	45.3	1.5
Lợi nhuận ròng	20.8	221.0	43.9	0.4

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QII-11	QIII-11	QIV-11	QI-12
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Doanh thu	213.7%	109.6%	101.4%	12.2%
Lợi nhuận gộp	307%	114%	120%	11%
Lợi nhuận ròng	159%	56%	-57%	-94%
Chỉ tiêu hiệu quả				
Lợi nhuận biên	35.5%	45.3%	37.6%	34.0%
EBIT biên	7.2%	18.2%	7.2%	7.1%
Lợi nhuận ròng biên	2.4%	14.5%	3.7%	0.1%
ROA (4Q)	5.7%	6.7%	5.4%	5.0%
ROE (4Q)	7.7%	9.2%	7.6%	7.1%
Chỉ tiêu quản lý				
Số ngày phải thu	12	11	20	30
Số ngày tồn kho	78	50	48	62
Số ngày phải trả	7	3	5	27
Hệ số thanh toán				
Thanh toán hiện hành	1.8	1.8	1.4	1.8
Thanh toán nhanh	1.4	1.5	1.2	1.6
Thanh toán tiền mặt	0.1	0.3	0.5	0.7
Cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Vốn chủ	36.3%	40.9%	54.0%	40.6%
Tổng nợ/Tổng tài sản	26.4%	28.8%	34.8%	28.7%
Tổng tài sản/Vốn chủ	137.2%	141.8%	154.9%	141.4%
Chỉ tiêu trên cổ phần				
PE				16.93
EPS (VND/CP)	2358	2935	2445	2326

Khuyến cáo

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo lần đầu	15/11/2011	MUA	40,200	32,000
Báo cáo cập nhật Q4/2011	01/03/2012	TRUNG LẬP	37,300	35,600
Báo cáo cập nhật ĐHCĐ 2012	03/05/2012	TRUNG LẬP	43,000	47,000

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

Singapore (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun
Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R

Chi nhánh Hà Nội

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: hanoi@sbsc.com.vn