

12/10/2012



Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu 34.800
TL tăng % 9

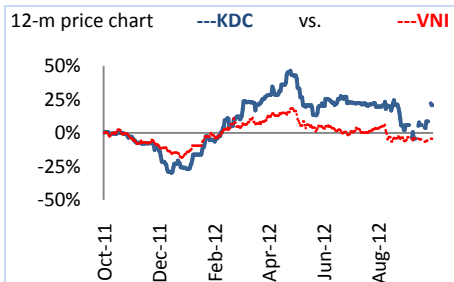
Hàng tiêu dùng [Bánh kẹo]

Các chỉ số chính

Giá ngày ra báo cáo	31.900	VND/cp
Mức thấp nhất 52 tuần	18.541	VND/cp
Mức cao nhất 52 tuần	38.716	VND/cp
KLGD trung bình 20 ngày	7.221	tỷ đồng
Vốn hóa thị trường (VND)	8.611	tỷ đồng
Vốn hóa thị trường (USD)	413	triệu USD
Số cổ phiếu lưu hành	159	triệu
TL sở hữu NN % [tối đa thực]	47,3	49,0
EPSg [prev 3-yr fwd 3-yr]	-32,6	27,0
PEGr [prev 3-yr fwd 3-yr]	-0,5	0,4

Định giá	2011	2012F	2013F
EPS (cơ bản)	2.289	2.156	2.715
APS (điều chỉnh)	1.908	2.156	2.715
Tăng trưởng EPS	-56,6	13,0	25,9
Cổ tức/cổ phiếu	2,400	2,000	2,000
Lợi suất cổ tức %	7,5	6,3	6,3
P/E (thị giá)	16,8	14,7	11,7
P/B (thị giá)	1,0	1,0	1,2
EV / EBITDA	5,8	7,8	6,3
ROE %	7,2	7,4	9,9
ROA %	5,1	5,1	6,9
ROIC %	6,1	6,1	8,6
Nợ/CSH %	25,9	16,0	14,8

Diễn biến giá	3M	6M	12M
KDC	19,3	-4,2	21,4
So với VNI	17,3	8,2	24,9



Cơ cấu cổ đông	%
PPK Ltd	10,8
Ezaki Glico	10,0
CTCP Đầu tư Kinh Đô	8,9
Trần Lệ Nguyên - CEO	7,3
Khác	63,0

Đối tác chiến lược tốt, lợi nhuận tốt

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho CTCP Kinh Đô (KDC) với khuyến nghị NĂM GIỮ và giá mục tiêu là 34.800 đồng, tương ứng với TL tăng 9% so với giá hiện tại. Giá mục tiêu được xác định theo mô hình định giá DCF, dựa trên CAGR lợi nhuận ròng 27% cho giai đoạn 2012-2016, WACC 21% và 3% tỷ lệ tăng trưởng. KDC hiện đang giao dịch tại 14,5 lần EPS dự phóng 2012 là 2.200 đồng, cao hơn 34% so với các công ty nội địa cùng ngành và 11,8 lần EPS 2012 là 2.700 đồng. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện tại phản ánh tất cả các yếu tố đóng góp tích cực vào KDC: (i) ngành tăng trưởng ổn định với tỷ lệ tăng trưởng trung bình dự báo là 11%/năm trong vòng 5 năm tới, (ii) vị trí dẫn đầu thị trường là lợi thế trong ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam, và (iii) công ty tập trung vào hoạt động cốt lõi. Ngoài ra, chúng tôi chờ đợi phản hồi của người tiêu dùng đối với các sản phẩm mới mà KDC phân phối cho đối tác chiến lược – Công ty Ezaki Glico, một công ty bánh kẹo Nhật Bản với 90 năm kinh nghiệm và doanh thu năm ngoái đạt hơn 3,5 tỷ USD, có thể cho thấy tiềm năng tăng trưởng đầy hứa hẹn.

Triển vọng khả quan cho ngành bánh kẹo. Dân số trẻ Việt Nam 90 triệu dân (độ tuổi trung bình 27,8 tuổi) với thu nhập ngày càng tăng là cơ sở cho ngành bánh kẹo tăng trưởng ổn định trong dài hạn. Theo BMI, tăng trưởng trung bình hàng năm của ngành dự kiến ít nhất là 11%/năm cho giai đoạn 2012-2016.

KDC chiếm lĩnh thị trường. Cho đến nay KDC là công ty bánh kẹo lớn nhất Việt Nam; tổng doanh thu 2011 của bốn công ty lớn tiếp theo chỉ bằng 73% doanh thu của KDC. Công ty cạnh tranh ở phân khúc thị trường trung đến cao cấp và đạt 20% thị phần về mặt sản lượng tính đến năm 2011. Công ty cung cấp một loạt sản phẩm từ bánh trung thu, bánh quy, bánh mì sữa, bánh bông lan, sữa chua và kem. KDC chiếm lĩnh thị trường bánh trung thu và bánh mì với tương ứng 76% và 64% thị phần trong năm 2011.

Chiến lược “Tập trung vào ngành nghề cốt lõi”. Chúng tôi cho rằng KDC đang thực hiện đúng đắn chiến lược dài hạn tập trung vào ngành cốt lõi. Chúng tôi nhận thấy lợi nhuận năm 2011 được tạo ra chỉ từ các hoạt động cốt lõi. Bất động sản không đóng góp gì vào lợi nhuận trong khi đầu tư tài chính phải chịu lỗ.

Hợp tác với công ty bánh kẹo Nhật Bản Ezaki Glico và ra mắt các sản phẩm thiết yếu thúc đẩy tăng trưởng. KDC có kế hoạch “thêm vào các kênh phân phối” bằng cách tiếp cận theo hai hướng: phân phối sản phẩm của đối tác chiến lược Glico, và phân phối các sản phẩm thiết yếu khác. Chúng tôi cho rằng chuyển dịch sang các sản phẩm tiêu dùng thiết yếu khác là chiến lược khả thi để tạo ra tăng trưởng ổn định do một số loại bánh kẹo như bánh trung thu là các sản phẩm thời vụ và không bán suốt cả năm.

Lợi suất cổ tức ổn định. Trong ba năm qua KDC trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định tại 2.400 đồng/cổ phiếu và có kế hoạch trả tại 2.000 đồng trong năm 2012, tương đương với lợi suất 6,3% tại mức giá hiện tại.

Rủi ro. Chúng tôi lo ngại nguồn vốn vẫn chưa được dùng hợp lý và vẫn còn các khoản vay nội bộ giữa KDC và các công ty liên quan. Các khoản vay đã giảm 31% xuống còn 235 tỷ đồng tại ngày 30/06/2012. Sẽ cần thêm thời gian để chiến lược tái cơ cấu phát huy hiệu quả. Rủi ro khác là hai dự án bất động sản của KDC sẽ không mang lại lợi nhuận trong ngắn hạn do thị trường ảm đạm. Công ty đã đầu tư tổng cộng 1.252 tỷ đồng.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho KDC với khuyến nghị **NĂM GIỮ**, giá mục tiêu là **34.800 đồng (TL tăng 9%)**. Giá mục tiêu được xác định theo mô hình định giá DCF, dựa trên CAGR lợi nhuận ròng 27% cho giai đoạn 2012-2016, WACC 21% và 3% tỷ lệ tăng trưởng. KDC hiện đang giao dịch tại 14,5 lần EPS dự phóng 2012 là 2.200 đồng và 11,8 lần EPS 2012 là 2.700 đồng.

Cổ phiếu công ty hiện đang giao dịch cao hơn 34% mức PER 2012 trung bình của các công ty nội địa cùng ngành và thấp hơn 8,2% so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện tại phản ánh tất cả các yếu tố tích cực vào KDC: (i) ngành tăng trưởng ổn định với tỷ lệ tăng trưởng trung bình dự báo là 11%/năm trong vòng 5 năm tới, (ii) vị trí dẫn đầu thị trường và giá trị thương hiệu mạnh là lợi thế trong ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam, và (iii) công ty tái tập trung vào hoạt động kinh doanh thực phẩm. Ngoài ra, chúng tôi chờ đợi phản hồi của người tiêu dùng đối với các sản phẩm mới mà KDC phân phối cho đối tác chiến lược gần đây – Công ty Ezaki Glico, một công ty bánh kẹo Nhật Bản với 90 năm kinh nghiệm và doanh thu năm ngoái đạt hơn 3,5 tỷ USD. KDC sẽ độc quyền phân phối các sản phẩm bánh kẹo của Glico tại Việt Nam. Đây có thể là tiềm năng tăng trưởng đầy hứa hẹn của KDC.

Hình 1: Bảng so sánh

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	P/E 2012F
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	Việt Nam	2.541	19,1
Vinamilk	Việt Nam	3.123	12,6
Bibica	Việt Nam	12	6,0
CTCP Bánh kẹo Hải Hà	Việt Nam	5	5,5
Trung bình			10,8
Bánh kẹo Lotte	Hàn Quốc	1.916	18,1
CT thực phẩm Nissin	Nhật Bản	4.420	15,9
BreadTalk	Singapore	132	13,3
Trung bình			15,8
KDC	Việt Nam	270	14,5

Nguồn: Bloomberg, dự báo VCSC

Triển vọng khả quan cho ngành bánh kẹo Việt Nam

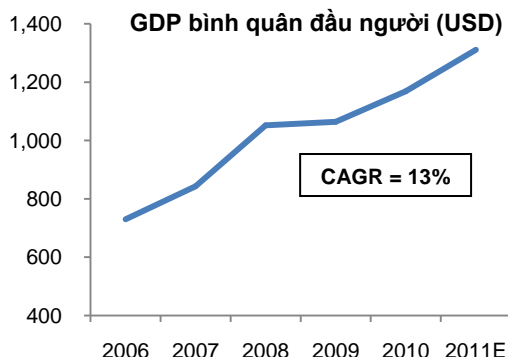
Ngành bánh kẹo Việt Nam có lợi thế cạnh tranh ngày càng cao với dân số trẻ và thu nhập ngày càng tăng. Việt Nam là một trong những nước châu Á có dân số trẻ nhất với 90 triệu dân và độ tuổi trung bình là 27,8 tuổi, trong đó hơn 25% dân số dưới 15 tuổi và 42% dân số dưới 25 tuổi. Chúng tôi xem nhóm tuổi cụ thể trên như là động lực tăng trưởng nhu cầu bánh kẹo.

Ngoài ra, thu nhập ngày càng tăng nghĩa là chi tiêu của người tiêu dùng sẽ cao hơn. Chúng tôi nhận thấy chi tiêu cho thực phẩm tiếp tục chiếm phần lớn đến 66% chi tiêu của người tiêu dùng tạo thêm cơ hội cho các công ty theo xu hướng người dùng như KDC.

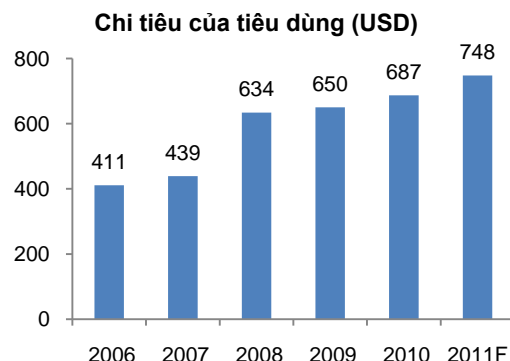
Công ty Cổ phần Kinh Đô (KDC)

NĂM GIỮ

Hình 1a: GDP bình quân đầu người tăng tạo cơ hội cho các công ty bánh kẹo



Hình 1b: Chi tiêu của người tiêu dùng tăng theo GDP bình quân đầu người



Nguồn: EIU

BMI dự báo sản lượng bánh kẹo sẽ tăng 5,8%/năm trong khi doanh thu sẽ tăng 10,7%/năm trong giai đoạn 2012-2016. Do KDC chiếm thị phần lớn nhất và giá trị thương hiệu mạnh, chúng tôi cho rằng công ty có vị thế tốt để tận dụng lợi thế cạnh tranh chủ động.

Hình 2: Dự báo ngành bánh kẹo

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Sản lượng (nghìn tấn)	73,60	77,43	81,94	86,91	92,31
Tăng trưởng sản lượng	2%	5%	6%	6%	6%
Doanh thu (bán lẻ)	9.923	10.947	12.154	13.468	14.930
Tăng trưởng doanh thu	12%	10%	11%	11%	11%

Nguồn: Báo cáo của BMI Quý 3/2012

Công ty sản xuất bánh kẹo lớn nhất và giá trị thương hiệu mạnh

Trong năm 2011, tổng doanh thu của bốn công ty sản xuất bánh kẹo lớn tiếp theo chỉ bằng 73% doanh thu của KDC. Công ty cạnh tranh ở phân khúc thị trường trung đến cao cấp và đạt 20% thị phần về mặt sản lượng tính đến năm 2011. Công ty cung cấp một loạt sản phẩm từ bánh trung thu, bánh quy, bánh sữa, bánh bông lan, sữa chua và kem. KDC chiếm lĩnh thị trường bánh trung thu và bánh sữa với tương ứng 76% và 64% thị phần trong năm 2011.

Sở thích tiêu dùng tại Việt Nam đã chuyển hướng từ các sản phẩm thực phẩm và nước giải khát không có thương hiệu sang có thương hiệu, nhờ vào dân số tầng lớp trung lưu tăng lên với thu nhập cao hơn và nhận thức về sức khỏe tăng lên. Chúng tôi cho rằng KDC sẽ hưởng lợi từ thay đổi cơ cấu trong mô hình tiêu thụ này nhờ vào giá trị thương hiệu mạnh của mình.

Trong năm 2011, KDC đoạt giải của chương trình Thương hiệu quốc gia do Cục Xúc tiến Thương mại, Bộ Công Thương, và được chọn là 1 trong Top 10 thương hiệu nổi tiếng nhất theo một khảo sát của Phòng Công nghiệp và Thương mại Việt Nam. Những giải thưởng này đã thuyết phục chúng tôi, như chúng tôi tự nhận thấy trong hầu hết các chuỗi bán lẻ thương mại hiện đại như Co-op Mart, Big C, và Maximark, các sản phẩm của KDC có vị trí trưng bày bắt mắt nơi các sản phẩm có xu hướng bán chạy nhất.

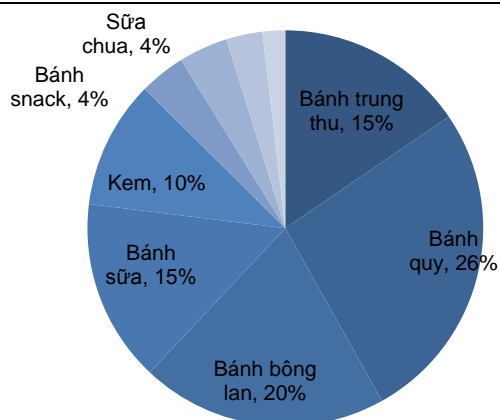
Công ty đang nỗ lực hơn nữa để củng cố giá trị thương hiệu. KDC vốn được biết đến rộng rãi nhờ sản phẩm bánh trung thu. Trong khi bánh trung thu đã giúp tuyên truyền tên của công ty đến dân chúng, các nhà đầu tư lại nhầm lẫn rằng công ty phụ thuộc hoàn toàn vào sản phẩm

Công ty Cổ phần Kinh Đô (KDC)

NĂM GIỮ

này vốn chỉ chiếm 15% tổng doanh thu. Trên thực tế, KDC có một số nhãn hiệu dẫn đầu thị trường như bánh sữa Aloha và Scotti (64%), bánh quy AFC và Cosy (38%), và kem Merino và Celano (29%).

Hình 3: Thành phần doanh thu 2011 theo sản phẩm



Nguồn: KDC, dự báo của VCSC

Trong năm 2011, các sản phẩm tăng thị phần nhiều nhất là bánh quy và bánh mì; thị phần trong phân khúc bánh quy tăng từ 27% hồi năm 2010 lên 38% trong năm 2011 trong khi thị phần bánh sữa tăng từ 54% lên 64%.

Hình 4: Tăng trưởng doanh thu và thị phần theo sản phẩm trong năm 2011

	Nhãn hiệu	Tăng trưởng doanh thu %	Thị phần %
Bánh trung thu	Kinh Đô	31	76
Bánh sữa	Aloha, Scotti	34	64
Bánh quy	AFC, Cosy, Good Choice, Korento, Ido	54	38
Bánh bông lan	Solite, Sophie	14	26
Kem	Merino, Celano	28	29
Bánh snack	Slide, Sachi, Jevi	34	8
Sữa chua	Wel-Yo	44	8
Kẹo	Kokochoco, Crundy, Milkandy	64	3

Nguồn: KDC, tóm tắt của VCSC

Do chi phí bán hàng của KDC tiếp tục cao – tổng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu 6 tháng đầu năm 2012 là 32,6% so với mức 29,0% cùng kỳ năm 2011 – chúng tôi cho rằng công ty sẽ có thể tiếp tục duy trì giá trị thương hiệu mạnh và vị trí dẫn đầu trong ngành.

Mạng lưới phân phối lớn

Hình 5: Hệ thống phân phối năm 2011

Thực phẩm và giải khát		Nước giải khát	
Số lượng nhà phân phối	212	Số lượng nhà phân phối	300
Số lượng cửa hàng bán lẻ	120.000	Số lượng cửa hàng bán lẻ	100.000
Sản phẩm từ sữa và kem		Bánh ngọt	
Số lượng nhà phân phối	65		
Số lượng cửa hàng bán lẻ	30.000	Tổng nhân viên bán hàng	1.800

Nguồn: Tóm tắt của VCSC

Từ khi NKD và Kido được hợp nhất vào KDC năm 2010, hệ thống phân phối được mở rộng đã cung cấp nhiều sản phẩm đa dạng cả ở khu vực thành thị lẫn nông thôn xa xôi. Chúng tôi cho rằng do Việt Nam vẫn còn phụ thuộc rất nhiều vào hình thức bán hàng truyền thống và phương thức mua bán hiện đại vẫn chưa phát triển, hệ thống bán lẻ và phân phối rộng khắp mang lại cho KDC lợi thế cạnh tranh về lâu dài so với các đối thủ và các tập đoàn đa quốc gia khác.

Đối với các sản phẩm bánh kẹo, trong năm 2011 KDC và NKD tổng cộng có 120.000 điểm bán lẻ trên cả nước thông qua 212 đại lý và 1.800 nhân viên bán hàng. Trong khi đó, các mặt hàng kem và sản phẩm làm từ sữa của Kido được cung cấp thông qua 65 đại lý với 30.000 thùng giữ lạnh. Như vậy, hệ thống phân phối của KDC chỉ đứng thứ ba sau hai công ty lớn là Masan Consumer và Vinamilk, mỗi công ty có 160.000 điểm bán lẻ trên cả nước.

Chúng tôi cho rằng kênh phân phối của KDC mang lại cho công ty một chỗ dựa vững chắc để củng cố vị trí dẫn đầu của mình và hỗ trợ các kế hoạch mở rộng do các sản phẩm mới được giới thiệu thông qua mạng lưới này.

Tập trung vào ngành nghề chính

Vị trí của KDC như một công ty hàng tiêu dùng lớn vẫn chưa được đánh giá xứng đáng; có lẽ vì công ty trở nên mờ nhạt khi đứng cạnh Vinamilk và Masan Consumer và kết quả gây thất vọng của các giao dịch của công ty vài năm qua trong lĩnh vực bất động sản, vốn không phải là sở trường của KDC. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng KDC đang đi đúng hướng khi nhận thấy mình không phải là một công ty bất động sản và quay lại tập trung vào sở trường của mình nhằm đạt được tăng trưởng dài hạn trong các ngành nghề kinh doanh chính.

Trong năm 2011, công ty đã đạt 4.247 tỷ đồng doanh thu (tăng 33% so với năm trước) và 279 tỷ đồng lợi nhuận ròng (giảm 57%). Nếu không tính khoản thu nhập bất thường 412 tỷ đồng từ bất động sản năm 2011, tăng trưởng lợi nhuận cả năm đạt 11%. Chúng tôi nhận thấy lợi nhuận năm 2011 đều thuộc về các lĩnh vực kinh doanh chính, trong khi hoạt động đầu tư tài chính bị lỗ và bất động sản không mang lại lợi nhuận. Các khoản lỗ từ hoạt động tài chính năm 2011 là do trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư lớn vào các cổ phiếu đã niêm yết cũng như chưa niêm yết.

Hình 6: Lợi nhuận trước thuế theo phân khúc

(Bán lẻ)	2008	2009	2010	2011
----------	------	------	------	------

Công ty Cổ phần Kinh Đô (KDC)

NĂM GIỮ

Thực phẩm & đồ uống	148	234	258	379
Đầu tư tài chính	-228	80	4	-30
Bất động sản	20	258	412	0
Tổng LN trước thuế	-60	572	674	349
Thực phẩm & đồ uống	-247%	41%	38%	109%
Đầu tư tài chính	380%	14%	1%	-9%
Bất động sản	-33%	45%	61%	0%
Tổng LN trước thuế	100%	100%	100%	100%

Nguồn: VCSC tổng hợp

Hơn nữa, chúng tôi cho rằng việc hợp nhất Công ty CP Kinh Đô Miền Bắc (NKD) và Kido vào KDC từ năm 2012 đã tạo ra một trong những hệ thống phân phối lớn nhất trong cả nước. Chúng tôi xem đây như tài sản giá trị nhất trong việc hỗ trợ chiến lược trở về các lĩnh vực chính của công ty. Chúng tôi cho rằng kênh phân phối của KDC mang lại cho công ty một chỗ dựa vững chắc để củng cố vị trí dẫn đầu của mình và hỗ trợ các kế hoạch mở rộng do các sản phẩm mới được giới thiệu thông qua mạng lưới này.

Thúc đẩy tăng trưởng nhờ sản phẩm của Glico và các sản phẩm thiết yếu khác

KDC hiện đang nỗ lực “lấp đầy các kênh phân phối”. Đây sẽ là một chiến lược kép: phân phối các sản phẩm của đối tác chiến lược Ezaki Glico và phân phối các sản phẩm thiết yếu như mì ăn liền và dầu ăn.

Chúng tôi cho rằng Glico và một đối tác chiến lược lý tưởng, với 90 năm kinh nghiệm và với các đối mới sang tạo về sản phẩm cũng như tiếp thị. Công ty Glico, có trụ sở chính tại Nhật Bản, chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh thực phẩm, bao gồm bánh kẹo, các sản phẩm làm từ sữa, và thực phẩm chế biến. Công ty hiện đang dẫn đầu trong lĩnh vực bánh kẹo với doanh thu bán hàng năm 2011 đạt 3,5 tỷ USD. Rất có thể Glico sẽ giúp KDC giữ vững và mở rộng thị phần với các sản phẩm bánh kẹo mới và có thể cung cấp những sự hỗ trợ mang ý nghĩa lớn trong các kế hoạch của KDC thâm nhập vào các phân khúc thực phẩm tiêu dùng khác như kem và mì ăn liền. KDC hiện đặt mục tiêu 1.000 tỷ đồng doanh thu từ các sản phẩm của Glico trong năm 2016.

KDC đã phát hành 14 triệu cổ phiếu, tương đương 10% vốn điều lệ của công ty, cho đối tác chiến lược Ezaki Glico trong tháng 01/2012. Theo thỏa thuận, Glico sẽ bán các sản phẩm tại Việt Nam thông qua hệ thống phân phối của KDC. Glico sẽ thực hiện mảng marketing còn KDC sẽ chịu trách nhiệm bán hàng, phân phối và dịch vụ khách hàng. Chúng tôi cho rằng việc làm đối tác chiến lược sẽ củng cố vị trí dẫn đầu thị trường của KDC tại Việt Nam do công ty hiện có thể đưa ra ngày càng nhiều sản phẩm bánh kẹo chất lượng cao. KDC và Glico chính thức trở thành đối tác vào tháng 09/2012 khi KDC bắt đầu chính thức cung cấp các sản phẩm của Glico bao gồm bánh que Pocky và các sản phẩm bánh snack khác trong khi Glico cam kết mỗi năm sẽ góp 10 triệu USD phục vụ marketing.

Vào tháng 02/2012, KDC đã tung ra thị trường thành công 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 dự kiến sẽ đưa ra thị trường các sản phẩm mì ăn liền và dầu ăn vào cuối 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. Euromonitor định giá thị trường mì Việt Nam 829 triệu USD trong năm 2010 và dự báo thị trường này sẽ tăng lên 1,1 tỷ USD năm 2013 với tăng trưởng lũy kế hàng năm là 8%. Chúng tôi cho rằng vẫn còn nhiều cơ hội giành được thị phần cho một doanh nghiệp mới bước chân vào lĩnh vực này như KDC nhờ thương hiệu mạnh và hệ thống phân phối rộng khắp.

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 tương đối có tính thời vụ 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.

Triển vọng và dự báo năm 2012

Kết quả 6 tháng đầu năm giảm sút. Theo báo cáo của KDC, doanh thu đạt 1.550 tỷ đồng (tăng 2,4% so với cùng kỳ năm ngoái) và lỗ ròng 8,7 tỷ đồng. Chủ yếu do việc thoái vốn khỏi Nutifood, dẫn đến khoản lỗ 75 tỷ đồng. Sản lượng bán ra và giá bán nhìn chung không đổi trong 6 tháng đầu năm 2012. Trong khi biên lợi nhuận gộp tăng lên 38,2% so với 35% trong 6 tháng đầu năm 2011 do chi phí đầu vào và đóng gói giảm 7%, chi phí bán hàng và quản lý tăng 15% so với cùng kỳ năm ngoái và lãi suất tăng 16%. Công ty cho biết toàn bộ tiền thưởng cuối năm 2011 và chi phí quảng cáo dịp Tết Nguyên Đán đều được tính vào Quý 1/2012, do đó làm giảm kết quả lợi nhuận.

Tuy nhiên, chúng tôi lạc quan khi thấy các khoản vay cho các công ty liên quan đã giảm từ 343 tỷ đồng trong Quý 4/2011 xuống 235 tỷ đồng trong Quý 2/2012. Điều này cho thấy nỗ lực của ban lãnh đạo trong việc cân bằng bảng cân đối kế toán và sử dụng hiệu quả hơn nguồn vốn.

Công ty đã đạt 28,2% mục tiêu doanh thu và 5,4% mục tiêu lợi nhuận ròng cả năm. Do cầu yếu trong bối cảnh kinh tế khó khăn, chúng tôi cho rằng KDC khó có thể đạt được chỉ tiêu lợi nhuận năm 2012.

Dự báo năm 2012. Chúng tôi dự báo KDC sẽ đạt 5.113 tỷ đồng doanh thu (tăng 20,4% so với cùng kỳ năm ngoái) và 309 tỷ đồng lợi nhuận ròng (tăng 12,8%). Chúng tôi không tính doanh thu và lợi nhuận có được từ việc phân phối sản phẩm của Glico và các sản phẩm thiết yếu khác. Chúng tôi giả định giá bán trung bình sẽ tăng 10% và sản lượng bán ra cũng tăng 10% do KDC tiếp tục giành được thị phần tại một số phân khúc quan trọng như bánh qui và bánh bông lan. Chúng tôi ước tính sản phẩm bánh qui sẽ tiếp tục đóng góp nhiều nhất vào tăng trưởng doanh thu, chiếm khoảng 27% tổng doanh thu năm 2012. Chúng tôi cũng nhận thấy các sản phẩm mang lại lợi nhuận cao như bánh trung thu (chiếm 60% biên lợi nhuận gộp) sẽ chỉ đóng góp khoảng 12% tăng trưởng hàng năm do công ty hiện đã thống trị phân khúc này. Các sản phẩm khác sẽ đóng góp 25%-40% biên lợi nhuận gộp, trừ kẹo, chiếm 15%.

Định giá

Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu cho KDC với khuyến nghị **NĂM GIỮ** và giá mục tiêu 34.800 đồng/cổ phiếu dựa trên tăng trưởng lợi nhuận ròng lũy kế hàng năm 27% từ năm 2012 lên 2016. Giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn 9% so với giá thị trường hiện tại là 31.900 đồng/cổ phiếu. KDC hiện đang giao dịch tại mức 14,5 lần EPS dự phóng 2012 là 2.200 đồng và 11,8 lần EPS dự phóng 2013 là 2.700 đồng.

Chúng tôi định giá theo phương pháp DCF dựa trên giả định phần bù rủi ro thị trường là 12,0% và lãi suất phi rủi ro 12,0%. Chúng tôi áp dụng hệ số beta 0,9 theo ước tính của Bloomberg và tỷ lệ tăng trưởng cuối cùng là 3%. Theo tính toán của chúng tôi chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) năm 2012 đạt 20,9% với giả định lãi vay 17%.

Chiết khấu dòng tiền tự do	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT * (1 – thuế)	522	775	866	1.094	1.278
Trừ: thuế	(130)	(194)	(217)	(274)	(319)
Cộng: khấu hao	163	195	232	274	323
Trừ: Đầu tư XDCB	(153)	(123)	(146)	(172)	(203)
(tăng)/giảm Vốn hoạt động thuần	60	72	75	91	109
Dòng tiền tự do không đòn bẩy	461	726	811	1.014	1.187
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	382	501	468	489	480
Tổng tích lũy GTHT của DTTD	382	884	1.352	1.841	2.320

Beta	0,9	Giá trị cuối cùng (tỷ đồng)	7.281
Phần bù rủi ro	12%	PV of terminal value	2.943
TL LN phi rủi ro	12%	GTHT of chiết khấu DTTD	2.320
Chi phí CSH	22,8%	GTHT của GT cuối cùng và chiết khấu DTTD	5.264
Chi phí nợ	17%	Cộng: Tiền mặt ròng	344
Thuế	25,0%	Giá trị chủ sở hữu	5.557
Chi phí sử dụng vốn bình quân	20,2%	Giá/cổ phiếu (VND)	34.800

Rủi ro

Sử dụng vốn hiệu quả. Do có sự tồn tại của các giao dịch giữa KDC và các công ty khác liên quan, chúng tôi lo ngại nguồn vốn không được sử dụng hiệu quả. Trên bảng cân đối kế toán, chúng tôi nhận thấy hầu hết đầu tư ngắn hạn là các khoản cho vay cho các công ty/thành viên liên quan (tổng cân bằng là 343 tỷ đồng vào ngày 31/12/2011). Chúng tôi hiểu rằng nhìn theo một khía cạnh nhất định KDC đang hoạt động như một doanh nghiệp gia đình và sẽ cần thời gian để các chiến lược tái cơ cấu phát huy tác dụng.

Các dự án bất động sản. Hiện KDC đã đầu tư vào hai dự án bất động sản tại TP. HCM: Lavenue và Tân An Phước với tổng giá trị đầu tư lần lượt là 1.050 tỷ đồng và 202,5 tỷ đồng. Lavenue là một cao ốc văn phòng và thương mại tại trung tâm Quận 1 còn Tân An Phước là

một tổ hợp dân cư tại Quận Thủ Đức. Tuy nhiên, chúng tôi không nắm rõ các triển vọng hiện tại và tiến độ dự án. Do thị trường bất động sản gặp khó khăn, chúng tôi cho rằng hai dự án này sẽ không sớm mang lại lợi nhuận. Đáng chú ý, ban lãnh đạo cho biết sẽ không tiếp tục đóng góp vốn vào những dự án này. Chúng tôi cũng cho rằng KDC có thể sẽ bán cổ phần tại các dự án này do công ty đang tập trung vào chiến lược "Tập trung vào ngành nghề chính" của mình.

Công ty Cổ phần Kinh Đô (KDC)

NĂM GIỮ

Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	2010	2011	2012	2013	2014	ĐDKT	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	1.934	4.247	5.113	6.138	7.297	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	-1.248	-2.574	-3.105	-3.739	-4.567	+ Tiền và tương đương	672	967	1.429	1.657
Lợi nhuận gộp	685	1.673	2.008	2.398	2.731	+ Đầu tư TC ngắn hạn	160	374	374	374
- Chi phí bán hàng	-348	-944	-1.125	-1.228	-1.386	+ Các khoản phải thu	163	200	218	262
- Chi phí quản lí DN	-142	-332	-383	-430	-511	+ Hàng tồn kho	434	398	502	605
Lợi nhuận thuần HĐKD	196	398	500	741	833	+ Tài sản ngắn hạn khác	898	619	619	619
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-1	-3	-3	-4	-4	Tổng tài sản ngắn hạn	2.328	2.559	3.142	3.517
- Lợi nhuận khác	524	71	25	37	37	+ Tài sản dài hạn	1.424	2.140	2.293	2.416
Lợi nhuận khác	719	466	522	775	866	+ Khấu hao lũy kế	-533	-709	-872	1.067
- Chi phí lãi vay	-43	-117	-110	-172	-145	+ Tài sản dài hạn	891	1.431	1.422	1.349
Lợi nhuận trước thuế	676	349	411	603	721	+ Đầu tư tài chính dài hạn	184	1.282	1.282	1.282
- Thuế TNDN	-95	-71	-103	-151	-180	+ Tài sản dài hạn khác	1.629	537	537	537
LNST	581	279	309	452	541	Tổng tài sản dài hạn	2.704	3.251	3.241	3.168
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-56	-5	0	0	0	Tổng Tài sản	5.032	5.809	6.383	6.686
LNST của cổ đông CT Mẹ	525	274	309	452	541					
EPS (đ)	5.273	2.289	2.156	2.715	3.245	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EBITDA	719	601	684	970	1.098	+ Phải trả ngắn hạn	271	274	329	396
Khấu hao	0	-135	-163	-195	-232	+ Vay và nợ ngắn hạn	381	883	581	581
Tăng trưởng doanh thu	26,4%	119,6%	20,4%	20,0%	18,9%	+ Phải trả ngắn hạn khác	393	627	755	906
Tăng trưởng LN HĐKD	-14,4%	102,8%	25,7%	48,2%	12,4%	Nợ ngắn hạn	1.045	1.784	1.665	1.883
Tăng trưởng EBIT	16,7%	-35,1%	11,9%	48,5%	11,8%	+ Vay và nợ dài hạn	94	114	141	106
Tăng trưởng EPS	-25,0%	-56,6%	-5,8%	25,9%	19,5%	+ Phải trả dài hạn	38	62	62	62
Chỉ số khả năng sinh lợi	2010	2011	2012	2013	2014	Nợ dài hạn	131	176	203	167
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35,4%	39,4%	39,3%	39,1%	37,4%	Tổng nợ	1.176	1.959	1.867	2.051
Tỷ suất LNST	30,0%	6,6%	6,0%	7,4%	7,4%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
ROE DuPont	18,4%	7,2%	7,4%	9,9%	11,4%	+ Thặng dư	1.951	1.951	2.402	2.402
ROA DuPont	12,5%	5,1%	5,1%	6,9%	7,8%	+ Vốn điều lệ	1.195	1.195	1.666	1.666
Tỷ suất EBIT	37,2%	11,0%	10,2%	12,6%	11,9%	+ LN chưa phân phối	593	669	413	532
LNST / LNST	85,9%	79,8%	75,0%	75,0%	75,0%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	116	35	35	35
LNST / EBIT	94,1%	74,9%	78,9%	77,8%	83,2%	Vốn chủ sở hữu	3.855	3.850	4.517	4.636
Vòng quay tổng tài sản	0,4	0,8	0,8	0,9	1,1	Tổng cộng nguồn vốn	5.032	5.809	6.384	6.687
Đòn bẩy tài chính	1,5	1,4	1,5	1,4	1,5					
ROIC	15,8%	6,1%	6,1%	8,6%	10,0%	Lưu chuyển tiền tệ	2010	2011	2012	2013
Chỉ số hiệu quả vận hành	2010	2011	2012	2013	2014	Tiền đầu năm	985	672	967	1.429
Số ngày phải thu	87,3	59,0	52,9	54,0	53,7	Lợi nhuận sau thuế	525	274	309	452
Số ngày tồn kho	27,4	15,6	14,9	14,3	14,4	+ Khấu hao lũy kế	0	169	163	195
Số ngày phải trả	58,3	38,7	35,5	35,4	35,2	+ Điều chỉnh	-465	4	0	0
Thời gian luân chuyển tiền	56,3	35,9	32,4	32,9	32,9	+ Thay đổi vốn lưu động	-796	511	60	72
COGS / Hàng tồn kho	4,2	6,2	6,9	6,8	6,8	Tiền từ hoạt động KD	-736	957	531	720
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2010	2011	2012	2013	2014	+ Thanh lý tài sản cố định	3	5	0	0
CS thanh toán hiện hành	2,23	1,43	1,89	1,87	1,88	+ Chi mua sắm TSCĐ	-62	-326	-153	-123
CS thanh toán nhanh	1,81	1,21	1,59	1,55	1,54	+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,64	0,54	0,86	0,88	0,93	+ Các hoạt động đầu tư khác	754	-709	0	0
Nợ / Tài sản	0,09	0,17	0,11	0,10	0,09					
						Tiền từ hoạt động đầu tư	694	1.030	-153	-123
Nợ / Vốn sử dụng	0,11	0,21	0,14	0,13	0,12	+ Cổ tức đã trả	-123	-143	-286	-333
Nợ / Vốn CSH	0,12	0,26	0,16	0,15	0,13	+ Tăng (giảm) vốn	34	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,08	0,15	0,09	0,09	0,08	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-27	502	-302	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	+ Thay đổi nợ dài hạn	-26	20	0	0
Khả năng TT lãi vay	16,90	3,98	4,73	4,51	5,96	+ Các hoạt động TC khác	1	1	0	0
Định giá	2010	2011	2012	2013	2014	Tiền từ hoạt động TC	-270	367	83	-368
P/E	7,6	17,5	20,8	14,2	12,4	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-312	295	461	229
P/B	1,1	1,3	1,3	1,5	1,4	Tiền cuối năm	672	967	1.429	1.657
EV / EBITDA	7,5	6,7	8,4	6,7	5,9					
Giá trị sổ sách/cổ phiếu	37.568	31.917	31.323	27.609	28.854	Đơn vị: tỷ đồng				

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thị Trà Lý, 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%
NĂM 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 hiện tại 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. Để 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.

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

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

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Ly, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

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

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.

Công ty Cổ phần Kinh Đô (KDC)

NĂM GIỮ

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
11/10/2012	NĂM GIỮ	31.900	34.800