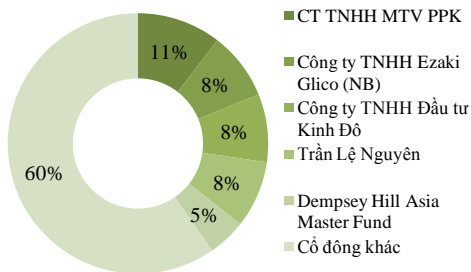


CÔNG TY CỔ PHẦN KINH ĐÔ - KDC

Năm 2012, Lợi nhuận tăng trưởng khả quan nhờ tái cơ cấu & kiểm soát CP hiệu quả

Cơ cấu cổ đông



Thông tin cổ phiếu

Giá 18/04/2013 (đồng):	48.500
Thấp nhất 52 tuần(đồng):	25.400
Cao nhất 52 tuần (đồng):	49.600
Hệ số Beta	0,52
SLCPLH:	165.030.369
P/E:	19,1
P/B:	2,1
EPS (TTM)	2.538

Các chỉ tiêu cơ bản	2009	2010	2011	2012
DTT (tỷ đồng)	1.529	1.934	4.247	4.289
+/- yoy (%)	5%	26%	120%	1%
LNST (tỷ đồng)	523	581	279	363
+/- yoy (%)	-963%	11%	-52%	30%
TTS (tỷ đồng)	4.248	5.032	5.809	5.518
+/- yoy (%)	42%	18%	15%	-5%
VCSH (tỷ đồng)	2.418	3.739	3.815	4.020
+/- yoy (%)	16%	55%	2%	5%
Nợ/TTS (%)	42%	23%	34%	26%
TS LN gộp (%)	33%	35%	39%	44%
TS LN ròng(%)	34%	30%	7%	8%
BV (đồng)	29.472	32.702	28.469	22.712
EPS - TTM (đồng)	8.353	5.778	2.356	2.538
ROA (%)	11%	10%	5%	6%
ROE (%)	20%	14%	7%	9%

(Nguồn: KDC, VCBS tổng hợp)

- KQKD 2012:** KDC tăng trưởng khả quan nhờ tái cơ cấu và kiểm soát chi phí hiệu quả, cụ thể LNTT đạt 490 tỷ đồng (+39% y-o-y, 98% KH) và LNST đạt 357 tỷ đồng (+27% y-o-y).
- Mặc dù không đạt tăng trưởng doanh thu như kỳ vọng (78% KH doanh thu) nhưng chúng tôi đánh giá cao việc tăng trưởng lợi nhuận đến từ lĩnh vực kinh doanh thực phẩm cũng như công ty đã nỗ lực tiết giảm chi phí để nâng cao hiệu suất hoạt động.
- Kế hoạch năm 2013:** KDC đặt kế hoạch tăng trưởng khá cao, bao gồm 5.200 tỷ đồng DTT (+22%) và 600 tỷ đồng LNTT (+23%). Q1.2013, ước tính KDC đạt 807 tỷ đồng DTT (+14% y-o-y), và 48 tỷ đồng LNTT (+336% y-o-y), tương ứng với 15,4% KH DT và 8% KH LN.

Quan điểm đầu tư: KDC là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh bánh kẹo của Việt Nam. Hiện nay công ty đang dần mở rộng phạm vi hoạt động sang lĩnh vực khác của ngành thực phẩm như mì gói, nước chấm dầu ăn nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng. Chúng tôi cho rằng cách làm này sẽ tận dụng được kênh phân phối vốn là lợi thế của KDC, song cũng tồn tại những thách thức không nhỏ khi trong các ngành hàng này có không ít các tên tuổi lớn đang chiếm lĩnh thị phần. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá cao KDC về khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2013 cùng với sức khỏe tài chính lành mạnh, nguồn tiền mặt dồi dào, hệ thống phân phối vận hành hiệu quả và bước đầu đạt được những thành công nhất định trong việc tái cơ cấu. Do đó, chúng tôi cho rằng KDC tiếp tục phù hợp để đầu tư trong trung và dài hạn, tuy nhiên, nên nhà đầu tư cần cân nhắc lựa chọn thời điểm MUA hợp lý do mức P/E hiện nay đã khá cao so với trung bình ngành.

Phạm Tuyết Hà
+84 8 3820 5510 (ext. 401)
ptha@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 4

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS
cập nhật tại
www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại
www.vcbs.com.vn

Cập nhật KQKD 2012:
KDC tăng trưởng khả quan nhờ tái cơ cấu và kiểm soát chi phí hiệu quả, cụ thể LNTT đạt 490 tỷ đồng (+39% y-o-y, 98% KH) và LNST đạt 357 tỷ đồng (+27% y-o-y)

Năm 2012, KDC thực hiện khá thành công giai đoạn 3 "Lợi nhuận từ sự hiệu quả" của quá trình tái cơ cấu. KQKD tương đối khả quan khi gần hoàn thành kế hoạch lợi nhuận, cụ thể đạt 490 tỷ đồng LNTT (+39% y-o-y, 98% KH) và 357 tỷ đồng LNST (+27% y-o-y), ROE được cải thiện từ 7% lên 9%. Nguyên nhân chủ yếu là do công ty đã chủ động cấu trúc lại sản phẩm, đầu tư hệ thống phân phối, thay đổi phương thức vận hành và cải thiện hiệu quả chuỗi cung ứng.

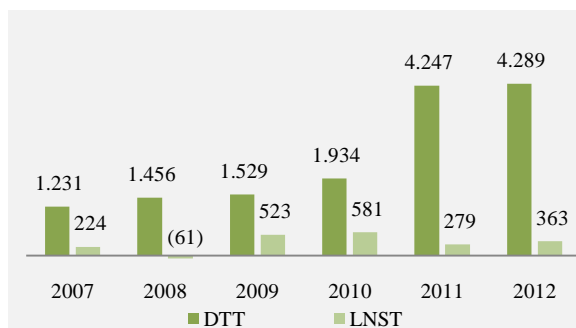
+ DTT tăng nhẹ 1% y-o-y, đạt 4.285 tỷ đồng, chủ yếu gia tăng về sản lượng, tập trung vào các ngành hàng có biên lợi nhuận cao như bánh trung thu, bánh quy, kem và các sản phẩm từ sữa. Kết quả là TSLN gộp đã được cải thiện lên mức 44% (cao hơn nhiều so với mức 39% của năm 2011). Theo đó LN gộp cũng tăng đạt 1.885 tỷ đồng (+13% y-o-y), cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành là HHC (11%), và BBC (-9%).

+ Chi phí được kiểm soát chặt chẽ do KDC đã thay đổi cách vận hành đơn hàng giúp ổn định chất lượng sản phẩm, giảm giá thành và nâng cao hiệu suất làm việc. CP bán hàng và CPQLDN tăng nhẹ 3% và tỷ trọng so với DTT duy trì ở mức 30%, chủ yếu để đầu tư vào hệ thống cơ sở vật chất của kênh bán hàng. Việc mở rộng kênh phân phối kỳ vọng sẽ giúp gia tăng doanh thu và lợi nhuận cho các năm sau. Như vậy, chi phí được kiểm soát tốt đã giúp TSLN thuần của KDC tăng từ 6,44% trong 2011 lên 8,26% trong 2012.

Ngoài ra chi phí lãi vay giảm mạnh 19% do tổng vay nợ ngắn hạn và dài hạn giảm mạnh 42% xuống 582 tỷ đồng với lãi suất trung bình giảm từ mức 16%/năm trong năm 2011 xuống 12%/năm trong năm 2012. KDC cũng cho biết tiếp tục giảm tỷ trọng nợ trong cơ cấu vốn trong năm 2013. Chúng tôi cho rằng đây là điều khá hợp lý vì tiền mặt của KDC tiếp tục duy trì ở mức cao khoảng gần 830 tỷ đồng. Chi phí lãi vay giảm đã bù đắp cho phần chi phí tài chính phát sinh từ hoạt động thoái vốn khỏi Nutifood trong Q2. 2012.

Như vậy kết thúc năm 2012 KDC đã đạt 4.285 tỷ đồng DTT (+1% y-o-y) và 357 tỷ đồng LNST (+27% y-o-y). Mặc dù không đạt tăng trưởng doanh thu như kỳ vọng (78% KH doanh thu) nhưng chúng tôi đánh giá cao việc tăng trưởng lợi nhuận đến từ lĩnh vực kinh doanh thực phẩm cũng như công ty đã nỗ lực tiết giảm chi phí để nâng cao hiệu suất hoạt động. Điều này sẽ giúp KDC tiếp tục phát triển bền vững hơn trong thời gian tới thay vì phụ thuộc vào doanh thu tài chính như các năm trước.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng DTT, LNST qua các năm



Biểu đồ 2: TSLN qua các năm



(Nguồn: KDC, VCBS tổng hợp)

Sức khỏe tài chính lành mạnh, tính linh hoạt gia tăng

- Khả năng thanh toán của KDC khá an toàn khi chỉ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh đều ở mức xấp xỉ trên dưới 1,5 lần. Số dư tiền mặt cuối năm cũng gần 830 tỷ đồng, chiếm 36% TSNH, giúp chỉ số thanh toán tiền mặt cũng khá cao ở mức 0,6 lần cải thiện hơn một chút so với năm 2012.

- Hiệu suất sử dụng tài sản cũng gia tăng đáng kể khi chu kỳ kinh doanh giảm còn 43 ngày từ mức 49 ngày của năm 2011 do cải thiện khả năng quản lý vốn lưu động mà cụ thể là quản lý hàng tồn kho (vòng quay HTK tăng từ 10,6 lần lên 13,2 lần) nhờ tăng hiệu quả vận hành của các quy trình hoạt động. Dự kiến sang năm 2013, KDC tiếp tục cải thiện khả năng quản lý vốn lưu động nhưng tập trung vào phải thu và phải trả.

- Hệ số Nợ/TTS của KDC giảm mạnh so với năm trước, hiện chỉ là 27% thấp tương đối so với các DN cùng ngành như HHC, BBC lần lượt khoảng 38,5% và 24,6%. Tổng vốn vay giảm từ 997 tỷ đồng xuống còn 582 tỷ đồng. Mục tiêu dài hạn của KDC là duy trì tỷ lệ nợ ở mức hợp lý (50%), tuy nhiên thay đổi cơ cấu thời hạn theo hướng tăng thời gian đáo hạn bình quân của các khoản vay để giảm mức độ phụ thuộc vào thị trường vốn vay ngắn hạn và gia tăng độ ổn định của cấu trúc vốn.

Quy hoạch lại hệ thống thương hiệu

Năm 2012, KDC tập trung toàn bộ nguồn lực cho lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là ngành thực phẩm, trong đó đặc biệt chú trọng công tác tái định vị các nhãn sản phẩm chính, bao gồm quy hoạch và sáp nhập một số sản phẩm theo các nhãn hàng chủ lực, tập trung nâng cao mức độ nhận diện thương hiệu.

STT	Nhóm hàng chính	Nhãn hàng
1	Nhóm sản phẩm snacking	Bánh ngọt Cosy, bánh mặn AFC, bánh quy Korento, bánh bông lan Solite, bánh gạo Sachi
2	Nhóm sản phẩm thực phẩm đóng gói	Bánh mì Kinh Đô
3	Nhóm sản phẩm biếu tặng dịp lễ hội	Bánh trung thu Kinh Đô
4	Nhóm sản phẩm từ sữa:	Kem Celano, kem Merino, sữa chua Welyo, váng sữa Wel Cream, sữa tiệt trùng Wel Gow...

(Nguồn: Báo cáo thường niên 2012, KDC)

Ngoài ra KDC tiếp tục đầu tư xây dựng hệ thống phân phối và chuỗi cung ứng. Hệ thống phân phối của KDC hiện đã tăng lên hơn 161.000 điểm bán lẻ phân phối thực phẩm (+8%) và 30.000 kênh phân phối lạnh và đã xuất khẩu đến hơn 30 nước trên thế giới. Chúng tôi cho rằng KDC đang có bước đi phù hợp nhằm khai thác thế mạnh của tập đoàn này chính là kênh phân phối và hệ thống bán lẻ so với các đối thủ cạnh tranh trong ngành.

Kế hoạch năm 2013

KDC đặt kế hoạch tăng trưởng khá cao, bao gồm 5.200 tỷ đồng DTT (+22%) và 600 tỷ đồng LNTT (+23%).

- Năm 2013, KDC tập trung vào giai đoạn 4 của quá trình chuyển đổi là "Tăng trưởng có lợi nhuận". Kế hoạch tăng trưởng đặt ra khá cao, bao gồm 5.200 tỷ đồng DTT (+22%) và 600 tỷ đồng LNTT (+23%). Cổ tức dự kiến 20%/mệnh giá, bằng tiền tương đương năm 2012.

+ Về sản phẩm: KDC tiếp tục thực hiện chiến lược "Food and Flavor", mở rộng danh mục sản phẩm cả về chiều rộng và chiều sâu hướng đến các sản phẩm phục vụ nhu cầu thiết yếu của người tiêu dùng, khai thác và nâng cao hiệu quả của hệ thống phân phối. Dự kiến KDC mở rộng thêm các ngành hàng như kem và các sản phẩm sữa đối với đối tác chiến lược Glico. Đối với sản phẩm mỳ gói, KDC cũng sẽ triển khai trong thời gian gần nhất.

+ Về chiến lược M&A: Năm 2013, KDC tập trung vào cải thiện hiệu quả và tăng trưởng nội tại để chuẩn bị các bước căn bản cho chiến lược M&A trong năm 2014, khi hệ thống công ty trở nên ổn định hơn và đạt được quy mô cần thiết.

- Q1.2013, ước tính KDC đạt 807 tỷ đồng DTT (+14% y-o-y), và 48 tỷ đồng LNTT (+336% y-o-y), tương ứng với 15,4% KH Doanh thu và 8% KH lợi nhuận.

Do mục tiêu doanh thu năm 2013 là 5.200 tỷ đồng mới chỉ bao gồm ngành bánh kẹo, và nếu mở rộng ra các sản phẩm mì gói, nước chấm, dầu ăn doanh thu của KDC có thể đạt đến 6.000 tỷ đồng, khiến chúng tôi lạc quan hơn đối với khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của KDC trong năm nay.

Các nội dung khác

- Kế hoạch năm 2013, chia cổ tức 20% bằng tiền mặt, tương đương năm 2012.

- Phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 5:1, số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành thêm là 33.006.073. Nếu việc phát hành 1.105.704 cổ phiếu để sáp nhập Vinabico được tiến hành trước, số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành thêm có thể tăng thêm 221.140 cổ phiếu. Ngoài ra KDC cũng chào bán cổ phiếu ưu đãi cho HĐQT và BKS với tổng số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành 500.000 cổ phần; và cho cán bộ công nhân viên với tổng số 6 triệu cổ phần với giá phát hành 18.000 đồng/cp. Như vậy tổng số lượng cổ phiếu dự kiến niêm yết bổ sung khoảng 40,8 triệu cổ phiếu, tức tăng khoảng 23% so với số lượng đang niêm yết hiện hành. Trong năm 2012, KDC cũng đã có những đợt phát hành tương tự và tổng số lượng cổ phiếu niêm yết bổ sung là khoảng 33 triệu cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng với tiếp tục phát hành và niêm yết bổ sung trong năm 2013 không tác động quá nhiều đến khả năng pha loãng thu nhập cổ phiếu. EPS dự kiến tối thiểu khoảng 2.170 đồng sau khi bị pha loãng.

Quan điểm đầu tư

KDC là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh bánh kẹo của Việt Nam. Hiện nay công ty đang dần mở rộng phạm vi hoạt động sang lĩnh vực khác của ngành thực phẩm như mì gói, nước chấm dầu ăn nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng. Chúng tôi cho rằng cách làm này sẽ tận dụng được kênh phân phối vốn là lợi thế của KDC, song cũng tồn tại những thách thức không nhỏ khi các ngành hàng mới này cũng có các tên tuổi lớn đang chiếm lĩnh thị phần, mà một trong số đó phải kể đến MasanConsumer.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá kế hoạch lợi nhuận của KDC trong 2013 là tương đối khả thi. Ngoài ra, KDC có sức khỏe tài chính lành mạnh, nguồn tiền mặt dồi dào, hệ thống phân phối vận hành hiệu quả và bước đầu đạt được những thành công nhất định trong việc tái cơ cấu. Do đó, chúng tôi cho rằng KDC tiếp tục phù hợp để đầu tư trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, ở thời điểm hiện tại thì mức định giá của KDC đã khá cao (PE = 19x cao hơn so với trung bình ngành chỉ khoảng 17x), nên nhà đầu tư cần cân nhắc lựa chọn thời điểm đầu tư hợp lý.

**CAM KẾT**

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) nhằm cung cấp thông tin cập nhật kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank****198 Trần Quang Khải, Hà Nội****Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024****Fax: 84 - 4 - 39 360 262****<http://www.vCBS.com.vn>**

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Tòa nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812