

CÔNG TY CỔ PHẦN KINH ĐÔ (HSX: KDC)
Phạm Lê Duy Nhân

Chuyên viên phân tích

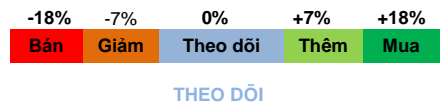
Email: nhanpld@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7593

 Giá hiện tại: **65.500**

 Giá mục tiêu: **N/A**

 Tăng/giảm: **N/A**

 Tỷ suất cổ tức: **3,05%**

Biến động giá KDC 08/2012 – 08/2014

Thông tin giao dịch

Giá hiện tại (đ/cp)	65.500
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	67.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	48.100
Số lượng CP niêm yết (CP)	167.628.270
Số lượng CP lưu hành (CP)	212.636.014
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	169.021
% sở hữu nước ngoài	34,02
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	2.141
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.860

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Kinh Đô
Địa chỉ	P. Đa Kao, quận 1, HCM
Doanh thu chính	Bánh Crackers, bánh mì công nghiệp, kem và bánh trung thu
Chi phí chính	Bột mỳ, đường, dầu ăn, sữa
Lợi thế cạnh tranh	Doanh nghiệp đầu ngành bánh kẹo, sản phẩm đa dạng
Rủi ro chính	Cạnh tranh; giá NVL; hàng giả và hàng kém phẩm chất

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
Công ty TNHH MTV PPK	8,19
Deutsche bank AG London	6,87
Công ty TNHH Đầu tư Kinh Đô	6,61
Trần Lê Nguyên	6,58
CTCP Đầu tư Trường Thịnh Phát	4,7
Công ty TNHH Tháp Láng Hạ	4,61
Công ty TNHH Đầu tư Bất động sản An Thịnh Lộc	4,61
Ezaki Glico Co.Ltd	3,67
Khác	54,16

Tóm tắt nội dung
Cập nhật KQKD 1H2014

Chỉ tiêu	1H2013 (tỷ)	1H2014 (tỷ)	%y-o-y	% KH	% doanh thu thuần 1H2013	% doanh thu thuần 1H2014
Doanh thu thuần	1.706,7	1.796,8	5,3%	34,9%	100%	100%
Lợi nhuận gộp	669,1	704,5	5,3%		39,2%	39,2%
Doanh thu tài chính	56,6	59,2	4,6%		3,3%	3,3%
Chi phí tài chính	35,4	18,6	-47,5%		2,1%	1,0%
Chi phí bán hàng	377,2	417,7	10,7%		22,1%	23,2%
Chi phí quản lý	169,7	194,3	14,5%		9,9%	10,8%
Lợi nhuận từ HĐKD	143,4	133,1	-7,2%		8,4%	7,4%
Lợi nhuận khác	-11,8	2,25	-119,1%		-0,7%	0,1%
Lợi nhuận TT	131,6	135,3	2,8%	20,5%	7,7%	7,5%
Chi phí thuế	55,4	42,4	-23,5%		3,2%	2,4%
Lợi nhuận thuần	76,1	92,9	22,1%		4,5%	5,2%

- Xét riêng 2Q2014**, doanh thu thuần đạt 1.003,8 tỷ đồng (+11,7% YoY). Đại diện doanh nghiệp đưa ra 03 lý do để giải thích cho sự tăng trưởng này: (1) Hiệu quả của việc đẩy mạnh hoạt động marketing cho những nhãn hiệu chủ lực (COSY, bánh mì tươi Kinh Đô); (2) Hệ thống DMS được hoàn thiện cung cấp khả năng quản lý đến từng nhà phân phối; (3) Thị trường miền Bắc (~40% tổng doanh thu), vốn có tiềm năng tăng trưởng nhiều hơn so với miền Nam, ước đạt mức tăng trưởng xấp xỉ 24% so với cùng kỳ.
- Doanh thu 1H2014** đạt 1.796,8 tỷ (+5,3% YoY), tốc độ tăng trưởng tương đối thấp này phản tiềm năng tăng trưởng không nhiều của thị trường bánh kẹo hiện tại. Thị phần chung của KDC ước khoảng 23%, là doanh nghiệp đứng đầu của thị trường nội địa và chiếm thị phần thống trị tại các ngành hàng như bánh Craker (56%), bánh trung thu (76%), bánh mì. Do đó, chúng tôi cho rằng có thể thị phần của KDC đã đạt đỉnh và việc mở rộng hơn nữa cũng như để đạt mức tăng trưởng cao hơn so với thị trường chung (~9-10%) sẽ khó khả thi. Trên thực tế, chi phí SG&A đã và đang chiếm tỷ trọng rất lớn trong cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp, việc hy sinh nhiều hơn nữa lợi nhuận để mở rộng thị phần chưa chắc đem lại những hiệu quả tích cực.
- Biên lãi gộp 1H2014** duy trì ở mức 39,2%, tương đương so với cùng kỳ năm trước. Chỉ số này được duy trì ở mức cao trong

Hệ thống quản lý phân phối DMS (Distribution Management System)

Hệ thống này giúp bộ máy bán hàng của KDC kết nối trên một phần mềm thống nhất, cơ sở dữ liệu tập trung, trực tuyến, tức thì và liên tục.

Nhân viên bán hàng, giám sát bán hàng của KDC sẽ được trang bị máy tính bảng có kết nối 3G, hệ thống định vị toàn cầu (GPS). Khi tiếp xúc với điểm bán, những thông tin liên quan về tình hình hàng hóa, tiền hàng, ... tại mỗi điểm bán sẽ được cập nhật ngay tại thời điểm nhân viên bán hàng có mặt. Kết hợp với bán đồ số, cán bộ giám sát bán hàng cũng có thể biết được vị trí, tuyến đường di chuyển và hoạt động thăm viếng điểm bán của toàn bộ nhân viên bán hàng.

Tiện ích:

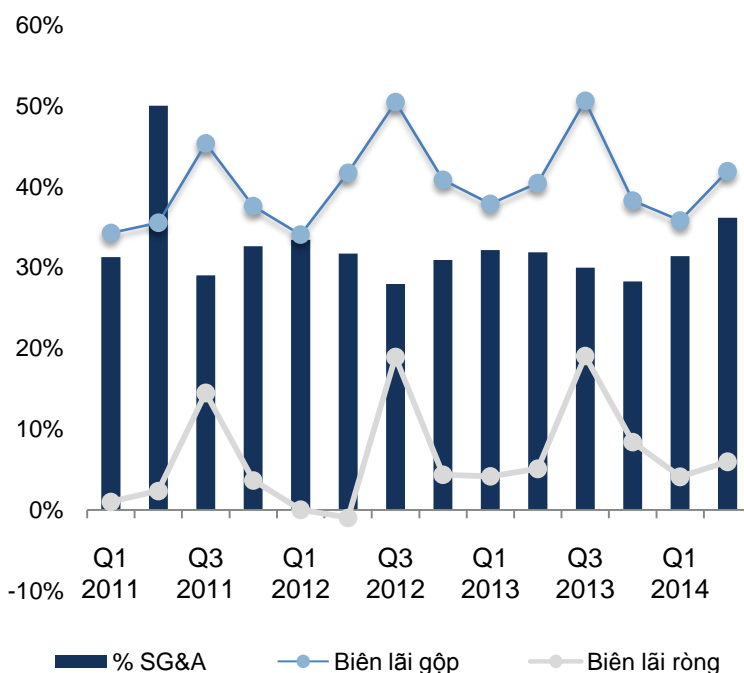
- Quản lý được hàng tồn kho, hàng hết date hay cận date
- Nắm bắt được nhu cầu thị trường
- Chuyển đổi hình thức từ bán sỉ sang bán lẻ
- Thuận tiện trong việc đổi hàng, trả hàng

Hệ thống này vừa mới được KDC hoàn thiện sau một thời gian dài phát triển. Tại các công ty hàng tiêu dùng lớn khác như Unilever hay Vinamilk (dưới tên gọi là ERP) cũng sử dụng hệ thống này để quản lý kênh phân phối.

điều kiện chi phí lao động tăng (~6-7% trên COGS) do tăng lương tối thiểu (~20-30%), được giải thích bởi những nguyên nhân sau: (1) Cắt giảm danh mục sản phẩm từ 500 SKU xuống còn 200 SKU, tập trung vào những SKU có đơn hàng lớn; (2) Từng bước phát triển các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp có biên lãi gộp cao; (3) Xu hướng giảm giá kéo dài của nguyên vật liệu chính như đường và bột mì.

- **Tỷ lệ chi phí SG&A trên doanh thu thuần của 1H2014** lên đến 34% trong kỳ so với mức 33% của năm trước. Điều này xuất phát từ việc đưa vào vận hành hoàn chỉnh hệ thống DMS, khai thác trụ sở văn phòng mới cùng với việc chi tiêu mạnh hơn cho hoạt động quảng cáo để phát triển 11 nhãn hàng còn lại sau khi đã cắt giảm gần 50% số lượng nhãn hàng.

Tỷ lệ các khoản mục trên doanh thu thuần



Nguồn: KDC

- **Lợi nhuận sau thuế 1H2014** đạt 92,9 tỷ đồng (+22,1% YoY), tương ứng EPS trailing 12 tháng chưa pha loãng ở mức 3.084 đồng/cp và P/E trailing tại thời điểm 20/08/2014 đạt 21x.

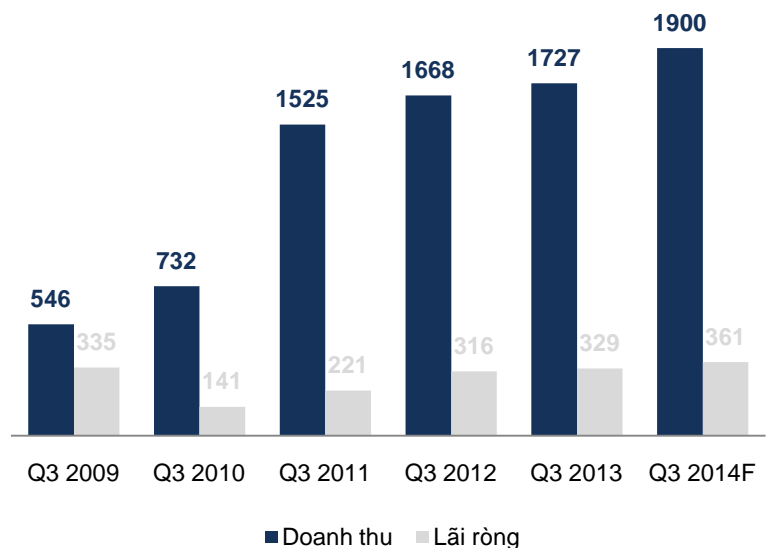
Dự báo KQKD 3Q2014 và cả năm 2014

- **Về triển vọng 3Q2014 (mùa trung thu):** thông qua 10.000 điểm bán hàng, 2.800 tấn bánh Trung thu sẽ được cung ra thị trường, tăng 15% so với cùng kỳ năm trước do kỳ vọng vào sức mua kéo dài kết hợp với kỳ nghỉ lễ 2/9. Tuy nhiên doanh nghiệp cũng không loại trừ rủi ro về mặt thời tiết sẽ khiến tiêu thụ bị gián đoạn. Mùa trung thu năm nay, dòng cao cấp Trăng Vàng được đẩy mạnh hơn (+25% YoY) trong khi dòng bình dân Kinh Đô dự kiến tăng 12%, sản lượng ước tính của 2 dòng này ước lần lượt là 1.077 tấn và 1.723 tấn. Do đó, chúng tôi dự báo biên

lãi gộp của bánh Trung Thu năm nay sẽ được cải thiện cao hơn so với năm trước giúp bù đắp cho chi phí SG&A đang trong xu hướng tăng. Doanh thu Q3 ước đạt **1.900 tỷ**, lợi nhuận thuần Q3 ước đạt **361 tỷ**.

Nhìn chung, mùa Trung thu năm nay khởi động sớm hơn năm trước. Không chỉ riêng KDC mà các doanh nghiệp bánh kẹo khác trong ngành cũng có cái nhìn khá lạc quan về sức tiêu thụ bánh Trung thu năm 2014. BBC dự kiến đưa ra thị trường 530 tấn sản phẩm, HHC tăng sản lượng 20% so với cùng kỳ năm ngoái trong khi Hữu Nghị cũng ước tăng khoảng 10%.

Doanh thu và lãi ròng quý III qua các năm



Nguồn: KDC, FPTSF

- Dự báo cả năm 2014:** doanh thu của KDC vẫn sẽ chỉ đến từ ngành hàng bánh kẹo do những ngành hàng mới dự kiến nhanh nhất phải đến cuối 2014 đầu 2015 mới được tung ra thị trường. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của KDC năm 2014 đạt **4.939 tỷ đồng** (+8.3% YoY), lợi nhuận sau thuế ước đạt **560 tỷ** (+13,5% YoY). Như vậy EPS sau pha loãng (*phát hành cho CĐCL và ESOP*) đạt mức **2.945 đồng/cp** tương đương với mức P/E forward là **22,7x**. Mức P/E tính toán từ hoạt động kinh doanh cốt lõi hiện tại của doanh nghiệp là khá cao so với mặt bằng chung của các cổ phiếu ngành hàng tiêu dùng.

Triển vọng ngành hàng mới

- Mì ăn liền**

Ngành hàng đầu tiên ra mắt thị trường sẽ là mì ăn liền, một sản phẩm hợp tác với Saigon Vewong (*nổi tiếng với thương hiệu A-One*). Theo hình thức OEM, KDC sẽ thuê Vewong sản xuất mì ăn liền mang thương hiệu của Kinh Đô, doanh nghiệp còn cho biết công suất sản xuất của Vewong còn đủ để cung ứng cho KDC trong vòng 3 năm tới. Sản phẩm hiện đã hoàn thiện và chờ ngày ra mắt thị trường, dự kiến khoảng cuối 2014 đầu 2015.

Trước mắt, KDC cho biết sẽ hợp tác với Vewong trong ít nhất 2-3 năm để thử nghiệm phản ứng của thị trường trước khi quyết định có đầu tư nhà máy sản xuất mì ăn liền hay không. Điều này giúp doanh nghiệp hạn chế được rủi ro tổn thất nếu sản phẩm của KDC đưa ra không được thị trường hưởng ứng. Tuy nhiên, việc thuê ngoài sản xuất này sẽ khiến cho biên lãi gộp của ngành hàng này sẽ rất thấp so với mức 25-30% của các doanh nghiệp trong ngành như Acecook Việt Nam hay Masan.

Doanh thu mục tiêu năm 2015 cho riêng ngành hàng mì ăn liền là 400 tỷ, doanh nghiệp cũng xác định sẽ khó có lãi nhiều trong 2 năm tới. Chúng tôi cho rằng chiến lược khi nhảy vào ngành hàng này sẽ là dựa vào tiềm lực và kênh phân phối mạnh để thâm nhập thị phần của các nhà sản xuất nhỏ trong thị trường như VIFON, Thiên Hương hay Colusa.

Thị trường mì ăn liền hiện tại có quy mô hơn 1 tỷ USD, bị chiếm lĩnh bởi Acecook Việt Nam (~51,5%), Masan (~16,5%) và Asia Foods (~9,3%).

- **Dầu ăn và cà phê**

Dầu ăn sẽ là câu chuyện của hơn 2 năm nữa khi Vocarimex vẫn phải cần thời gian để tái cấu trúc doanh nghiệp sau IPO. Hơn nữa, hiện KDC chỉ mới nắm khoảng 24% sở hữu tại Vocarimex, với vị thế cổ đông thiểu số sẽ chưa thể can thiệp sâu vào hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp dầu ăn này. Do đó, chúng tôi nhận thấy khoảng đầu tư vào Vocarimex hiện mang tính chất của một khoản đầu tư tài chính. Mục tiêu dài hạn sẽ phải là cải thiện khả năng sinh lời tại Vocarimex vốn đang rất thấp.

Cà phê: KDC hiện sở hữu 60% tại PhinDeli nhưng doanh nghiệp chưa tiết lộ chiến lược hoàn chỉnh dành cho ngành hàng này.

Tái cấu trúc mô hình doanh nghiệp

Phương án tái cấu trúc được thông qua tại ĐHCĐ 30/06 vừa qua nhằm mục đích tách bạch các mảng hoạt động sản xuất của doanh nghiệp, cụ thể:

- (1) Chuyển giao hoàn toàn hoạt động kinh doanh bánh kẹo từ KDC và Kinh Đô Miền Bắc (NKD, công ty con của KDC) sang một công ty con khác là Kinh Đô Bình Dương (BKD).
- (2) BKD sẽ phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ để nhận chuyển giao toàn bộ tài sản, lợi ích, các quyền và nghĩa vụ khác liên quan của KDC và giá trị khoản đầu tư trong NKD.

Như vậy sau tái cấu trúc thì BKD sẽ tập trung phát triển mảng kinh doanh bánh kẹo trong khi KDC tiếp tục điều hành các mảng kinh doanh mới và các hoạt động kinh doanh khác. Trong khi KDC cho

rằng dư địa tăng trưởng cho mảng bánh kẹo không còn lớn, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp vẫn kỳ vọng vào tiềm năng mảng sản xuất kem của KIDO (một công ty con khác của KDC) qua 3 nhãn hàng Merino, Celano và Well Yo. Chúng tôi cũng cho rằng kênh phân phối vẫn sẽ thuộc tài sản của KDC chứ không chuyển giao cho BKD.

Khuyến nghị

Nếu chỉ đánh giá đơn thuần về hoạt động kinh doanh cốt lõi hay thậm chí cả triển vọng ngành hàng mới trong 1 hay 2 năm tới thì chúng tôi cho rằng mức P/E 22,7x là khá đắt cho KDC. Rõ ràng câu chuyện của KDC phải được xem xét trong một khung thời gian dài hơn và còn khá nhiều biến số. Tuy nhiên chúng tôi cũng không loại trừ những tác động (nếu có) chưa thể lượng hoá được trong thời gian sắp tới của doanh nghiệp này. Chúng tôi cho rằng khuyến nghị **THEO DÕI** là phù hợp đối với giá hiện tại của KDC.

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu KDC và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu KDC nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2-Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070/ 2717171
Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888