

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 6, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **51.400**

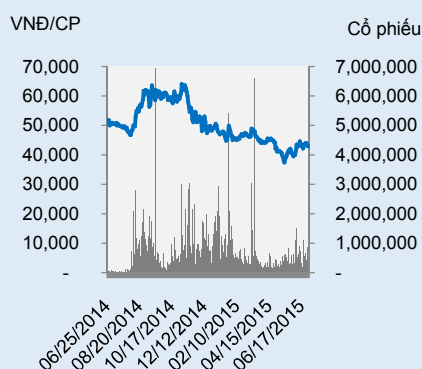
Giá thị trường (30/6/2015) 42.800

Lợi nhuận kỳ vọng 20,1%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	37.400-64.000 VNĐ/CP
Vốn hóa	10.065 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	235.161.141 CP
KLGD bình quân 10 ngày	553.010 CP
% sở hữu nước ngoài	35,29%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
KDC	-15,8%	8,6%	-2,7%	-12,3%
VN-Index	3,6%	4,4%	10,0%	11,2%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Hải Yến

(84 8) 3914 6888 ext 279

NguyenthilaiyenB@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Kinh Đô

Mã giao dịch: KDC

Reuters: KDC.HM

Bloomberg: KDC VN

Tham gia ngành hàng mới bù đắp thu nhập từ bánh kẹo.

Điểm nhấn đầu tư.

- **Doanh thu kế hoạch giảm mạnh, lợi nhuận tăng đột biến.** Năm 2015, KDC đã đặt kế hoạch doanh thu ở mức 3.000 tỷ và lợi nhuận trước thuế là 6.500 tỷ đồng, so với thực hiện năm 2014, doanh thu giảm 40% và lợi nhuận tăng cao hơn 9 lần.
- **KDC dự kiến có khoảng 9.658 tỷ sau khi chuyển giao 100% sở hữu Công ty Kinh Đô Bình Dương (KDBD) cho Mondelez.** Trong đó: (1) 4.620 tỷ đồng sẽ được sử dụng để chia cổ tức đặc biệt 200% cho cổ đông, sẽ thực hiện ngay khi nhận tiền từ chuyển giao 80% KDBD; (2) 3.223 tỷ được dùng làm nguồn vốn khi Công ty tìm kiếm được các cơ hội đầu tư mới; (3) phần còn lại 1.723 tỷ đồng dành cho các dự án hiện có của KDC trong các ngành hàng các sản phẩm từ sữa, mì gói – gia vị, dầu ăn,....
- **Sẽ thực hiện chia cổ tức 200% sau khi nhận tiền chuyển nhượng từ đối tác.** Hiện tại, Công ty cho biết đã hoàn thành xong thủ tục chuyển giao CTCP Kinh Đô Bình Dương và đang chờ cấp phép của nhà nước. Với nguồn tiền dồi dào từ hoạt động chuyển nhượng, KDC sẽ tiếp tục đầu tư vào hai ngành hàng mới là mì gói – gia vị và dầu ăn, đồng thời tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm của ngành hàng từ sữa hiện có của Công ty cũng như sẽ tìm kiếm thêm các cơ hội đầu tư khác.
- **So với kế hoạch của Công ty, dự báo của chúng tôi ước tính không chênh lệch nhiều về doanh thu tuy nhiên lợi nhuận sẽ cao hơn khoảng 9%.** Chúng tôi dự báo doanh thu của năm 2015 là 3.108 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 5.547 tỷ đồng trong đó 5.184 tỷ là lợi nhuận tài chính từ bán 80% KDBD.

Khuyến nghị

Với kinh nghiệm về quản lý, hệ thống phân phối sẵn có và nguồn lực tài chính tốt, KDC đang có nhiều lợi thế để triển khai những ngành hàng mới tuy nhiên Công ty sẽ phải mất tối thiểu 3 năm nữa để có thể trở về mức lợi nhuận tương đương với ngành bánh kẹo trước đây. Trong số các ngành hàng mới, chúng tôi đánh giá KDC sẽ sớm thành công trong lĩnh vực dầu ăn nhờ việc cải thiện hoạt động, tận dụng các lợi thế về kho bãi và sản xuất của Vocarimex cũng như có được nguồn nguyên liệu giá tốt thông qua liên doanh dầu ăn sắp tới với FGC và ITL. Trong ngắn hạn, hai năm 2015 và 2016 nguồn lợi nhuận từ bán công ty con tiếp tục đóng góp lớn vào lợi nhuận của KDC.

Tại mức kỳ vọng 51.400 đồng/cp chúng tôi chỉ tính đến phần lợi nhuận từ các mảng kinh doanh trong năm 2015 của KDC và lợi nhuận từ bán công ty con. Ngoài ra, các khoản đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu và các công ty liên kết (đáng chú ý là CTCP đầu tư Lavenue) cũng như phần tiền mặt còn khá lớn của Công ty vẫn chưa tính toán đến. Hiện tại, giá kỳ vọng chênh lệch khoảng 20% so với thị giá KDC, do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu KDC.

Một số chỉ số tài chính của KDC

Chỉ số tài chính		2012A	2013A	2014A	2015F
Doanh thu	Tỷ đồng	4.286	4.563	4.986	3.108
LNST	Tỷ đồng	354	502	546	5.547
LNST (loại trừ LN bất thường)	Tỷ đồng	354	502	546	363
EPS	VND	2.213	2.996	2.127	1.542
BV	VND	25.076	29.122	24.127	25.503
P/E	x	19,56	14,45	20,36	28,07
P/B	x	1,73	1,49	1,79	1,70

Báo cáo cập nhật Q2/2015
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	29,29%
Sở hữu khác	70,71%

CƠ ĐỒNG LỚN

KinhDo	10,11 %
Công ty TNHH một thành viên PPK	9,82 %
Công ty TNHH Đầu tư Kinh Đô	7,93 %
Trần Lệ Nguyên	7,89 %
Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch	7,02 %
Deutsche Bank AG, London Branch	5,52 %
Dempsey Hill Asia Master Fund	5,15 %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	4.247	4.286	4.561	4.953
Giá vốn	2.574	2.417	2.584	2.807
Lợi nhuận gộp	1.673	1.869	1.976	2.146
Doanh thu tài chính	127	133	113	144
Chi phí tài chính	181	190	74	26
Lợi nhuận sau thuế	274	354	494	536

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Tiền & khoản tương đương tiền	967	829	1.958	2.467
Các khoản phải thu ngắn hạn	725	882	860	784
Hàng tồn kho	398	317	304	334
Tài sản cố định hữu hình	1.454	1.452	1.371	1.613
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.256	1.271	1.272	1.480
Tổng tài sản	5.832	5.515	6.378	7.876
Nợ ngắn hạn	883	530	401	553
Nợ dài hạn	114	53	169	-
Vốn chủ sở hữu	3.838	4.010	4.882	6.187
Tổng nguồn vốn	5.832	5.515	6.378	7.876

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	119,6%	0,9%	6,4%	8,6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-47,9%	29,4%	39,5%	8,6%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	39,4%	43,6%	43,3%	43,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6,4%	8,3%	10,8%	10,8%
ROA (%)	5,0%	6,2%	8,3%	7,5%
ROE (%)	7,2%	9,0%	11,1%	9,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,34	0,27	0,23	0,20
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,51	0,37	0,31	0,26
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.289	2.213	2.946	2.090
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	32.109	25.076	29.122	24.105

Các nội dung chính từ ĐHCĐ KDC

Doanh thu kế hoạch giảm mạnh, lợi nhuận tăng đột biến. Năm 2015 là năm KDC có những thay đổi rất quan trọng trong chiến lược hoạt động của mình đó là việc thoái vốn khỏi ngành bánh kẹo và phát triển sang ngành hàng mới (mì gói, dầu ăn...). Sau những thay đổi này, doanh thu Công ty trong năm nay sẽ sụt giảm mạnh nhưng lợi nhuận từ hoạt động chuyển nhượng này lại giúp cho lợi nhuận Công ty tăng trưởng đột biến so với năm trước. Năm 2015, KDC đã đặt kế hoạch doanh thu ở mức 3.000 tỷ và lợi nhuận trước thuế là 6.500 tỷ đồng, so với thực hiện năm 2014, doanh thu giảm 40% và lợi nhuận tăng cao hơn 9 lần.

Sẽ thực hiện chia cổ tức 200% sau khi nhận tiền chuyển nhượng từ đối tác. Hiện tại, Công ty cho biết đã hoàn thành xong thủ tục chuyển giao CTCP Kinh Đô Bình Dương và đang chờ cấp phép của Nhà nước. Với nguồn tiền dồi dào từ hoạt động chuyển nhượng, KDC sẽ tiếp tục đầu tư vào hai ngành hàng mới là mì gói – gia vị và dầu ăn, đồng thời tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm của ngành hàng từ sữa hiện có của Công ty cũng như sẽ tìm kiếm thêm các cơ hội đầu tư khác.

KDC dự kiến có khoảng 9.658 tỷ sau khi chuyển giao 100% sở hữu Công ty Kinh Đô Bình Dương (KDBD) cho Mondelez. Trong đó: (1) 4.620 tỷ đồng sẽ được sử dụng để chia cổ tức đặc biệt 200% cho cổ đông, sẽ thực hiện ngay khi nhận tiền từ chuyển giao 80% KDBD; (2) 3.223 tỷ được dùng làm nguồn vốn khi Công ty tìm kiếm được các cơ hội đầu tư mới; (3) phần còn lại 1.723 tỷ đồng dành cho các dự án hiện có của KDC trong các ngành hàng các sản phẩm từ sữa, mì gói – gia vị, dầu ăn,....

Kế hoạch đầu tư vào từng ngành hàng.

- Nhóm sản phẩm từ sữa. Đây là ngành hàng trước đây mà KDC còn giữ lại, trong danh mục sản phẩm từ sữa tới thời điểm hiện nay Công ty đã có các sản phẩm như kem, sữa chua, sữa nước trong đó kem được coi là mặt hàng chủ lực. Đối với ngành hàng này, trong chiến lược phát triển sắp tới, ngoài việc mở rộng danh mục sản phẩm, KDC sẽ đầu tư 214 tỷ cho việc phát triển kênh phân phối lạnh, tiếp tục khai thác thế mạnh về sản phẩm kem.
- Nhóm sản phẩm mì gói – gia vị. Tính đến quý 2/1015, KDC đã có sản phẩm mì gói ở cả hai phân khúc phổ thông và trung cấp, trong nửa cuối năm 2015 sẽ có thêm sản phẩm hạt nêm. Tổng đầu tư phát triển nhóm sản phẩm này là 401 tỷ đồng trong đó đầu tư vào hệ thống phân phối là 101 tỷ và 300 tỷ đầu tư vào xây dựng nhà máy. Vừa qua, KDC đã ký kết hợp tác liên doanh cùng Saigon Vewong xây dựng nhà máy đặt tại KCN Việt Nam Singapo (VSIP) – Bắc Ninh, trong đó KDC góp 49%. Dự án diện tích 2,5 ha và chi phí đầu tư ban đầu lên đến 30 triệu USD (tương đương 600 tỷ VNĐ). Công suất ban đầu của nhà máy là 6 triệu thùng sản phẩm một năm và dự kiến đến năm 2017 nâng lên 12 triệu thùng.

- Nhóm sản phẩm dầu ăn: Sau khi tham gia vào ngành dầu ăn bằng việc mua cổ phần sở hữu tại Vocarimex – một doanh nghiệp lớn trong ngành dầu thực vật, KDC tiếp tục việc chào mua công khai nhằm nâng tỷ lệ sở hữu lên 51% với tổng đầu tư dự kiến cho việc mua cổ phần của Vocarimex là 700 tỷ. Bắt đầu từ tháng 6/2015, KDC đã cho ra thị trường sản phẩm dầu ăn mang thương hiệu “Đại Gia Đình – An Hảo” được sản xuất tại nhà máy của Vocarimex.

Ngoài ra, Công ty sẽ dùng thêm 210 tỷ đồng đầu tư vào hệ thống phát triển ngành dầu. Trong chiến lược phát triển mảng dầu ăn, KDC không chỉ tập trung tại khâu phân phối mà sẽ tham gia vào khâu thương mại nguyên liệu để đạt được hiệu quả hoạt động cao hơn trong ngành dầu. Công ty cũng đã tiến hành ký kết thành lập liên doanh với Tập đoàn Felda Global Ventures (FGV) của Malaysia và Tập đoàn Indo-Trans Logistics Corporation (ITL) để tập trung sản xuất và kinh doanh các sản phẩm dầu cọ đóng chai tại thị trường Việt Nam. Trong liên doanh này, KDC sẽ nắm giữ tỷ lệ sở hữu 45% và hai thành viên còn lại là 55%. Việc triển khai phân phối khi liên doanh được thành lập sẽ hướng vào việc cung cấp nguyên liệu trong các công ty trong ngành dầu, tiếp theo là kênh Horeca và trong giai đoạn kế tiếp sẽ là phân phối đến người tiêu dùng.

KDC đặt mục tiêu sẽ quay về mức doanh thu và lợi nhuận như trước khi chuyển giao mảng bán kẹo trong vòng 2 đến 3 năm tới. Với việc triển khai vào các ngành hàng mới, ban lãnh đạo Công ty tự tin có thể quay về mức doanh thu 5.000 tỷ trong 2 năm tới và lợi nhuận ở mức 600 tỷ trong vòng 3 năm tới.

Cổ tức 2015 ở mức 14%. Công ty dự kiến sẽ chia cổ tức cho năm 2015 ở mức 14% bằng tiền mặt. Năm 2014, KDC quyết định chia cổ tức 20% tiền mặt trong đó đã chia 10%, do đó còn lại 10% sẽ được chia trong năm 2015.

Tiếp tục mua cổ phiếu quỹ lên tối đa 30% số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Tính đến thời điểm hiện tại Công ty đã mua 21,4 triệu cổ phiếu quỹ với giá mua bình quân ước tính 53.669 đồng/cp. Số lượng cổ phiếu tối đa mà KDC sẽ còn mua là 55,5 triệu cổ phiếu sẽ được thực hiện mua sau khi Công ty chia cổ tức đặc biệt 200%. Mức giá tối đa dự kiến mua là 50.000 đồng/cp, tương ứng với giá sau khi chốt quyền chia cổ tức 200% khoảng 30.000 đồng/cp, như vậy KDC dự kiến sẽ chi tối đa là 1.665 tỷ lấy từ nguồn thặng dư vốn cổ phần.

Dự báo 2015 - 2016

So với kế hoạch của Công ty, dự báo của chúng tôi ước tính không chênh lệch nhiều về doanh thu tuy nhiên lợi nhuận sẽ cao hơn khoảng 9%. Chúng tôi dự báo doanh thu của năm 2015 là 3.108 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 5.547 tỷ đồng trong đó 5.184 tỷ là lợi nhuận tài chính từ bán 80% KDBD. Doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh theo dự báo của chúng tôi sẽ đến từ các nguồn:

(1) Kinh doanh bánh kẹo trong nửa đầu năm 2015. Nửa cuối năm KDC sẽ nhận khoảng 20% lợi nhuận từ kinh doanh bánh kẹo.

(2) Doanh thu từ kem sữa chua. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mặt hàng kem trong năm nay sẽ đạt khoảng trên 919 tỷ đồng, đây là đóng góp chính cho lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trong cả năm 2015

(3) Doanh thu từ mì gói và dầu ăn. Mặc dù Công ty khá hạn chế trong việc công bố doanh thu từ mặt hàng này tuy nhiên chúng tôi đánh giá KDC có thể chiếm khoảng 2% thị phần cho năm 2015. Doanh thu từ dầu ăn và gia vị sẽ có đóng góp từ nửa cuối năm. Các sản phẩm mới này dự kiến sẽ chưa có lợi nhuận do chi phí cho hoạt động bán hàng còn khá lớn.

Kể từ năm 2016, chúng tôi cho rằng doanh thu từ mì gói và dầu ăn sẽ có đóng góp tích cực hơn vào doanh thu của KDC. Tổng doanh thu từ 3 nhóm sản phẩm sữa, mì gói và dầu ăn có thể đạt 2.050 tỷ đồng cho năm 2016. Ngoài ra, sau khi KDC nâng tỷ lệ sở hữu tại Vocarimex lên 51% có thể sẽ hợp nhất thêm doanh thu từ công ty này, doanh thu của KDC khi đó sẽ lên mức trên 6.700 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế dự báo khoảng 1.726 tỷ đồng, trong đó có 1.296 tỷ đồng từ việc chuyển giao 20% còn lại của KDBD.

Khuyến nghị đầu tư

	Giá trị (VNĐ/CP)
Giá trị hoạt động kinh doanh chính (EPS 2015 = 1.542 vnd/cp, PE = 15,49x)	23.892
Chuyển nhượng KDBD	27.560
Giá mục tiêu	51.452
Giá thị trường (30/6/2015)	42.800

Với kinh nghiệm về quản lý, hệ thống phân phối sẵn có và nguồn lực tài chính tốt, KDC đang có nhiều lợi thế để triển khai những ngành hàng mới tuy nhiên Công ty sẽ phải mất tối thiểu 3 năm nữa để có thể trở về mức lợi nhuận tương đương với ngành bánh kẹo trước đây. Trong số các ngành hàng mới, chúng tôi đánh giá KDC sẽ sớm thành công trong lĩnh vực dầu ăn nhờ việc cải thiện hoạt động, tận dụng các lợi thế về kho bãi và sản xuất của Vocarimex cũng như có được nguồn nguyên liệu giá tốt thông qua liên doanh dầu ăn sắp tới với FGC và ITL. Trong ngắn hạn, hai năm 2015 và 2016 nguồn lợi nhuận từ bán công ty con tiếp tục đóng góp lớn vào lợi nhuận của KDC.

Tại mức giá kỳ vọng 51.400 đồng/cp chúng tôi chỉ tính đến phần lợi nhuận từ các mảng kinh doanh trong năm 2015 của KDC và lợi nhuận từ bán công ty con. Ngoài ra, các khoản đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu và các công ty liên kết (đáng chú ý là CTCP đầu tư Lavenue) cũng như phần tiền mặt còn khá lớn của Công ty vẫn chưa tính toán đến. Hiện tại, giá kỳ vọng chênh lệch khoảng 20% so với thị giá KDC, do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu KDC.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999