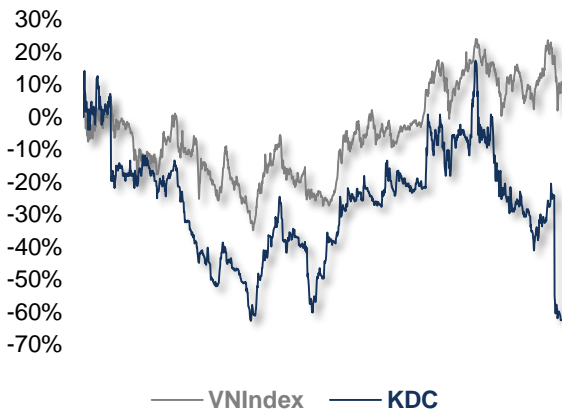


CTCP Tập Đoàn KIDO (HOSE: KDC)

Dương Đức Tâm Chuyên viên phân tích Email: tamdd@fpts.com.vn Tel: (84) 906.258.321 - Ext : 7595	Giá hiện tại	23,700	-18%	-7%	0%	+7%	+18%
	Giá mục tiêu	20,700	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tỷ suất sinh lời	-14.5%	GIẢM				
	Tỷ suất cổ tức	N/A					

Biến động giá KDC và VN-Index

TÓM TẮT NỘI DUNG

Chúng tôi dự phóng cả năm doanh thu của KDC sẽ đạt **3,096 tỷ đồng**, vượt 3.2% kế hoạch, giảm 37.49% so với 2014. LNST sẽ đạt **361.6 tỷ đồng** (đã loại trừ lợi nhuận bất thường), thấp hơn 32.6% so với mức thực hiện năm 2014. Theo đó EPS dự kiến 2015 là **1,536 đồng/cp**. Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu KDC theo phương pháp so sánh P/E, giá mục tiêu của KDC là **20,700 đồng/cp, thấp hơn 14.5%** so mức giá thị trường ngày 16/09 (23,700 đồng/ cp). Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **GIẢM** đối với cổ phiếu này.

▪ **Kết quả kinh doanh:** doanh thu thuần trong Quý 2 của KDC đạt 1,124 tỷ đồng (+12%YoY) do sản lượng tiêu thụ tăng. Lũy kế trong 6 tháng đầu năm, doanh thu thuần của KIDO đạt 2,226.33 tỷ **(+19.3% YoY)**. Lợi nhuận sau thuế Quý 2 tăng đột biến, đạt 5,122.63 tỷ **(+8,417.8%YoY)** và lũy kế 6 tháng đạt 5,125.23 tỷ **(+5,381.7%YoY)**. Kết quả này đến từ việc tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của nhóm sản phẩm kem, các sản phẩm từ sữa và sự đóng góp của các sản phẩm mới tung ra thị trường trong năm nay như mì ăn liền, dầu ăn. KIDO cũng đã ghi nhận doanh thu tài chính từ thương vụ chuyển nhượng 80% cổ phần BKD làm lợi nhuận ròng tăng trưởng đáng kể. Biên lãi gộp Quý 2 giảm còn 39.5%, con số này cùng kỳ năm trước là 41.9%. Nguyên nhân là do lợi nhuận gộp của các sản phẩm mới thấp hơn mức trung bình của KIDO (GPM của mì gói 10-12%, mì gói 19-20% trong khi GPM trung bình của KIDO 3 năm qua đạt 43.32%)

▪ **Chuyển nhượng mảng bánh kẹo:** ngày 15/07, KIDO đã chính thức hoàn thành việc chuyển nhượng mảng bánh kẹo cho nhà đầu tư nước ngoài Mondelez International với 80% cổ phần BKD. Số tiền từ việc chuyển nhượng này đã được KIDO trích ra 4,620 tỷ chi trả cổ tức đặc biệt với tỷ lệ 200% và phần còn lại sẽ được đầu tư vào các sản phẩm mới trong ngành hàng thiết yếu.

▪ **Tính hình chi trả cổ tức:** ĐHCĐ thường niên 2014 đã thông qua kế hoạch chi trả cổ tức thường niên cho năm 2014 với tỷ lệ 20% bằng tiền mặt (được chia đều làm 2 đợt) và chi trả cổ tức đặc biệt với tỷ lệ 200%. Ngày giao dịch không hưởng quyền của đợt 1 là ngày 04/05/2015 (KIDO chưa công bố kế hoạch chi trả cổ tức đợt 2) và của cổ tức đặc biệt là ngày 11/08/2015.

▪ **Tình hình triển khai các mảng kinh doanh hiện tại:** sau khi chuyển nhượng mảng bánh kẹo, KIDO sẽ tập trung phát triển mảng thực phẩm thiết yếu với 4 mảng kinh doanh chính là: Kem và sản phẩm từ sữa, Mì ăn liền, Dầu ăn và chuối KIDO's Bakery. 6 tháng đầu năm đã đánh dấu những bước chân đầu

Thông tin giao dịch		09/09/2015	
Giá hiện tại		23,900	
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)		65,500	
Giá thấp nhấp 52 tuần (đ/cp)		23,000	
Số lượng CP niêm yết (cp)		256,653,397	
Số lượng CP lưu hành (cp)		235,161,141	
KL khớp lệnh 10 phiên (cp)		631,879	
% giới hạn sở hữu nước ngoài		49%	
Vốn điều lệ (tỷ đồng)		189.8	
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		10,065	
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	KH2015	2014	6T2015
Doanh thu thuần	3,000	4,952	1,745
LNTT	6,500	663	6,582
LNTT/Doanh thu	216.7%	13.4%	377.2%
EPS (đồng/cp)	n.a	2,307	1,536
P/E	n.a	8.55	n.a
Danh sách cổ đông		Tỷ lệ(%)	
CT TNHH BĐS An Thịnh Lộc		4.53	
CTCP Đồng Tâm		2.42	
Deutsche Bank AG LonDon		5.07	
CT TNHH Đầu Tư Vinh Linh		2.74	
CTCP Đầu tư Trường Thịnh Phát		4.81	
CT TNHH Kim Gia Hân		3.06	
Ban Điều hành		0.31	

tiền của KIDO trong lĩnh vực này với các sản phẩm như Mì Đại Gia Đình, Dầu Ăn Đại Gia Đình. KIDO đã sử dụng chiến lược liên doanh theo hình thức OEM đối với những doanh nghiệp trong ngành mới để thâm nhập thị trường Mì ăn liền và Dầu ăn.

Định giá theo phương pháp P/E

Kết quả định giá theo phương pháp PE

Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	ROE	P/E trailing	P/E điều chỉnh
Royal Group Co-A	China	28,392.9	4,103.5	6.5	69.2	52.62
Dalian Tianbao-A	China	13,700.4	5,853.0	7.9	28.3	20.1
Gan Shmuel Food	Israel	5,837.5	5,475.9	10.9	8.3	6.4
Cakovecki Mlinov	Croatia	1,571.9	4,085.5	6.8	13.8	13.1
Delica Foods Co.	Japan	1,399.3	5,763.2	8.1	14.4	10.5
Pickles Corp	Japan	1,208.3	5,582.4	8.2	9.6	6.8
Yee Lee Corp	Malaysia	1,464.7	4,744.7	7.3	12.1	8.6
Livestock Imrpov	New Zealand	1,791.5	4,061.0	6.4	8.3	6.2
Pesquera Exalmar	Peru	2,316.9	4,966.8	6.3	7.3	5.5
Hanil Feed Co.Ltd	Korea	691.3	5,071.5	7.2	9.3	7.2
Bình quân theo doanh thu						13.1
KDC	Việt Nam	10,065.0	4,952.7	7.4	21.6	

Nguồn: Bloomberg, FPTs

Phương pháp	EPS 2015F	PE	Giá mục tiêu
PE	1,536	13.xx	20,700

Xét các Công ty cùng ngành Thực phẩm niêm yết trên thế giới, sau khi điều chỉnh P/E dựa trên rủi ro thị trường ở các quốc gia của Công ty được xét so với KDC. Chúng tôi ước tính EPS 2015F đạt **1,536 đồng/ cp**. Theo đó, mức giá mục tiêu của KDC theo phương pháp so sánh P/E vào khoảng **20,700 đồng/cp, thấp hơn 14.5%** so với mức giá đóng cửa ngày 16/09 là **23,700 đồng/ cp**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **GIẢM** đối với cổ phiếu này.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro biến động giá nguyên liệu chính: đặc điểm của ngành hàng tiêu dùng nhanh là nguyên vật liệu thường chiếm tỷ trọng lớn trong giá vốn hàng bán (Đối với mảng Dầu ăn là 80%, đối với mảng Kem và sản phẩm từ sữa khoảng 70%, đối với mảng Mì ăn liền khoảng 75%). Đối với KIDO, tỷ trọng nguyên vật liệu trên giá vốn hàng bán dao động từ 70-75% tùy theo từng sản phẩm nên sự biến động giá cả các mặt hàng cơ bản (đường, sữa, trứng, v.v...) có tác động rất lớn đến lợi nhuận. Thêm vào đó, đặc thù của ngành thực phẩm ở Việt Nam là do sản phẩm rất đa dạng nên mức độ trung thành của khách hàng cũng không cao; nên quyền thương lượng giá bán của KIDO là rất thấp.

Rủi ro từ hình thức liên kết OEM: trong thời gian đầu chuyển giao ngành hàng, KIDO chủ yếu sử dụng hình thức liên kết với các doanh nghiệp khác trong ngành theo hình thức OEM. Tuy hình thức này mang lại lợi thế về vốn đầu tư máy móc ban đầu và kỹ thuật sản xuất, nhưng cũng sẽ làm giảm lợi nhuận của KIDO xuống thấp hơn mức trung bình ngành do phải trả thêm chi phí thuê ngoài.

Rủi ro cạnh tranh: ngoại trừ mảng Kem và sản phẩm từ sữa KIDO có vị trí vững chắc trên thị trường, thì các mảng kinh doanh còn lại đều mới mẻ với KIDO và có mức cạnh tranh gay gắt khi phải đối đầu với các đối thủ có tiềm lực mạnh như Acecook Việt Nam, Masan Consumer, Lam Soon Việt Nam, Vinamilk, Dầu Cái Lân. Trong thời gian xây dựng những ngành hàng mới này, KIDO sẽ phải đầu tư rất nhiều cho chi phí bán hàng, định vị thương hiệu.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2015

Chỉ tiêu	Đơn vị	Quý 2			6 tháng đầu năm			Kế hoạch
		2014	2015	%YoY	2014	2015	%YoY	
Doanh thu	Tỷ đồng	1,003.82	1,124.35	+12.0%	1,858.92	2,226.33	+19.1%	3,000
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	420.69	444.05	+5.6%	704.72	840.73	+19.3%	-
Doanh thu TC	Tỷ đồng	36.86	6,583.09	+17,759.7%	59.04	6,613.64	+195.4%	-
LNTT	Tỷ đồng	84.28	6,535.10	+7,653.9%	135.27	6,582.47	+196.7%	6500
LNST	Tỷ đồng	60.14	5,122.63	+8,417.8%	94.99	5,152.23	+5,381.7%	-
Biên lãi ròng	%	6	455.6	-	5.2	240.7	-	-

Nguồn: BCTC KDC

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu thuần trong Quý 2 của KDC tăng trưởng 12%YoY, đạt mức 1,124 tỷ đồng. Lũy kế trong 6 tháng đầu năm, doanh thu thuần của KIDO đạt 2,226.33 tỷ, tăng 19.3% YoY. Kết quả này đến từ việc tăng trưởng doanh thu của nhóm sản phẩm kem và các sản phẩm từ sữa (tăng trưởng 30% YoY) và phần đóng góp của các sản phẩm mì ăn liền và dầu ăn mới được tung ra thị trường.

Lợi nhuận gộp Quý 2 đạt 444.05 tỷ, tăng 5.6%YoY nhờ sự tăng trưởng của nhóm sản phẩm kem và các sản phẩm mới. Tuy nhiên, biên lãi gộp giảm còn 39.5% so với mức 41.9% của cùng kỳ năm ngoái. Nguyên nhân do lợi nhuận gộp của các sản phẩm mới không cao, thậm chí thấp hơn mức lợi nhuận gộp trung bình trong 3 năm qua của KIDO. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp đối với mảng Dầu ăn khoảng 10-12% và mảng Mì gói khoảng 18-20% trong khi mức lợi nhuận gộp trung bình trong 3 năm của KIDO đạt 43.32%.

Lợi nhuận sau thuế Quý 2 tăng đột biến do ghi nhận doanh thu tài chính từ thương vụ chuyển nhượng 80% cổ phần BKD, đạt 5,122.63 tỷ và lũy kế 6 tháng đạt 5,125.23 tỷ.

Như vậy, kết thúc Quý 2, KIDO đã hoàn thành được 74.21% kế hoạch doanh thu và 101.27% kế hoạch lợi nhuận trước thuế.

TÌNH HÌNH CHI TRẢ CỔ TỨC

Theo kết quả của ĐHCĐ thường niên 2014, KIDO sẽ chi trả cổ tức thường niên cho năm 2014 với tỷ lệ 20% bằng tiền mặt, được chia đều làm 2 đợt và cổ tức đặc biệt 200%. Như vậy trong đợt 1 KDC đã chi hơn chi trả hơn 235 tỷ đồng, ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 04/05/2015. Đối với cổ tức đặc biệt, KIDO đã chi 4,620 tỷ, ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 11/08. Như vậy trong năm 2015 KDC chi trả cổ tức tổng cộng là 220%, bao gồm cổ tức đặc biệt 200% và cổ tức 2014 là 20%

CHUYỂN NHƯỢNG MẢNG BÁNH KẸO CHO MONDELEZ INTERNATIONAL

Để dễ dàng cho việc chuyển nhượng mảng bánh kẹo, tại ĐHCĐ ngày 30/06/2014, KIDO đã thông qua kế hoạch tái cấu trúc doanh nghiệp nhằm tách bạch các mảng hoạt động sản xuất của doanh nghiệp. Theo đó, KIDO chuyển giao hoàn toàn hoạt động mảng bánh kẹo từ 2 công ty con CTCP Vinabico và Công ty TNHH MTV Kinh Đô Miền Bắc (NKD) sang một công ty con khác là Kinh Đô Bình Dương (BKD). Như vậy, sau khi tái cấu trúc thì BKD sẽ tập trung phát triển mảng kinh doanh bánh kẹo trong khi KDC tiếp tục phát triển ngành hàng thiết yếu bao gồm các sản phẩm: kem, sữa chua, mì ăn liền, gia vị, dầu ăn...

Đến ngày 15/07 vừa qua, KIDO đã chính thức hoàn thành việc chuyển nhượng mảng bánh kẹo cho nhà đầu tư nước ngoài

Giới thiệu Tập đoàn Mondelez International

Mondelez International, Inc tiền thân là Công ty Thực phẩm Kraft Foods, là một trong những công ty thực phẩm lớn nhất thế giới với doanh thu trong năm 2014 đạt trên 30 tỷ USD. Tập đoàn này dẫn đầu thị phần toàn cầu về bánh quy, chocolate, kẹo và đồ uống cũng như vị trí số 2 về kẹo cao su và cà phê (Theo Euromonitor).

Theo bảng xếp hạng 2,000 công ty lớn nhất thế giới của Forbes (Global 2000), Mondelez International đứng thứ 148 trong danh sách với khoản vốn hóa thị trường là 59.23 tỷ USD.

Các thương hiệu nổi tiếng của Mondelez International có thể kể đến như: bánh quy Oreo, Cadbury, Cadbury Dairy Milk và Milka chocolate, Jacobs, LU, Nabisco, Tang, Trident.

Mondelez International với 80% cổ phần BKD, tương đương . Dự kiến sau khi chuyển giao 100% sở hữu BKD, KIDO sẽ có khoảng 9,685 tỷ đồng. Số tiền từ việc chuyển nhượng này sẽ được KIDO phân bổ như sau

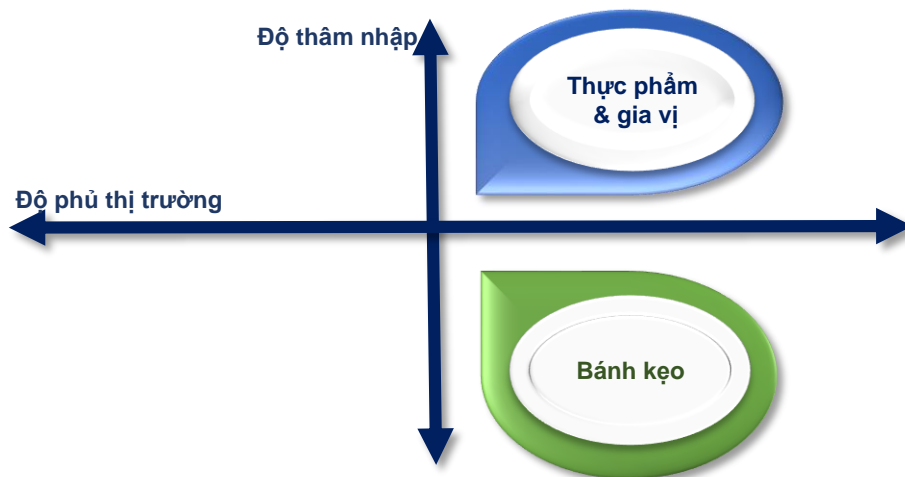
- (1) 4,620 tỷ đồng được sử dụng để chia cổ tức đặc biệt 200% cho cổ đông. Ngày giao dịch không hưởng quyền là 11/08/2015.
- (2) Khoảng 1,500 tỷ tiền thuế từ thương vụ chuyển nhượng. (KIDO cho biết mức thuế là 20% tính trên phần lợi nhuận chuyển nhượng vốn)
- (3) 250-300 tỷ đầu tư cho nhà máy kem Miền bắc (NKD)
- (4) Khoảng 401 tỷ đầu tư cho mảng Mì ăn liền. Trong đó 101 tỷ đầu tư cho hệ thống phân phối và 300 tỷ đầu tư cho Nhà máy Mì ăn liền VSIP ở Bắc Ninh (tương đương 49% tổng vốn đầu tư)
- (5) Hơn 800 tỷ đầu tư cho mảng mới là Dầu ăn. Trong đó 330 tỷ đầu tư vào Vocarimex, tương với tỷ lệ sở hữu 24%.
- (6) 2,000 tỷ còn lại dùng làm nguồn vốn khi KIDO tìm kiếm được các cơ hội đầu tư mới.

Kết thúc chuyển nhượng, Kinh Đô Bình Dương sẽ được đổi tên thành Mondelez Kinh Đô và Tập đoàn KIDO cũng không còn được quyền sử dụng thương hiệu Kinh Đô nữa. Về mặt hạch toán tài chính, trong 6 tháng cuối năm trở đi, KIDO sẽ ghi nhận 20% lợi nhuận từ BKD.

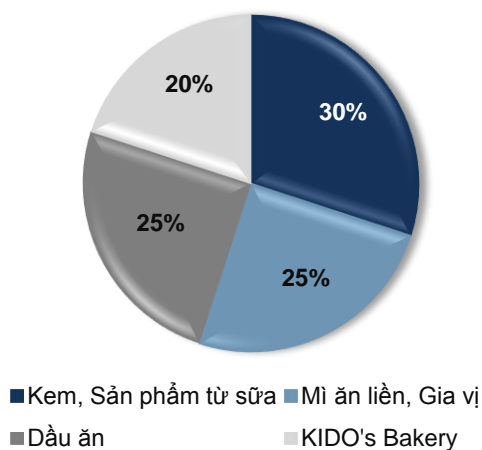
Tăng trưởng ngành bánh kẹo thấp hơn kì vọng là nguyên nhân chuyển nhượng mảng bánh kẹo của KIDO.

Trong những năm gần đây, ngành bánh kẹo đã đi vào giai đoạn bão hòa, mức độ tăng trưởng không còn kỳ vọng như trước. Theo báo cáo của BMI về ngành thực phẩm và đồ uống Việt Nam năm 2014 cho biết, ngành bánh kẹo tăng trưởng so với năm 2013 là 10.65%, đạt 27 nghìn tỷ đồng (trong đó KIDO đã chiếm 30%). Thấp hơn so với mức 11.44% năm 2012 và 22.2% của năm 2011. Tốc độ tăng trưởng doanh số của ngành bánh kẹo trong giai đoạn 2010 – 2014 ước đạt 8-10% trong khi con số này trong giai đoạn 2006 – 2010 là 35%. BMI dự báo CAGR đến năm 2018 là 7.9%. Như vậy mức tăng trưởng hàng năm của KIDO đã được xem là cao nhưng được biết vẫn chưa đáp ứng kỳ vọng của ban lãnh đạo cũng như các cổ đông.

Vi vậy, một chiến lược đã được đưa ra là tập trung vào các lĩnh vực có mức tăng trưởng cao và nhiều dư địa thị trường hơn. KDC tiếp tục theo đuổi chiến lược Food & Flavor, thay vì chịu giới hạn của tính mùa vụ và quy mô thị trường nhỏ của mảng bánh kẹo. Lĩnh vực thực phẩm thiết yếu mà KIDO đang nhắm tới có dung lượng tới 192,000 tỷ đồng trong năm, gấp 8 lần so với mảng bánh kẹo (Theo Nielsen). Do đó, việc chuyển giao ngành hàng bánh kẹo cho đối tác quốc tế sẽ tạo thêm nguồn lực cho việc thâm nhập vào mảng Thực phẩm và Gia vị - mảng có thị trường năng động và rộng lớn hơn.

Vị trí ngành hàng


Nguồn: Báo cáo thường niên

Mục tiêu Cơ cấu doanh thu


Nguồn: KDC, FPTS tổng hợp

TÌNH HÌNH TRIỂN KHAI CÁC NGÀNH HÀNG MỚI

Trước đây, danh mục các sản phẩm của KDC chỉ phục vụ người tiêu dùng vào các bữa ăn sáng, ăn nhẹ/ lúc uống trà và tráng miệng, tập trung vào phân khúc khách hàng từ 20 đến 45 tuổi, chính tính chất này đã làm giới hạn cơ hội tăng trưởng cũng như làm giảm tốc độ phát triển của công ty. Do đó, mục tiêu sắp tới của KDC là đa dạng hóa danh mục sản phẩm, phục vụ cho mọi đối tượng người tiêu dùng từ thành thị đến nông thôn vào tất cả các thời điểm trong ngày. Cùng với mục đích cải thiện ảnh hưởng tính chất mùa vụ và quy mô thị trường của mảng Bánh Kẹo, KDC đã mở rộng chiến lược sản phẩm của mình sang mảng Thực phẩm và Gia vị. Cụ thể, hiện tại KIDO đang tập trung phát triển các mảng: Kem và sản phẩm từ sữa, Mì ăn liền và gia vị, Dầu ăn và Chuối KIDO's Bakery. Cơ cấu doanh thu mà KIDO muốn hướng tới trong 3 năm tiếp theo sẽ là 25% từ Mì ăn liền, 20% từ chuối KIDO's Bakery, 30% từ Kem và sản phẩm từ sữa, phần còn lại từ mảng Dầu ăn.



1. Mảng Kem và các sản phẩm từ sữa



Kem Celano, Kem Merino, Sữa chua Well Yo

KIDO hiện đang sở hữu 3 thương hiệu chính là Merino, Celano và Well Yo với các chủng loại sản phẩm bao gồm kem hộp, kem hũ, kem que và sữa chua ăn. Năm 2014, mảng kem của KIDO tiếp tục giữ vị trí dẫn đầu trong thị trường kem Việt Nam với thị phần 36%, theo sau là Vinamilk và Kem Thủy Tạ (Theo Euromonitor).

Bắt đầu từ Quý 3/2015, sau khi đã chuyển nhượng mảng bánh kẹo, thì mảng kem và các sản phẩm từ sữa sẽ trở thành sản phẩm mang lại nguồn doanh thu lớn nhất cho KIDO, chiếm khoảng 80% tổng doanh thu. Tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm của mảng kem khoảng 30%/ năm trong hơn 5 năm qua. Ước tính trong năm 2015, doanh thu từ mảng kem và sản phẩm từ sữa đạt 1,100 tỷ đồng (Theo KIDO), và với mức lợi nhuận gộp khá cao 55% (chỉ sau Lợi nhuận gộp của mảng bánh trung thu là 58%) thì mảng kem đóng góp đáng kể cho lợi nhuận của Tập đoàn KIDO. Trong chiến lược sắp tới, KDC sẽ đầu tư 214 tỷ cho việc phát triển kênh phân phối lạnh, tiếp tục khai thác thể mạnh về sản phẩm kem.

KIDO sở hữu 1 nhà máy sản xuất kem (thuộc Công ty TNHH MTV KIDO, 100% sở hữu của KIDO) tại Khu công nghiệp Tây Bắc Củ Chi với tổng diện tích 23.728 m². Tổng vốn đầu tư cho nhà máy này là 20 triệu USD với công suất thiết kế 9 triệu lít/ năm. Đây là nhà máy hiện đại nhất ở khu vực Đông Nam Á, được thiết kế theo tiêu chuẩn Châu Âu, ISO 22000 : 2005.

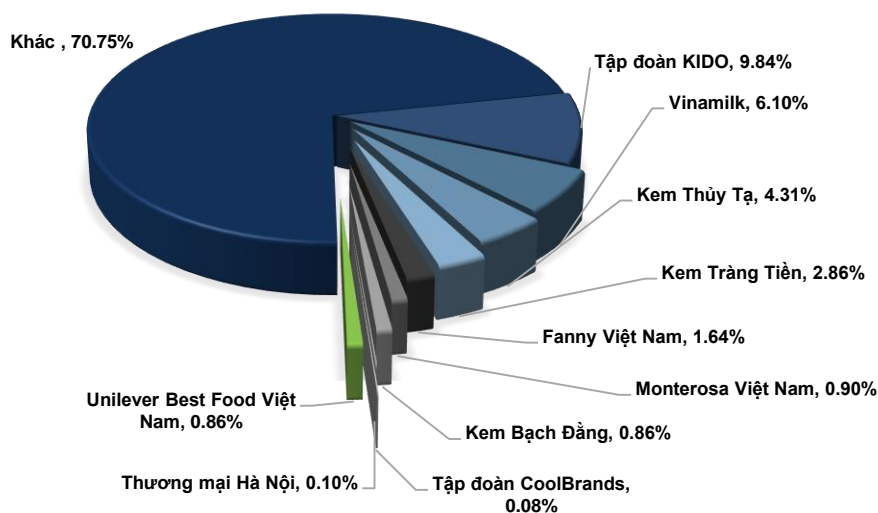
Thị trường Kem và sản phẩm từ sữa: Kem ngoại đầu tư ồ ạt vào Việt Nam

Sau khi thương hiệu kem Mỹ nổi tiếng là Buds gia nhập vào Việt Nam thì những thương hiệu khác trên thế giới như: Baskin-Robbins, Snowee, Swensens, Hagen-Dazs, Fanny, Dairy Queen... đều lần lượt có mặt tại Việt Nam. Các thương hiệu này nhanh chóng bành trướng địa bàn ở các thành phố lớn như Đà Nẵng, Hà Nội, TP.HCM, Cần Thơ, Nha Trang, Vũng Tàu. Cụ thể, Baskin

Robbins đã có 23 cửa hàng sau 3 năm, Kem Buds có 8 chi nhánh, 6 cửa hàng franchise và 7 kios. Fanny có 4 cửa hàng ở TP.HCM và 1 cửa hàng ở Hà Nội. Những thương hiệu ngoại này chủ yếu tập trung vào phân khúc trung và cao cấp.

Tuy nhiên, thị trường ngành kem Việt Nam rất đa dạng và rõ ràng từng phân khúc sản phẩm. Vinamilk chỉ chuyên sản xuất kem thổ có thể mạnh ở phân khúc bán lẻ. KIDO với kem que có thể mạnh ở thị trường trung cấp với hơn 30,000 điểm phân phối. Fanny với dòng sản phẩm cao cấp cho phân khúc Horeca (Hotel, Restaurant, Catering). Sự phân ngách sản phẩm này tạo ra thế mạnh riêng, không gian riêng cho từng doanh nghiệp, do đó, hệ quả từ việc các thương hiệu kem ngoại tràn vào Việt Nam tới thời điểm hiện nay vẫn chưa rõ ràng khi mà các vị trí dẫn đầu vẫn thuộc về sản phẩm nội. Nhưng về lâu dài, khi lối sống ngày càng Tây hóa và thu nhập người dân tăng cao, chúng tôi cho rằng rất nhiều khả năng cơ cấu khách hàng sẽ chuyển dịch từ phổ thông sang trung, cao cấp; đây sẽ là một bất lợi đối với các doanh nghiệp Việt Nam.

THỊ PHẦN CÁC DOANH NGHIỆP MÀNG KEM, 2014



Nguồn: BMI

2. Màng Mì ăn liền

Mì ăn liền là sản phẩm đầu tiên trong chiến lược ngành hàng thiết yếu được tung ra thị trường. Vẫn như những sản phẩm truyền thống trước đây, KIDO tập trung vào phân khúc khách hàng phổ thông với mức giá từ 3,500-6,000 đồng/ gói. Ngày 22/11/2014, sản phẩm Mì ăn liền Đại Gia Đình lần đầu tiên ra mắt người tiêu dùng tại 53/64 tỉnh, thành; 86,000 điểm bán hàng; chiếm 40% các điểm bán hàng toàn ngành mì gói...Tuy nhiên, KIDO cho biết đợt ra mắt này chủ yếu để dò xét phản ứng của thị trường. Vào tháng 08/2015 vừa qua, KIDO đã tiếp tục tung ra đợt sản phẩm thứ hai với nhiều hương vị hơn, nhiều lựa chọn hơn cho khách hàng.

Với việc tập trung vào phân khúc phổ thông, KIDO sẽ phải trực tiếp cạnh tranh với các ông lớn trong ngành như Acecook ở dòng sản phẩm mì Hảo Hảo, Masan với Sagami, Asia Food với Gấu Đỏ và

**Mì ăn liền Đại gia đình với 5 hương vị:
Tôm hải sản chua cay, Bò Saté hành,
Lẩu canh chua cá, Lẩu riêu cua và Thịt
bằm hành phi**



Miliket của Colusa. Tuy nhiên, KIDO đã khéo léo sử dụng điểm mạnh, điểm yếu của mình khi liên kết về mặt sản xuất với một doanh nghiệp kinh nghiệm 25 năm trong mảng Mì ăn liền là Saigon Vewong – doanh nghiệp 100% vốn Đài Loan, chiếm 2-5% thị phần mì gói nội địa (xếp thứ 5), nổi tiếng với thương hiệu Mì A-One và Kung fu.

Theo đó, Saigon Vewong sẽ phụ trách phần sản xuất cho KIDO theo hình thức OEM. Chúng tôi cho rằng việc liên kết này đã mang lại cho KIDO lợi thế về công nghệ, chi phí đầu tư sản xuất, nhà xưởng cũng như về chất lượng sản phẩm; bù đắp được những điểm yếu về mặt sản xuất cho một tân binh như KIDO. Sau đó, KIDO, với điểm mạnh là hệ thống phân phối rất rộng rãi (300 nhà phân phối, 200,000 điểm bán lẻ) và kinh nghiệm quảng bá sản phẩm trong ngành FMCG, sẽ đưa sản phẩm dễ dàng đến gần khách hàng hơn.

Để đẩy mạnh hơn công suất thiết kế, ngày 12/05/2015, KIDO cùng Saigon Vewong xây dựng thêm Nhà máy sản xuất Mì ăn liền (và sắp tới là bột nêm) tại Khu Công nghiệp VSIP Bắc Ninh. Vốn đầu tư lên đến 30 triệu USD, tỷ lệ sở hữu thống nhất ở mức KIDO là 49% và Saigon Ve Wong là 51%. Công suất ban đầu của nhà máy là 6 triệu thùng sản phẩm một năm và dự kiến đến năm 2014 nâng lên 12 triệu thùng. Hình thức liên doanh vẫn giữ như cũ (hình thức OEM) khi xây dựng xong nhà máy.

Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi việc liên kết này sẽ khiến cho biên lãi gộp mảng mì ăn liền của KIDO thấp hơn so với mức 25-30% của các doanh nghiệp trong ngành như Acecook hay Masan. Mặt khác, Saigon Vewong vẫn phải chật vật để giữ vị thế của mình trên thị trường, nên KIDO sẽ còn phải mất rất nhiều thời gian và vốn để đầu tư cho quảng cáo và định vị thương hiệu cho sản phẩm của mình. KIDO đặt ra mục tiêu doanh thu mảng mì ăn liền cho năm 2015 là 400 tỷ và cũng xác định rằng khó có lãi nhiều trong 2 năm tới vì KIDO sẽ dành ngân sách khá lớn để tập trung cho chiến dịch truyền thông trong thời gian đầu.

Thị trường Mì ăn liền: cạnh tranh khốc liệt

Việt Nam là một trong những thị trường tiêu thụ mì gói lớn nhất thế giới. Theo Hiệp hội Mì ăn liền Thế giới (WINA), Việt Nam là thị trường tiêu thụ mì gói lớn thứ 4 thế giới, chỉ đứng sau Trung Quốc (bao gồm Hồng Kông), Indonesia và Nhật Bản với tổng lượng tiêu thụ hơn 5.2 tỷ gói vào năm 2013.

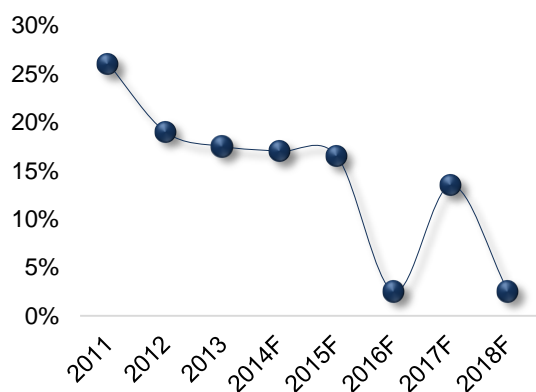
Đáng chú ý, trong giai đoạn từ năm 2009 – 2012, mức tiêu thụ mì ăn liền của người Việt liên tục tăng trưởng nóng với mức tăng trung bình hơn 20%/ năm, từ mức 4.3 tỷ gói năm 2009 đến 5.06 tỷ gói năm 2012. Đến năm 2013, mức tăng này chỉ còn 15% và theo dự báo của BMI thì đến năm 2018, sản lượng tiêu thụ vẫn sẽ trên đà tăng chậm lại.

Đây cũng là thị trường rất cạnh tranh khi mà 80% thị phần mì ăn liền Việt Nam đang nằm trong tay các ông lớn nước ngoài:

1

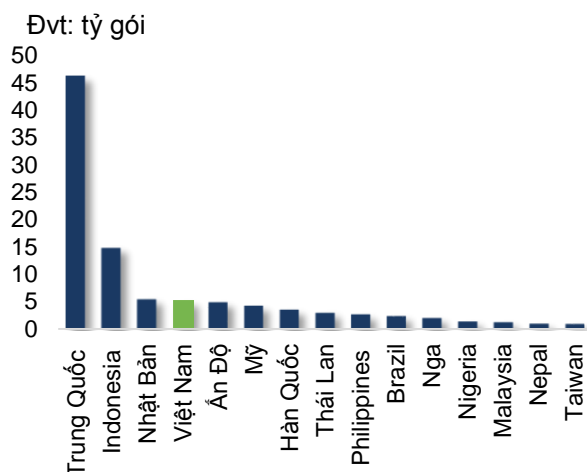
Dẫn đầu là doanh nghiệp 100% vốn từ Nhật Bản – Vina Acecook với 51.5% thị phần. Các nhãn hiệu của hãng này chủ yếu nhắm vào tất cả các phân khúc phổ thông, trung

Tăng trưởng tiêu thụ Mì gói tại Việt Nam



Nguồn: WINA

Tiêu thụ Mì gói theo Quốc gia 2013



Nguồn: BMI

cấp và trung cấp với các sản phẩm như Vina Acecook, Đệ Nhất và Hào Hảo 100.

2

Theo sau đó là Masan Consumer với 16% thị phần. Sản phẩm của hãng nằm nhắm đến phân khúc cao cấp và phổ thông như Omachi (cao cấp), Kokomi (phổ thông).

3

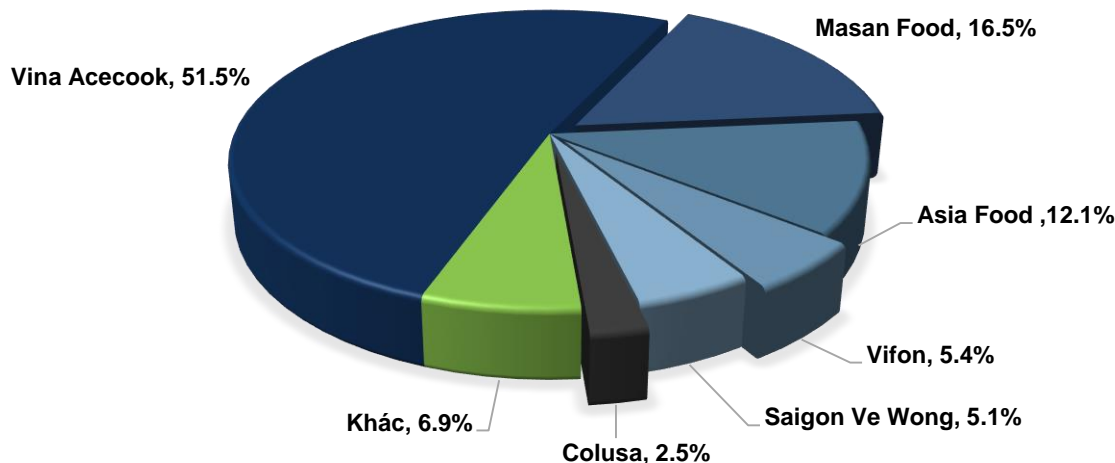
Doanh nghiệp đứng thứ 3 là Asia Food với 12.1% thị phần. Doanh nghiệp này định vị thương hiệu thông qua các hoạt động đóng góp xã hội như chương trình mỗi gói mì Gấu Đỏ bán ra sẽ đóng góp 10 đồng vào quỹ trẻ em nghèo.

(Theo số liệu của Euromitor năm 2013)

Sự tăng trưởng tập trung ở khu vực nông thôn.

Thị trường mì ăn liền ở các khu vực đô thị đang chững lại trong khi lại tăng mạnh ở thị trường nông thôn và khu vực ngoại ô. Theo KantarWorld Panel, mảng Mì ăn liền năm 2013 ở 4 thành phố tăng trưởng giá trị đạt 13% và tăng trưởng khối lượng đạt 12% trong khi ở nông thôn tăng trưởng giá trị là 15% và tăng trưởng khối lượng là 12%. Ước tính, lượng tiêu thụ ở khu vực nông thôn hiện chiếm đến 60% toàn thị trường. Chúng tôi cho rằng đây cũng là lí do chính để KIDO tập trung vào phân khúc phổ thông.

THỊ PHẦN MÌ GÓI TẠI VIỆT NAM 2013

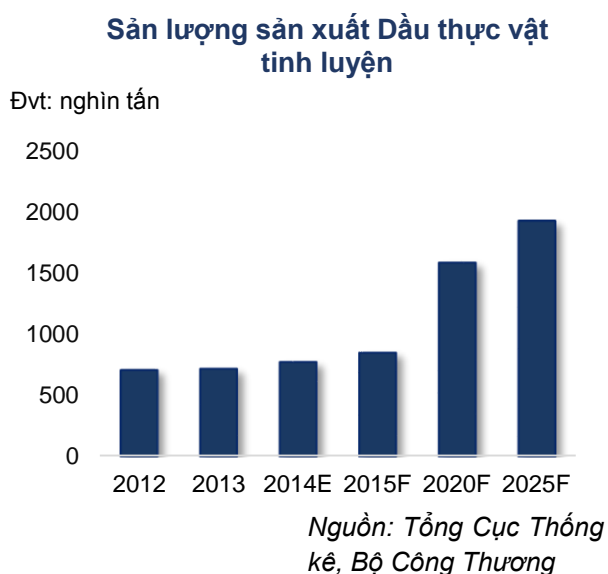
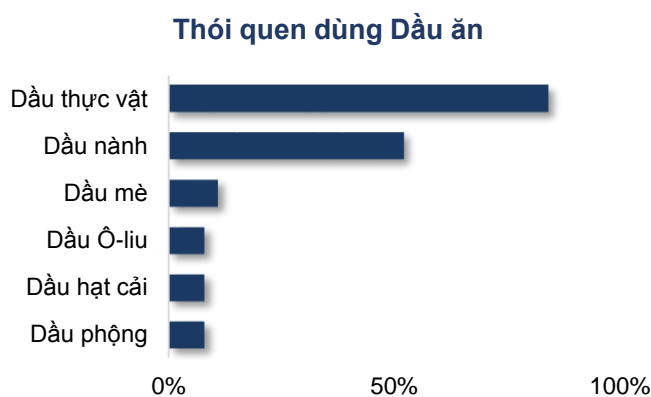


Nguồn: Euromonitor, 2013

3. Mảng Dầu ăn

KIDO đã bắt đầu mảng Dầu ăn (tập trung vào Dầu Thực Vật) bằng việc mua 24% cổ phần (tương đương 330 tỷ đồng) tại Vocarimex trong đợt IPO vào tháng 07/2014 (tương đương 330 tỷ đồng). Vocarimex hiện đang dẫn đầu thị trường dầu ăn nội địa với thị phần gần 80% (Theo Euromonitor). Bắt đầu từ tháng 06/2015, KIDO đã ra mắt sản phẩm đầu tiên trong mảng này với tên gọi “Đại Gia Đình - An Hảo”. Để thâm nhập vào mảng Dầu ăn, KIDO vẫn sử dụng hình thức liên doanh OEM như đối với mảng Mì ăn liền với

Một cuộc khảo sát về thói quen sử dụng dầu ăn trong nấu nướng, thực hiện cuối tháng 07/2014 của Công ty Nghiên cứu thị trường Epinion, lấy mẫu là 1,311 người cho ra kết quả như sau: Dầu thực vật đang được người tiêu dùng ưa thích hơn (84%), tiếp theo là Dầu nành (52%), sau đó là Dầu mè (11%), Dầu ôliu, đậu phộng, dầu hạt cải (8%).



Vocarimex, Golden Hope Nhà Bè. Bên cạnh đó, KIDO còn dự định liên doanh với Felda Global Ventures Malaysia, Tập đoàn chuyên sản xuất dầu cọ với thị phần lớn thứ 3 toàn cầu (theo FGV), và Indotrans Logistic (ITL). Cụ thể tình hình liên kết như sau:

Đối với khâu nguyên vật liệu: hiện nay, KIDO đang nhập khẩu trực tiếp 100% dầu cọ và dầu nành thô từ FGV Malaysia (Felda Global Ventures). Sau đó ITL sẽ đảm nhận phần vận chuyển hàng hóa từ Malaysia đến Việt Nam. Ngày 22/06/2015, KIDO đã ký kết bản ghi nhớ thỏa thuận hợp tác với FGV và ITL để sản xuất và kinh doanh dầu cọ đóng chai tại Việt Nam. Dự kiến tỷ lệ góp vốn là KIDO 45%, FGV và ITL góp 55%. KIDO cho biết việc hợp tác này sẽ giúp giảm chi phí nguyên vật liệu chính (dầu cọ và dầu nành thô) xuống thêm 10-12%.

Cần phải chú ý thêm rằng đặc điểm mảng Dầu ăn là tỷ suất sinh lợi rất thấp do phải phụ thuộc nguyên vật liệu nước ngoài và chi phí bán hàng rất lớn để giữ được thị phần, nên việc kí kết này sẽ phần nào làm tăng tính cạnh tranh của KIDO trong mảng Dầu ăn.

Đối với khâu sản xuất: KIDO liên doanh sản xuất theo hình thức OEM với Vocarimex và Golden Hope. Như vậy, tất cả quy trình trong khâu sản xuất sẽ được thực hiện tại nhà máy của Vocarimex và Golden Hope. Cuối năm 2014, Vocarimex đạt công suất thiết kế 1.1 triệu tấn/ năm.

KIDO cũng cho biết công ty chưa có dự định cho việc xây dựng nhà máy, nên thời gian sắp tới chiến lược của KIDO vẫn sẽ sử dụng những hạ tầng sẵn có từ các doanh nghiệp liên doanh. Do đó, KIDO có kế hoạch mua thêm 27% cổ phần của Vocarimex để nâng mức sở hữu lên 51%, như vậy KIDO có thể sẽ chi thêm 370 tỷ cho thương vụ này.

Khâu phân phối sản phẩm: đối với mảng Dầu ăn, hiện nay KIDO chủ yếu phân phối sản phẩm ở những kênh phân phối phổ thông như các tiệm tạp hóa, các chợ và một số lượng rất ít ở các kênh phân phối cao cấp như Siêu thị Co.op Mart, Lotte.

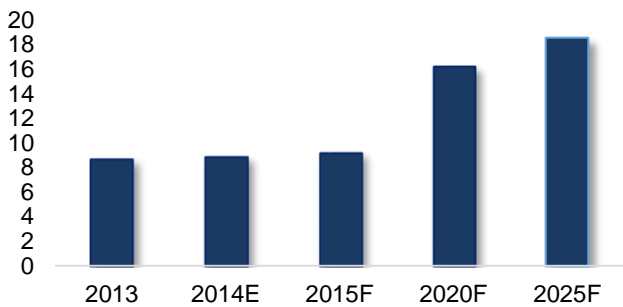
Ngành Dầu ăn ở Việt Nam

Tình hình sản xuất: năm 2014 Việt Nam sản xuất kỷ lục 738,400 tấn dầu thực vật tinh luyện các loại, tăng 0,6% so với năm trước đó (733,400 tấn). Sản lượng dầu tinh luyện dự báo sẽ tăng 10% lên 812.000 tấn năm 2015 và 893.000 tấn năm 2016 bởi các nhà máy luyện dầu tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng tăng sản xuất dầu nành thô trong nước, và các nhà sản xuất dầu trong nước được giảm thuế nhập khẩu từ Malaysia và Indonesia xuống 4% trong giai đoạn tháng 05/ 2014 - 05/ 2015 là 4%, sẽ được giảm xuống 3% trong giai đoạn tháng 05-06/ 2015.

Tình hình tiêu thụ - dự địa tăng trưởng vẫn còn: theo Tổ chức Y tế Thế giới (WHO), để đảm bảo sức khỏe thì mức tiêu thụ dầu ăn bình quân là 13 - 14 kg/ người/ năm. Tuy nhiên, ở Việt Nam con số này năm 2014 chỉ mới đạt khoảng 8.9 kg/ người/ năm. Ước tính trong năm 2015, khối lượng tiêu thụ dầu thực vật trên đầu người tại

Mức tiêu thụ Dầu thực vật trên đầu người

Đvt: kg/ người



Nguồn: Tổng Cục Thống kê, Bộ Công Thương

Việt Nam sẽ tăng ở mức 9.2 kg/ người/ năm, 16 kg/ người/ năm vào năm 2020 và 18.5 kg/ người/ năm vào năm 2025 (Số liệu dự đoán của Bộ Công Thương)

Thị trường Dầu ăn cạnh tranh khốc liệt: theo thống kê của Bộ Công Thương, hiện nay trên thị trường có khoảng 40 doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh dầu ăn và có rất nhiều lựa chọn cho khách hàng. Chúng tôi nhận định rằng doanh nghiệp ngoài việc cạnh tranh về giá nguyên liệu đầu vào, thì việc cạnh tranh về chi phí cho marketing, cạnh tranh về giá bán trong giai đoạn này cũng vô cùng gay gắt để giữ được thị phần. Vì càng nhiều sản phẩm có thể thay thế nhau thì độ co giãn cầu theo giá càng cao, chỉ một sự biến động nhẹ về giá bán cũng đã làm thay đổi hành vi tiêu dùng.

Thời gian bảo hộ ngành Dầu ăn hết hiệu lực vào tháng 05/2017.

Từ năm 2013, mức thuế nhập khẩu dầu thực vật thô và dầu tinh luyện từ các nước ký kết ATIGA (ASEAN) giảm xuống 0%. Tháng 8 năm 2013, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 5987/QĐ-BCT về việc áp dụng biện pháp tự vệ chính thức trong nhập khẩu đối với mặt hàng dầu nành và dầu cọ tinh luyện nhập khẩu từ các nước có trong danh sách. Biện pháp tự vệ bao gồm việc áp dụng thuế nhập khẩu bổ sung với các sản phẩm dầu cọ hoặc dầu nành tinh luyện nhập khẩu từ một số nước quy định là 5% trong năm đầu tiên, bắt đầu có hiệu lực từ ngày 07 tháng 07 năm 2013, sau đó sẽ giảm dần trong các năm tiếp theo mỗi năm 1% cho đến khi hết hiệu lực vào ngày 06 tháng 5 năm 2017. Biện pháp tự vệ áp dụng đối với các nước xuất khẩu dầu cọ tinh luyện trong khu vực ASEAN (Malaysia và Indonesia) và các nước xuất khẩu dầu nành tinh luyện là Argentina, Hoa Kỳ và Brazil.

4. Chuỗi KIDO's Bakery

Sau thương vụ chuyển nhượng mảng bánh kẹo, KDC vẫn giữ lại chuỗi các cửa hàng bán lẻ KIDO's Bakery bao gồm khoảng 40 cửa hàng. KIDO cho biết hiện nay công ty đang trong giai đoạn bắt đầu xây dựng lại chuỗi này với nhóm sản phẩm chính như sau:

- **Các loại bánh ngọt, bánh kem, bánh Baguette, Bugar và Croissant.** Đây là mảng bánh do KIDO sản xuất, với nguyên vật liệu sử dụng 100% nội địa. Khác phân khúc bánh mà Kinh Đô sản xuất trước đây có thể lưu trữ lâu như Biscuit, Cake, Sandwich, Bánh Trung Thu v.v..., **KIDO chỉ tập trung sản xuất những loại bánh sử dụng ngay trong ngày.**

- **Kem và sản phẩm từ sữa của KIDO:** các loại Kem Celano, Merino, sữa chua đá Well-yo cũng được phân phối ở các cửa hàng bán lẻ này. Đây cũng là các sản phẩm do KIDO tự sản xuất và KIDO's Bakery đóng vai trò phân phối trong chuỗi giá trị của sản phẩm này.

- **Bánh kẹo từ các thương hiệu khác, chủ yếu là Kinh Đô:** KIDO's Bakery vẫn là kênh phân phối bán lẻ cho các sản phẩm bánh kẹo của Kinh Đô như: bánh trung thu Kinh Đô, Bánh mì, Bánh bông lan, Cosy, AFC, v.v... Cần chú ý rằng **KIDO không sản xuất**

các loại bánh này, mà chỉ đóng vai trò là nhà bán lẻ và sẽ nhận được hoa hồng từ phía Kinh Đô (Mondelez Kinh Đô)

Là doanh nghiệp có thế mạnh về hệ thống phân phối và có kinh nghiệm trong mảng bánh kẹo, chúng tôi cho rằng sau khi xây dựng xong chuỗi bán lẻ này, thì đây sẽ là 1 trong những cánh tay chủ lực cho các sản phẩm của KIDO. Tuy nhiên, trong thời gian đầu xây dựng thì kênh phân phối này vẫn chưa đóng góp nhiều trong cơ cấu doanh thu của KIDO.

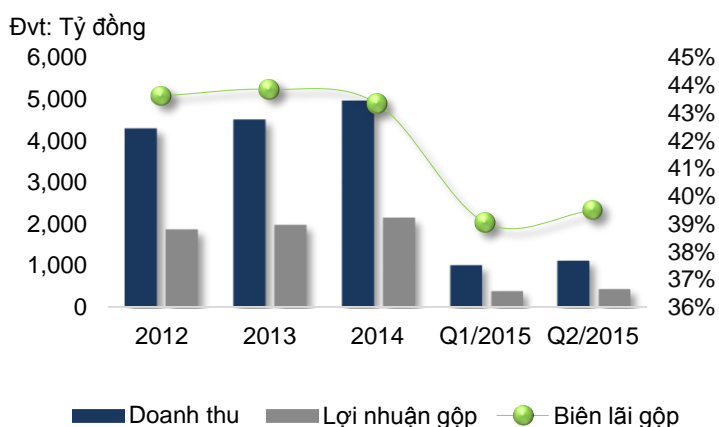
HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ NGOÀI NGÀNH

Hiện tại phí KIDO cho biết vẫn chưa có dự định cụ thể nào trong lĩnh vực bất động sản, do đó 1,250 tỷ đồng đầu tư vào các công ty liên kết trong lĩnh vực này vẫn đang bị động. Đặc biệt là dự án Lavenue Crown có diện tích 4,921 m² tại đường Lê Duẩn, Quận 1 với tỷ lệ sở hữu của KIDO là 50% vốn cổ phần, tương đương 1,050 tỷ đồng, KIDO vẫn chưa có động thái nào về dự án này. KIDO cho biết công ty sẽ chỉ góp đất nếu tìm được đối tác triển khai tiếp tục dự án.

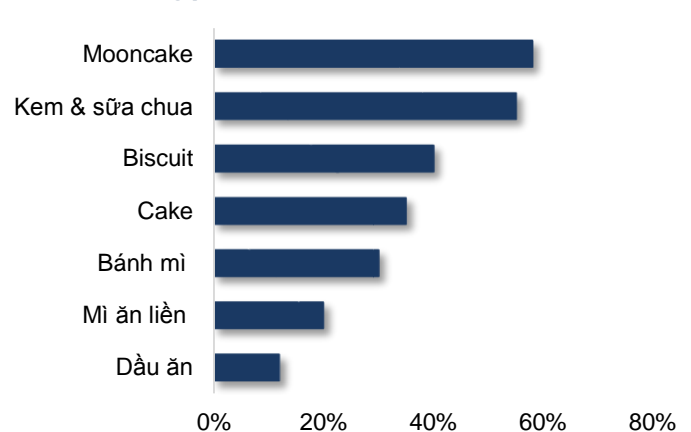
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Biên lãi gộp có xu hướng giảm mạnh. Kể từ Quý 4/2014 đến nay, biên lợi nhuận gộp của KIDO dao động quanh mức 39.53%, có xu hướng giảm dưới mức trung bình của công ty trong 3 năm qua là 43.32%. Nguyên nhân là do từ cuối năm 2014, KIDO bắt đầu triển khai sản xuất các sản phẩm mới trong ngành hàng thiết yếu như Mì ăn liền và Dầu ăn. Chịu ảnh hưởng của tính chất chung ngành hàng thiết yếu, 2 mảng mới này có mức lợi nhuận gộp khá thấp, cụ thể biên lãi gộp đối với Dầu ăn là 10-12% và đối với Mì ăn liền khoảng 18-20%. Thêm vào đó, KIDO sản xuất các sản phẩm mới hoàn toàn theo hình thức liên doanh OEM nên cũng làm chi phí sản xuất chính tăng cao hơn dẫn đến giá vốn cũng cao hơn. Chúng tôi cho rằng bắt đầu từ Quý 3/2015, biên lãi gộp của KDC cũng sẽ tiếp tục giảm do ảnh hưởng của việc chuyển nhượng mảng bánh kẹo – mảng có biên lãi gộp cao nhất trong các sản phẩm của KIDO.

Doanh thu và Biên lãi gộp

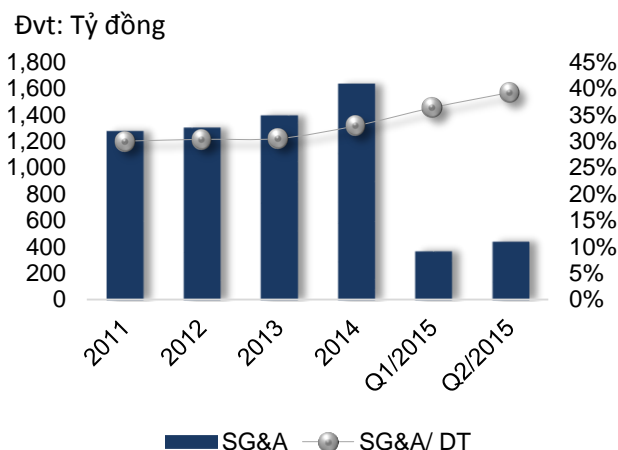


Biên lãi gộp theo sản phẩm



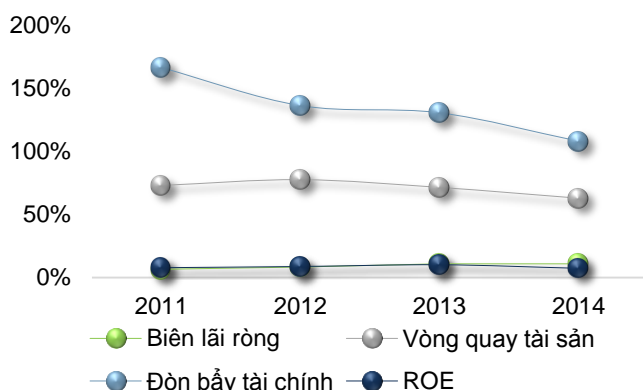
Nguồn: KDC, FPTS tổng hợp

Chi phí SG&A và SG&A/ Doanh thu



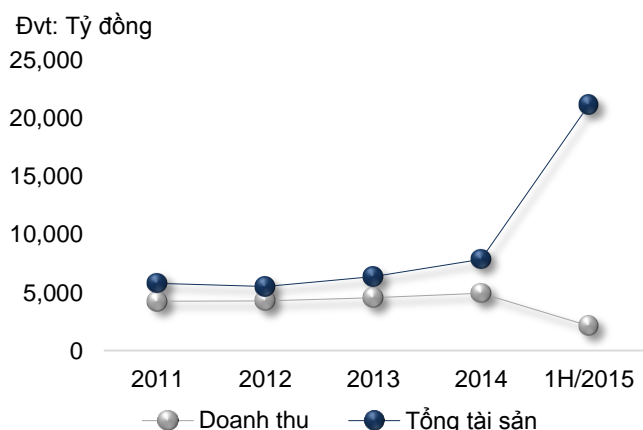
Nguồn: BCTC, FPTC tổng hợp

ROE Dupont



Nguồn: FPTC tổng hợp

Doanh thu và Tài sản



Nguồn: FPTC tổng hợp

Chi phí SG&A có xu hướng tăng từ cuối năm 2014. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp 6 tháng đầu năm 2015 ở mức 811.31 tỷ (+32.38% YoY), chiếm 37.91% doanh thu thuần, trong khi tỷ lệ này trong 4 năm qua trung bình là 30.31%. Như vậy có thể thấy trong giai đoạn đầu gia nhập ngành thực phẩm thiết yếu, KIDO đã đầu tư khá nhiều cho các khoản chi phí bán hàng. KIDO cho biết, chi phí bán hàng và Marketing năm 2014 tăng 21.8% so với năm 2013, đặc biệt là các chi phí cho khuyến mãi bán hàng được đẩy mạnh (năm 2014 ngân sách cho các hoạt động này tăng 59 tỷ cho các mặt hàng chủ lực). Tuy nhiên, đây chỉ mới là bước đầu của KIDO, KIDO mới chỉ tung ra 5 loại mì Đại Gia Đình và 1 loại Dầu ăn An Hảo, nên chúng tôi cho rằng sắp tới KIDO sẽ còn phải chi thêm khá nhiều cho khoản mục này để đạt được thị phần mong muốn.

Phân tích ROE Dupont.

Năm 2014, ROE của KIDO đạt 7.36%, giảm khá nhiều so với đà tăng trưởng của 3 năm trước đó, đặc biệt so với năm 2013 ROE đạt 10.11%. Nguyên nhân của sự sụt giảm này là do tốc độ tăng của doanh thu (CAGR 2011-2014 là 5.25%) không nhanh bằng tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản (CAGR 2011-2014 là 10.68%), nguyên nhân là do lượng tiền mặt tăng lên so với năm 2013 nhờ việc phát hành cổ phiếu trong năm 2014 và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn.

Biên lợi nhuận ròng của KIDO duy trì mức tăng trưởng khá ổn định với CAGR giai đoạn 2011-2014 đạt 18.92%, nguyên nhân là do từ năm 2014 trở về trước, với lợi thế về thương hiệu trong mảng bánh kẹo đã giúp KIDO tối ưu hóa được các chi phí marketing. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng trong thời gian sắp tới sẽ rất khó để KIDO duy trì được mức lãi ròng hấp dẫn này khi cả chi phí sản xuất và chi phí marketing đều đồng loạt tăng cao.

Hiệu quả sử dụng tài sản của KIDO khá ổn định, thể hiện qua chỉ số vòng quay tổng tài sản xoay quanh mức trung bình 0.7 vòng trong giai đoạn năm 2011-2014. Tuy nhiên chúng tôi nhận định rằng trong 2-3 năm tới chỉ số này sẽ giảm đáng kể và sau đó sẽ phục hồi tùy theo khả năng của KIDO. Nguyên nhân là do KIDO chỉ mới bắt đầu gia nhập ngành hàng mới nên cần thời gian để việc sử dụng nguồn vốn này phát huy hết hiệu quả.

Đòn bẩy tài chính của KIDO đang có xu hướng giảm trong các năm qua. Đây là một tín hiệu tốt cho thấy cơ cấu vốn của KIDO rất lành mạnh khi tốc độ tăng của vốn chủ sở hữu lớn hơn hẳn so với tốc độ tăng của tổng tài sản (CAGR giai đoạn 2011-2014 của Vốn chủ sở hữu là 27.81% trong khi của tài sản là 10.68%).

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 và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu KDC nào.

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 FPT. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. 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 <https://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,
Q.1, 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