

Công ty cổ phần Kido (KDC)

MUA – 28.000 đồng



Luận điểm đầu tư

KDC là công ty tiêu dùng hàng đầu hiện sở hữu mạng lưới phân phối gồm gần 200.000 điểm bán lẻ (quy mô xấp xỉ MSN). Cổ phiếu đang bị đánh giá thấp do KDC đang trong quá trình tái cơ cấu từ mảng bánh kẹo sang mảng dầu ăn, kem, bánh ăn ngay và mỳ ăn liền. Chúng tôi đánh giá cao tính chiến lược của bước đi này giúp KDC trở thành một công ty có quy mô nhỏ và tiềm năng phát triển nhanh hơn.

- **Cổ phiếu tiêu dùng định giá thấp** : Định giá NAV 35.000 đ/ cổ phiếu. Tiền mặt tại quỹ 4300 tỷ so với vốn hóa thị trường là 4800 tỷ. Tiền mặt dồi dào cho phép công ty tiếp tục có thể mua cổ phiếu quỹ tối đa có thể đến 130 triệu cổ phiếu (trên 205 triệu cổ phiếu lưu hành hiện tại)
- **EPS 2016 khả quan**: EPS dự tính 8.100 đ/cổ phiếu từ bán tiếp phần sở hữu tại mảng bánh kẹo. EPS từ hoạt động cốt lõi tăng mạnh so với năm 2015 do đóng góp tăng trưởng từ mảng Kem và hợp nhất Vocarimex
- **Sát nhập Vocarimex mở ra triển vọng tăng trưởng mới**: Vocarimex hiện đang chi phối thị trường dầu ăn Việt Nam. Việc mua trên 51% cổ phần tại Vocarimex sẽ giúp KDC có thể ghi lợi nhuận hợp nhất từ hoạt động kinh doanh chính của Vocarimex (~ 120 tỷ năm), ghi nhận lãi từ việc mua cổ phiếu chiến lược thấp hơn giá trị sổ sách và cải tiến hoạt động kinh doanh của Vocarimex.

Định giá

Định giá NAV : 35.000 đ/ cổ phiếu, tiềm năng tăng giá 48% trong vòng 2 năm.

Giá mục tiêu cho năm 2016: 28.000 đ/ cổ phiếu

Tỷ VND	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu	4560	4952	3134	6.026
LNTT	622	663	6668	237
LNST	493	536	5253	169
EPS (VND)	3013	2249	22.280	8121
EPS core	3015	2625	1102	1168
BVPS	29580	24246	22815	34.000
P/E	17	19	1.1	3
Vốn điều lệ (từ CPQ)	2566	2566	2056	2056

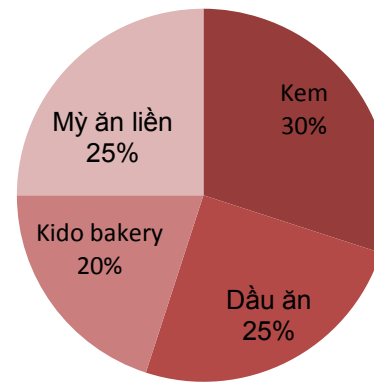
Source: MBS Research

KDC chiết khấu sâu so với cùng ngành



Chỉ tiêu	P/E	P/B
KDC	16.4	0.9
Peer Groups Mean	23.2	2.6
Discount to mean	29%	64%

Chart Title



Giá cổ phiếu hiện tại: ~60% NAV cho một công ty hàng tiêu dùng có nhiều kinh nghiệm phát triển ngành hàng, nắm vững hệ thống phân phối và có tiềm năng tăng trưởng khả quan từ một quy mô nhỏ hơn.

- Quy mô 40 tỷ USD (2013) với tốc độ tăng trưởng trung bình 12%/năm
- Mảng thực phẩm ước tính tăng 18% (2015) và dự tính 18.6%/năm trong giai đoạn 2015-2019.
- Tốc độ tăng trưởng dự tính sẽ hồi phục mạnh khi nền kinh tế thoát đáy và bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định.
- Dân số vàng với nhu cầu tiêu dùng tăng cao là cơ sở cho sự tăng trưởng mạnh
- Định giá hấp dẫn do sự suy giảm chung của thị trường
- Tăng trưởng hàng tiêu dùng nhanh đang chững lại ở thị trường thành thị nhưng tăng mạnh tại khu vực nông thôn
- Kênh bán hàng truyền thống gồm 1,3 triệu cửa hàng bán lẻ chiếm 80% doanh thu

Chỉ tiêu				Kế hoạch	Dự phóng		
	2014	2015	Tăng/giảm	2015	2016	Tăng trưởng	
Doanh thu thuần	4952	3134	-36.71%	3000	4944	57.75%	
LNG	2145	1188	-44.62%				
tỷ suất LNG	43.30%	37.90%	-12.47%				
Thu nhập TC	118	6697	5575.42%				
Chi phí bán hàng	1214	877	-27.76%				
Chi phí quản lý chung	417	351	-15.83%				
LN liên kết		86					
LNTT	663	6668	905.73%	6500			
LNST me	536	5253	880.04%		1681	-68.00%	
LNST kinh doanh chính	536	168	-68.66%		251		
EPS					8121		
EPS kinh doanh chính	2249	1102			1168	5.99%	

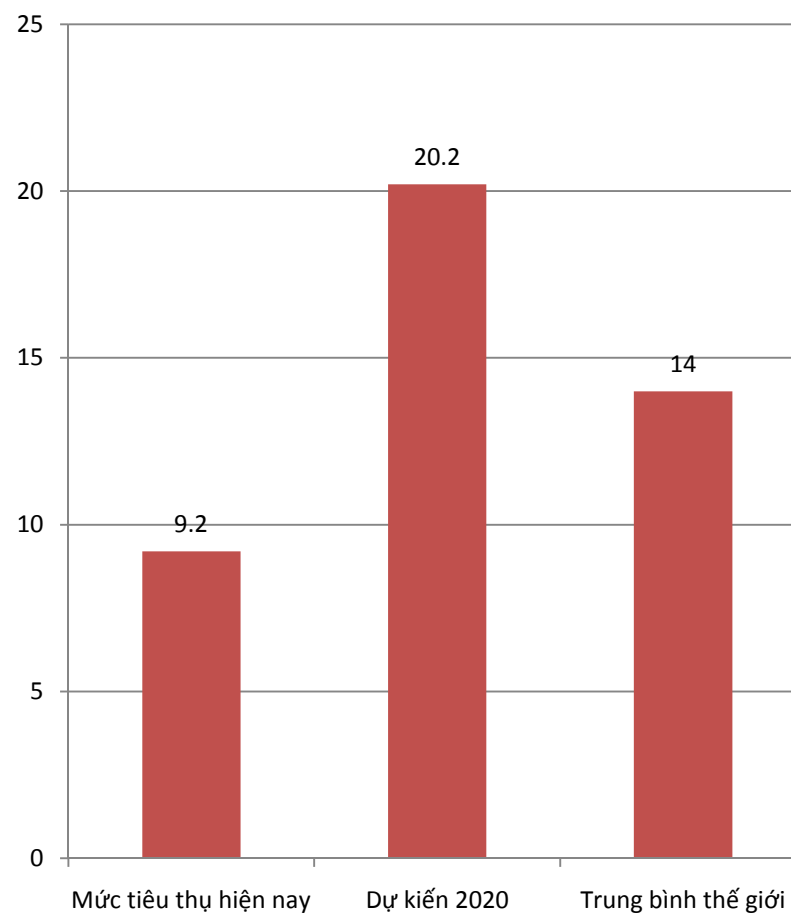
KDC: tiền mặt tại quỹ tương đương vốn hóa thị trường- Thị trường nhiều tiềm năng



Chỉ tiêu	2014	2015
Tiền mặt	2467	1151
Đầu tư ngắn hạn	700	1901
Nợ ngân hàng	533	202
Bán bánh kẹo (LNST)		1430
Tiền mặt	2634	4280
Vốn hóa		4894

Thị trường dầu ăn Việt Nam

- Năm 2014, Việt Nam sản xuất 738.000 tấn dầu tinh luyện các loại, tốc độ tăng trưởng dự tính 10%/năm
- Thông qua các công ty liên kết/công ty con, Vocarimex đang chiếm 80% thị phần dầu ăn nội địa.
- Thuế tự vệ với dầu ăn sẽ giảm từ 4% còn 3% cho nửa cuối 2015 và về 0% từ giữa năm 2017.



KDC : Mảng dầu ăn



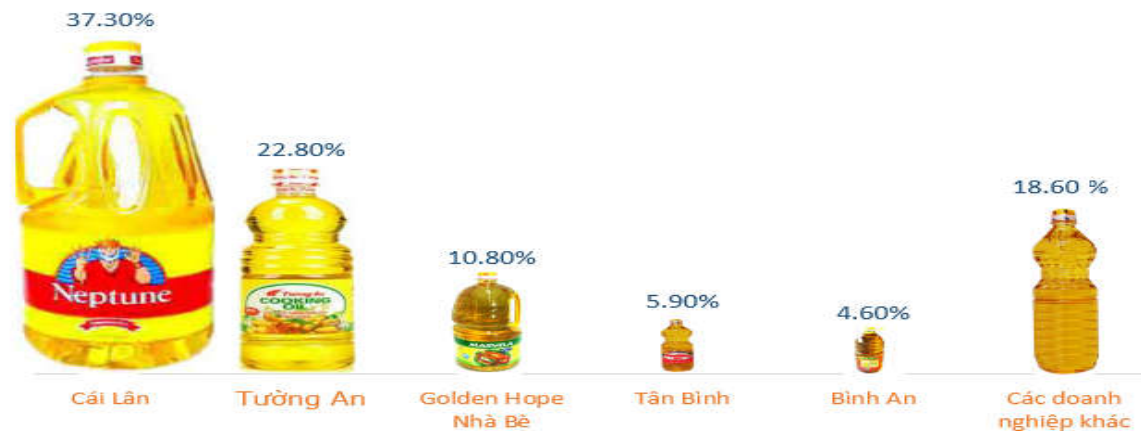
- KDC đang nắm 24% ~ 210 tỷ ghi sổ nhưng giá trị thực tế BV là 436 tỷ, KDC dự tính nắm 51% và đã tạm ứng 467 tỷ cho khoản đầu tư này. Sau thường vụ này KDC sẽ nắm giữ 51% với giá trị đầu tư 903 tỷ.
- Thỏa thuận hợp tác với FGV và ITL để sản xuất và kinh doanh dầu cọ đóng chai tại Việt Nam. Dự kiến tỷ 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%.
- Liên doanh tập trung vào việc phân phối và sử dụng cơ sở hạ tầng sẵn có của Vocarimex.

Vocarimex: Định hướng kinh doanh



- Kết hợp giữa cơ sở nhà xưởng của Vocarimex + kinh nghiệm sản xuất+ đầu vào từ đối tác nước ngoài + hệ thống phân phối của KDC.
- Chuyển hướng hoạt động từ sản xuất dầu xá (thành phẩm đầu vào cho dầu ăn) sang cung cấp dầu ăn. Công suất hiện tại 1.1 triệu tấn/năm chủ yếu là dầu xá
- Nhà máy mới kết hợp với Musim Mas (Singapore) công suất 1500 tấn/ngày, giai đoạn 1 hoàn thành 12/2016 với công suất 600 tấn/ngày. Sau 2 giai đoạn công suất Vocarimex sẽ vượt dầu Cái Lân (1150 tấn/ngày).

THỊ PHẦN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP DẦU THỰC VẬT TRONG NƯỚC



Tình hình hoạt động kinh doanh- Vocarimex



Chỉ tiêu	Q3/ 2015	Cùng kỳ	Lũy kế 3Q	%Q3/ 3Q	Giải thích
Doanh thu	897	12%	2463	36%	
Lợi nhuận gộp	36.7	11.5%	96.7	37.9%	
LN HĐKD	17	-64%	77	22%	Doanh thu tài chính đóng góp chủ yếu vào LN
LN HĐKD trừ DTTC	-6	-3	-11		
Chi phí bán hàng quản lý	28	24	75	37%	
LNST	18	50	78.8	22.8%	

- Vocarimex đang nắm 51% TAC vốn hóa hiện tại 760 tỷ (giá trị ghi sổ 444 tỷ, giá gốc 98 tỷ), golden hope nhà bè 49% (47 tỷ giá trị ghi sổ), 24% đầu Cái Lân (325 tỷ ghi sổ) và một số công ty các trong ngành dầu ăn mỹ phẩm.
- Các khoản trên đều liệt kê ở dưới dạng đầu tư tài chính
 - TAC (25% thị phần): 3 quý 53 tỷ, năm ngoài 63 tỷ LNST
 - Cái Lân: 45 % thị phần, công ty lớn nhất và hiệu quả nhất ngành
 - + vốn điều lệ 695 tỷ (27 triệu USD), Vocarimex ghi nhận 24% ~ 166 tỷ vốn điều lệ với giá 325 tỷ (định giá Cái Lân vốn hóa là 1355 tỷ, P/B 1.95 lần)
 - + doanh thu 10.000 tỷ, LNST 490 tỷ (2013) EPS: 7050 đ/ cổ phiếu
 - + Vocarimex nhận ~ 100 tỷ lợi nhuận từ cổ tức được chia hàng năm/221 tỷ ghi nhận từ các công ty con/liên kết
 - + trước khi lên sàn, Vocarimex bán 8% (55,6 tỷ) giá 8 triệu USD ghi lời 3.6 tr. Usd, phần còn lại nếu bán giá trên ghi nhận lãi 11 triệu USD
 - + Với định giá P/E 12- 15 lần phần vốn sở hữu có giá trị ~ 1400 tỷ, lãi 1000 tỷ

Vocarimex: Định giá NAV



- Sau khi tái đánh giá lại phần sở hữu tại Cái Lân như trên, VCSH của Vocarimex ~ 35.000 đ- ~ 2500 tỷ giá trị doanh nghiệp (đã trừ thuế bán dự tính 20%)
- Bộ Công thương có lộ trình rút toàn bộ vốn của phía Việt Nam tại đầu Cái Lân. Trong đợt rút đầu tiên, Vocarimex (trước khi cổ phần hóa) đã bán 8% giá 8 triệu USD ghi lợi nhuận 3,65 triệu USD. Quy đổi tỷ giá hiện tại dự tính doanh thu 180 tỷ cho phần vốn 55.6 tỷ ~ giá 33.000 đ/ cổ phiếu thấp hơn đáng kể so với giá trị thực.
- 12 ha nhà xưởng tại quận 7, Hồ Chí Minh thuê lâu dài đến 2046.
- KDC sở hữu Vocarimex với giá 13.000 đ/ cổ phiếu với giá trị ghi sổ ~ 210 tỷ,
- Giá trị tài sản ròng sau khi đánh giá lại: 570 tỷ.
- KDC dự tính nắm 51% với giá 677 tỷ, định giá lại theo BV là: 810 tỷ, ghi nhận thặng dư sau khi hợp nhất là 140 tỷ.
- Định giá phần sở hữu theo NAV: 1275 tỷ so với giá trị bỏ ra 677 tỷ.

- Doanh thu ước tính 1100 tỷ (2016) (30% DTT), LNG 55% cao hơn cả mảng bánh kẹo.
- Tăng trưởng doanh thu 2015: 27%
- Thị phần 36% đứng đầu Việt Nam (Euromonitor 2014), đứng đầu thị trường trung cấp với 30.000 điểm phân phối, tốc độ tăng trưởng ngành kem 30%/năm trong 5 năm qua.
- 1 nhà máy tại Củ Chi với công suất 9 triệu lít/năm, vốn đầu tư 20 triệu USD
- Đầu tư thêm hơn 250 – 300 tỷ cho nhà máy kem miền Bắc

- Quy mô: 22.000 tỷ gấp 10 thị trường bánh kẹo, tăng trưởng 6%/năm
- KDC kết hợp với Vewong theo hình thức OEM
- doanh thu 100 tỷ, 6 tháng đầu năm, LNG 25%-28%
- Phân khúc cấp trung với giá từ 3.500-6.000 đ/ gói, bán tại 86.000 điểm bán (40% điểm bán mì ăn liền hiện nay)
- Xây dựng nhà máy mì ăn liền 30 triệu USD kết hợp với Saigon Vewong – KDC sở hữu 49%, công suất 6 triệu tấn và sẽ nâng lên 12 triệu tấn/năm
- Tốc độ tăng trưởng ở thành thị đang giảm trong khi ở nông thôn đang tăng tốt- KDC định vị thị trường hợp lý

- Hoàn tất sát nhập Vocarimex: Dự tính Vocarimex đạt 6.400 tỷ doanh thu và 129 tỷ lợi nhuận. KDC có thể ghi nhận được 100 tỷ LNST từ Vocarimex do mua dưới giá book. Nếu Vocarimex thoái vốn Cái Lân sẽ có thể ghi nhận lợi nhuận đột biến
- Ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn 20% của NKD: 1400 tỷ
- Ghi nhận lợi nhuận từ mảng kem: kỳ vọng tăng trưởng doanh thu 20%, LNG 55% ~ 550 tỷ. Với dự tính chi phí bán hàng quản lý ~ 2015 (30%) thì LNTT mảng kem dự tính 325 tỷ
- Kido Bakery và Mỳ ăn liền dự tính đóng góp không đáng kể
- Dự tính LNTT 425 tỷ (hoạt động kinh doanh chính), LNST dự kiến 360 tỷ, EPS 1750 đ/cổ phiếu (hoạt động kinh doanh chính)

Công ty cổ phần Kido (KDC)

MUA – 35.000 đồng



Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

Liên hệ:

Trung tâm nghiên cứu:

- Trần Hoàng Sơn
 - Son.tranhoang@mbs.com.vn
 - Nguyễn Việt Đức
- Duc.nguyenviet@mbs.com.vn

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn