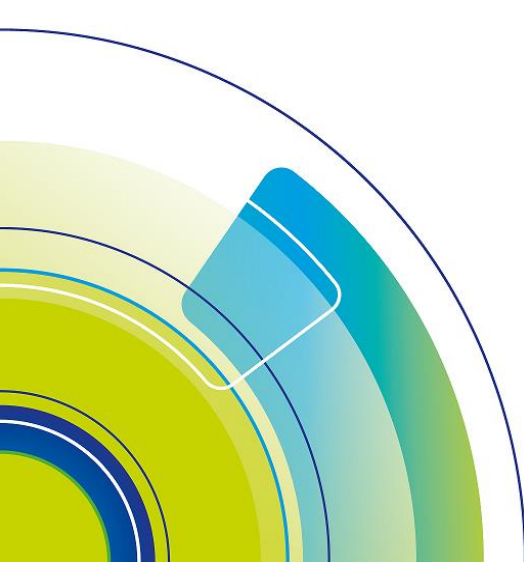




Phân Tích KDF – GIỮ

Ngày 19/10/2017



**Nguyễn Bình Thanh
Giao**

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250

giaonbt@acbs.com.vn

Báo Cáo Phân Tích

Khuyến nghị

GIỮ

UPCOM: KDF

Sản xuất kem và ngành hàng lạnh

Giá hiện tại (VND) **57.100**

Giá mục tiêu (VND) **59.200**

Tỷ lệ tăng giá 3,7%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 2,5%

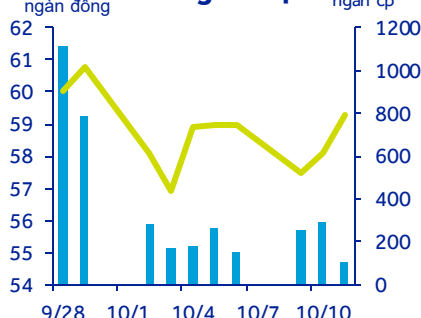
Tổng tỷ suất lợi nhuận **6,1%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-	-	-	-
Tương đối	-	-	-	-

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Kido	65,0%
Trần Kim Thành (Chủ tịch HĐQT)	0,28%
Trần Lệ Nguyên (Thành viên)	0,28%

Thông kê 11/10/17

Mã Bloomberg **KDF VU**

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 55.000-84.000

SL lưu hành (triệu cp) 56

Vốn hóa (tỷ đồng) 3.248

Vốn hóa (triệu USD) 143

Room khối ngoại còn lại (%) 0,0

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 100

KLGD TB 3 tháng (cp) -

VND/USD 22.765

Index: VNIndex / HNX 827,72/109,36

CTCP Thực phẩm đông lạnh Kido (KDF VU)

Kém hiệu quả do chi phí bán hàng & QLDN (SG&A) cao

Kido Foods hiện nay là "Vua ngành lạnh" tại VN với 36,9% thị phần ngành kem. Theo ước tính của chúng tôi KDF chiếm 4,7% thị phần ngành sữa chua và hiện đang mở rộng hoạt động sang các loại thực phẩm chế biến đông lạnh như bánh bao và các món khác thông qua OEM với thực phẩm Dabaco gồm khoai tây chiên, xúc xích và cá viên. Ngành kinh doanh mới sẽ có biên LN gộp thấp hơn (~38%) so với kem (55%) và sữa chua (49%).

Nhà máy mới được khánh thành vào cuối năm 2016 cho phép KDF linh hoạt hơn trong sản xuất nhằm đáp ứng nhu cầu cả 2 thị trường Bắc Nam. Điều này giúp KDF tiết kiệm chi phí vận chuyển và kho bãi cũng như thuế thu nhập doanh nghiệp.

Trong năm 2016 KDF đã mở rộng mạng lưới phân phối của mình thêm 10.000 điểm bán hàng (POS), nâng tổng số POS lên 70.000 điểm. Tuy nhiên, chúng tôi chưa nhận thấy bất kì tác động tích cực nào khi KDF chỉ ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu là 1,6% n/n trong 6 tháng đầu năm 2017. Thêm vào đó, 70.000 POS vẫn là con số khiêm nhường so với các công ty khác trong ngành F&B tại Việt Nam, điển hình như Vinamilk (VNM, 212.000 POS) hay Masan hàng tiêu dùng (MCH, 164.000 POS).

SG&A trong 6 tháng đầu năm 2017 giảm 1,5 bps, đạt 40,9% doanh thu nhờ tiết kiệm chi phí chuyên chở và kho bãi từ nhà máy mới. Đây là mức chi phí cao so với VNM (23,0% doanh thu) và MCH (34,2% doanh thu) trong cùng kỳ. Sang năm 2018, chúng tôi dự kiến SG&A của KDF sẽ tăng lên đạt 42,1% doanh thu do công ty có kế hoạch đặt các tủ hấp bánh bao cạnh các tủ đông, phục vụ cho khách muốn thưởng thức ngay.

Chúng tôi dự đoán biên LN gộp của KDF sẽ giảm dù giá đường và dầu thực vật dự kiến sẽ không đổi do chúng tôi dự báo giá bột sữa sẽ tăng 18% n/n. Kết hợp với SG&A tăng nên tăng trưởng LN của KDF dự kiến sẽ ở mức 10,8% n/n cho năm 2018.

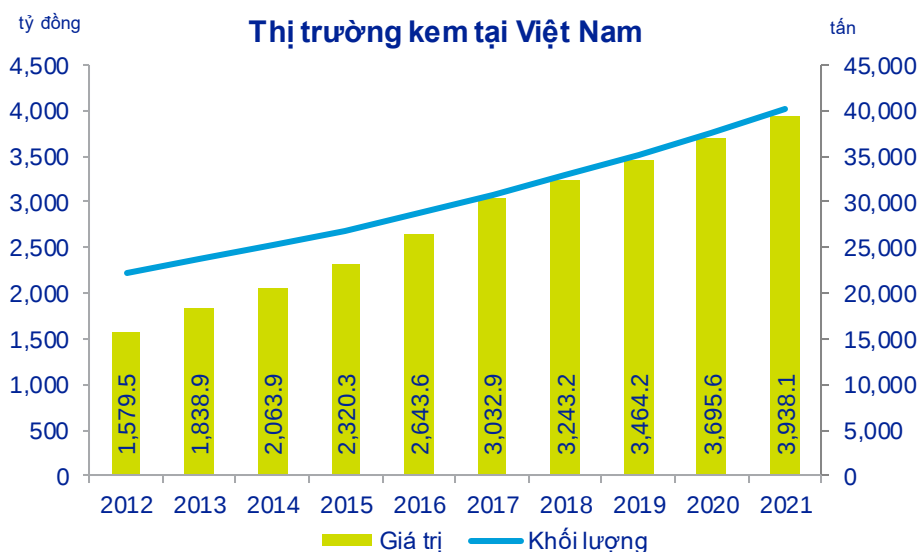
Chúng tôi định giá KDF dựa theo phương pháp DCF, hỗ trợ bởi phương pháp PE. KDF được định giá 59.200 đồng/cp (6,1% TSR bao gồm 2,5% tỷ suất sinh lợi cổ tức) với khuyến nghị **GIỮ**. Chúng tôi đặt PE mục tiêu ở mức 17x thấp hơn VNM (19,8x) và MSN (18,9x) do quy mô công ty nhỏ hơn và hiệu quả kinh doanh thấp hơn. Áp dụng cho EPS dự phóng năm 2018 của KDF là 3.478 đồng/cp (+10,8% n/n), chúng tôi nhận được giá trị hợp lý là 59.121 đồng/cp, phù hợp với định giá DCF. Theo quan điểm của chúng tôi cp KDF sẽ hấp dẫn hơn nếu công ty giảm SG&A.

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	1.067,9	1.396,8	1.756,2	2.202,0	2.674,6
Tăng trưởng (%)	-	30,8	25,7	25,4	21,5
EBITDA (tỷ đồng)	131,5	230,7	316,0	344,3	368,6
Tăng trưởng (%)	-	75,4	37,0	9,0	7,0
LN ròng (tỷ đồng)	76,9	142,6	175,8	194,7	213,7
Tăng trưởng LN (%)	-	85,4	23,2	10,8	9,7
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.286	3.469	3.138	3.478	3.816
Tăng trưởng (%)	-	51,8	-9,5	10,8	9,7
ROE (%)	51,8	29,7	24,7	23,8	22,6
ROIC (%)	25,5	15,9	12,8	11,7	11,6
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,5	1,4	0,6	0,1	-0,4
EV/EBITDA (x)	8,2	15,2	10,7	9,4	8,2
PER (lần)	25,0	16,5	18,2	16,4	15,0
PBR (lần)	3,4	4,8	4,2	3,6	3,2
Cổ tức (đồng)	0,0	0,0	1.400	1.400	1.400
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0	0,0	2,5	2,5	2,5

Khái quát thị trường

Thị trường kem tại Việt Nam...

Kem từ lâu là món ăn được ưa thích tại các nước vùng nhiệt đới nói chung và đặc biệt là tại Việt Nam. Thị trường kem tại Việt Nam có quy mô 2,6 ngàn tỷ đồng (+13,9% n/n) với tổng khối lượng bán ra đạt 28.700 tấn vào năm 2016. Trong 5 năm qua, thị trường đạt mức tăng trưởng CAGR là 15,2% về giá trị và 6,6% về lượng. Euromonitor ước tính thị trường đạt mức tăng trưởng CAGR trong vòng 5 năm tới là 8,3% về giá trị và 7,0% về lượng, đạt 3,9 ngàn tỷ đồng và 40.174,6 tấn vào năm 2021.



Nguồn: Euromonitor

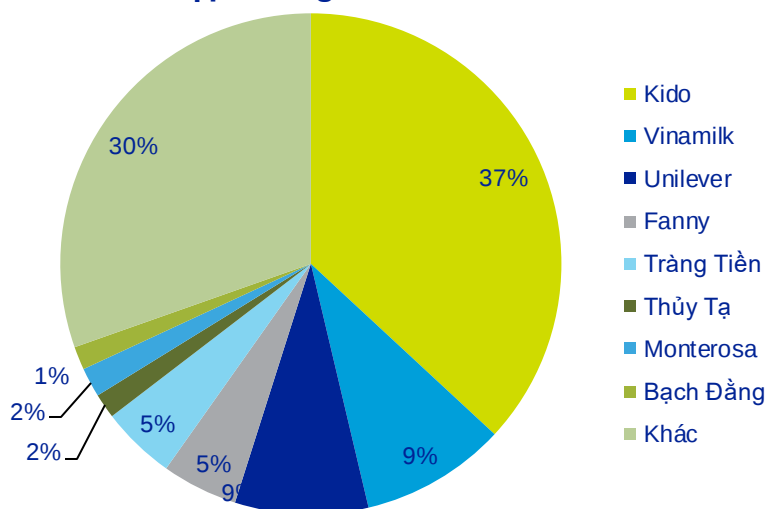
Với dân số Việt Nam đạt 92,7 triệu dân tính đến cuối năm 2016, số liệu từ Euromonitor cho thấy Việt Nam có mức tiêu thụ kem bình quân đầu người đạt 0,31kg. Con số này thấp hơn nhiều so với các nước khác trong khu vực như Thái Lan (0,53kg) và Malaysia (1,47kg). Với tổng số dân ước đạt 97,2 triệu dân vào năm 2021 do Tổng Cục Thống Kê ước tính, mức tiêu thụ kem bình quân đầu người của Việt Nam sẽ tăng lên 0,41kg trong vòng 5 năm tới.

... thống lĩnh bởi Kido

Kido là công ty đứng đầu ngành kem tại Việt Nam với 36,9% thị phần tính đến cuối năm 2016, lớn hơn 7 đối thủ cạnh tranh tiếp theo hợp lại. Vinamilk (VNM) – nhà sản xuất sữa hàng đầu tại Việt Nam, là doanh nghiệp thứ 2 trong thị trường kem với 9,4% thị phần, mặc dù kem chỉ chiếm khoảng 2% tổng doanh thu của Vinamilk. Nhà hiệu kem Wall's (Unilever) với 2 thương hiệu Cornetto và Paddle Pop chiếm vị trí thứ 3 với 8,6% thị phần.

Kido có 2 thương hiệu là Merino và Celano. Thương hiệu Merino nhắm đến đối tượng khách hàng 5-25 tuổi với mức giá phải chăng và đạt thị phần 18,9% vào năm 2016. Nhân hiệu cao cấp Celano nhắm đến phân khúc khách hàng ở độ tuổi 25-45 và đạt 12,7% thị phần.

Thị phần ngành kem



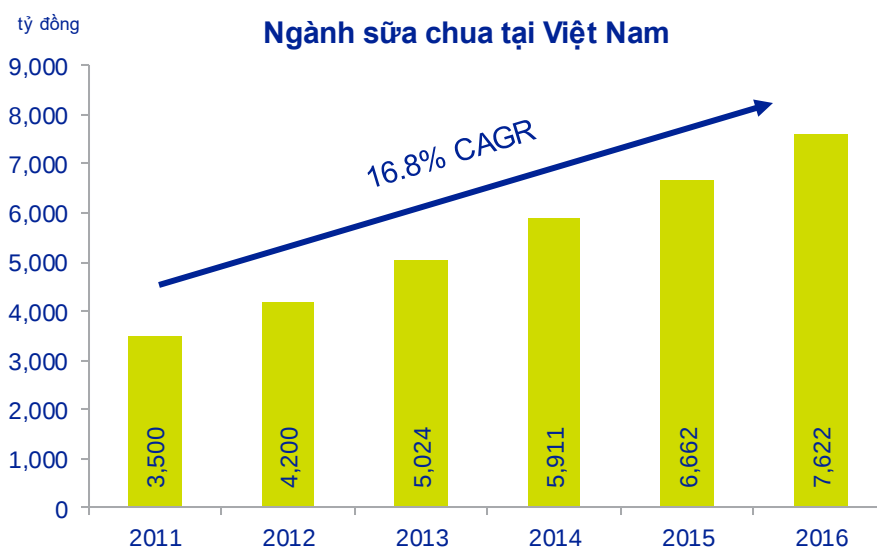
Nguồn: Euromonitor

Các thương hiệu truyền thống Thủy Tạ và Trảng Tiền tập trung nhiều hơn vào các cửa hàng bán kem, quán cà phê nhưng cũng đang phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt từ các thương hiệu Baskin Robins, Haagen Dazs, Buds, Swensen's và Fanny. Đa số các thương hiệu này là thương hiệu ngoại.

Baskin Robins đã tăng gấp đôi số cửa hàng bán kem trong suốt 2 năm qua, nâng tổng số cửa hàng lên 50. Bud's và Fanny hiện đang có 12 và 11 cửa hàng trong khi Snowee có 4 cửa hàng và Haagen Dazs hiện có 2 cửa hàng kem tại VN

Thị trường sữa chua

Thị trường sữa chua tại Việt Nam tăng trưởng ổn định, đạt mức tăng trưởng 5 năm CAGR là 16,8%. Theo dữ liệu của Euromonitor, ngành sữa chua tăng trưởng 14,4% n/n trong năm 2016, đạt 7.622 tỷ đồng.



Nguồn: Euromonitor

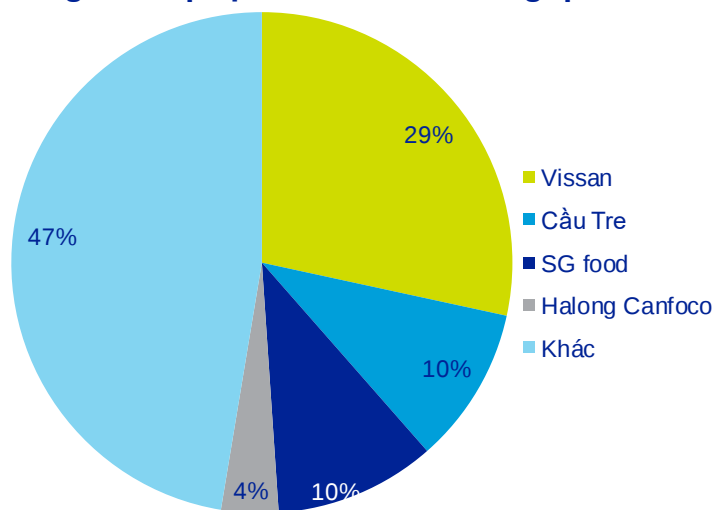
Thị trường sữa chua được thống trị bởi nhãn hàng nổi tiếng Vinamilk với 73% thị phần vào năm 2016 dựa trên số liệu của Euromonitor. Mảng còn lại của thị trường được chia giữa Dutch Lady (Friesland Campina) và gần đây là TH True Milk (2013) và IDP (Ba Vì 2008, Love in Farm 2013). Một phần nhỏ của thị trường đến từ sữa chua truyền thống làm tại nhà và được bán tại các cửa hàng tạp hóa nhỏ lẻ. Mặc dù được đưa ra thị trường từ năm 2005, với doanh thu đạt 357 tỷ đồng vào năm 2016, nhãn hiệu Wel Yo của Kido ước chiếm 4,7% thị phần ngành sữa chua.

KDF tung ra sản phẩm sữa chua đá vào cuối năm 2014 với giá phải chăng 2.800-3.000 đồng/bịch, nhắm đến số đông người tiêu dùng từ trẻ nhỏ tại nông thôn đến người dân thành thị do sản phẩm này làm gợi nhớ đến sản phẩm sữa chua bịch truyền thống.

Thị trường thực phẩm chế biến đông lạnh tại Việt Nam

Euromonitor ước thị trường thực phẩm chế biến đông lạnh tại Việt Nam đạt 7.698 tỷ đồng vào năm 2016 với mức tăng trưởng bình quân đạt 9,9%/năm trong giai đoạn 2011-2016. Vissan là công ty lớn nhất ngành với thị phần ước tính đạt 28,4%. SG Food là doanh nghiệp đứng thứ 2 với mức doanh thu bình quân đạt 750-800 tỷ đồng/năm, tương đương với 10,4% thị phần. Doanh nghiệp thứ 3 là Cầu Tre với 10,1% thị phần dựa theo số liệu của Euromonitor và ước tính của chúng tôi. Cholimex Foods đạt doanh thu 1.424,7 tỷ đồng trong năm 2016 nhưng một phần lớn doanh thu của Cholimex Foods đến từ ngành nước chấm và gia vị.

Thị phần ngành thực phẩm chế biến đông lạnh



Nguồn: Euromonitor

Euromonitor ước lượng thực phẩm đông lạnh đóng gói đạt mức tăng trưởng 10 năm CAGR là 14,1%, đạt 48.300 tấn vào năm 2016 từ mức 12.900 tấn vào năm 2006. Phần lớn các loại thực phẩm chế biến đông lạnh ở Việt Nam là các món dimsum, chả giò, xúc xích và thịt viên đông lạnh.

Dân số trẻ Việt Nam ngày càng tăng và có lối sống hiện đại mang âm hưởng tây phương, dễ dàng cởi mở hơn với thực phẩm chế biến do sự tiện lợi của thể loại thức ăn này. Cuộc sống ngày càng bận rộn cùng với số lượng phụ nữ tham gia vào lực lượng lao động ngày càng tăng cũng góp phần làm tăng nhu cầu tiêu thụ các loại lương thực chế biến sẵn.

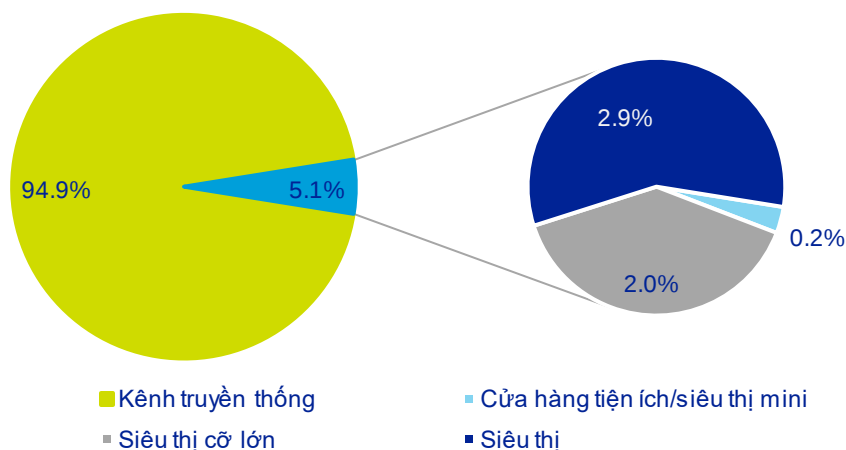
Bán lẻ tại Việt Nam

Việt Nam được A.T. Kearney xếp vị trí thứ 6 trong số các thị trường bán lẻ hấp dẫn nhất thế giới vào năm 2017, sau Ấn Độ, Trung Quốc, Malaysia, Thổ Nhĩ Kỳ và các tiểu vương quốc Ả Rập thống nhất. Việt Nam vượt qua các thị trường phổ biến như Indonesia (thứ 8), Philippines (thứ 18) và Thái Lan (thứ 30).

Việt Nam có trên 800 siêu thị và gần 2.000 cửa hàng tiện lợi/siêu thị mini. Các cửa hàng tiện lợi là kênh bán lẻ phát triển nhanh nhất, với sự góp mặt của các thương hiệu nước ngoài có kinh nghiệm như Shop & Go, Circle K, B's Mart, 7-Eleven... và thương hiệu Việt Nam Vinmart +. Số lượng các cửa hàng tiện lợi/siêu thị mini đã tăng gấp đôi trong 3 năm qua. Kênh siêu thị phát triển chậm hơn do lượng vốn đầu tư ban đầu cao hơn.

Bên cạnh các kênh bán lẻ hiện đại, Việt Nam hiện có hơn 9.000 chợ truyền thống và gần 650.000 các cửa hàng bách hóa nhỏ lẻ trên khắp cả nước.

Bán lẻ tại Việt Nam



Nguồn: GSO, Euromonitor

Theo tổng cục thống kê, tổng mức bán lẻ tại Việt Nam trong năm 2016 đạt 2.676,5 ngàn tỷ đồng (+8,4% so với cùng kỳ năm trước), trong đó doanh số bán thực phẩm chiếm hơn một nửa, ước đạt 1.400 ngàn tỷ đồng. Trong phân khúc này, kênh truyền thống vẫn chiếm ưu thế hơn 90%. Doanh thu từ các kênh bán lẻ hiện đại vẫn còn chưa đáng kể, chỉ đạt dưới 100 ngàn tỷ đồng.

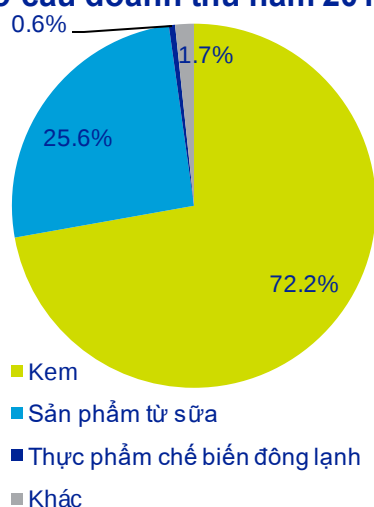
Chúng tôi nhận thấy sự thay đổi trong thói quen tiêu dùng của người dân Việt Nam khi mức tăng trưởng doanh số từ các kênh bán hàng truyền thống bắt đầu giảm dần xuống mức một con số. Trong khi đó, doanh thu từ kênh bán hàng hiện đại đang ngày một tăng lên, đạt mức tăng trưởng bình quân 22% trong 3 năm qua.

Tổng quan công ty thực phẩm đông lạnh Kido

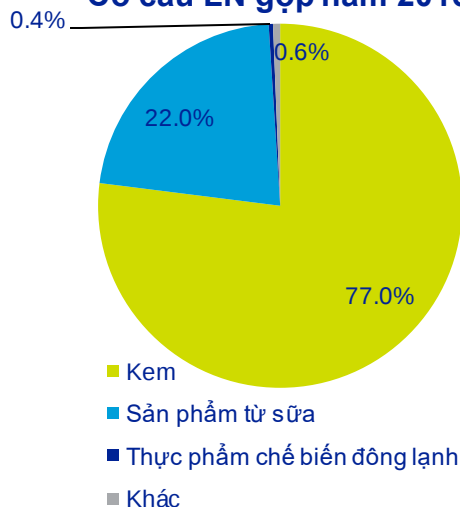
Được thành lập vào năm 2003, KDF trực thuộc tập đoàn Kido. Tiền thân là nhà máy sản xuất kem Wall's được Kido mua lại từ tập đoàn Unilever, KDF ngày nay đã trở thành công ty hàng đầu trên thị trường kem Việt Nam, chiếm thị phần lớn nhất 36,9% tính đến cuối năm 2016. Danh mục sản phẩm của công ty gồm kem (Celano, Merino), các sản phẩm từ sữa (Wel Yo), và gần đây là các thực phẩm chế biến đông lạnh (Kido Foods).

Công ty được niêm yết trên sàn Upcom với mã chứng khoán KDF vào ngày 28 tháng 9 năm 2017.

Cơ cấu doanh thu năm 2016



Có cấu LN gộp năm 2016



Nguồn: KDF

Nhà máy mới tại Bắc Ninh được khánh thành vào đầu tháng 11 năm 2016. Nhờ đó, KDF đã tăng gấp đôi công suất sữa chua lên 25 triệu lít/năm và tăng công suất kem lên 40%, đạt 25 triệu lít/năm.

Trong năm 2016, KDF đã mở rộng mạng lưới phân phối với 10.000 điểm bán hàng (POS) mới. Tính đến nay, KDF có 113 nhà phân phối và 70.000 POS trên toàn quốc. Theo KDF, doanh thu đến từ kênh phân phối hiện đại hiện chiếm 25% tổng doanh thu công ty trong khi trung bình ngành là 13%.

KDF dẫn đầu thị trường ngành kem tại Việt Nam với 36,9% thị phần. Chúng tôi ước tính công ty có 4,7% thị phần trong phân khúc sữa chua. Gần đây nhất, KDF đã mở rộng hoạt động kinh doanh sang mảng thực phẩm chế biến đông lạnh với bánh bao vào cuối năm 2016. Công ty cũng dự tính sẽ tung ra các sản phẩm xúc xích, cà viên và khoai tây chiên bằng phương thức OEM với Dabaco Foods.

Chiến lược về giá tầm trung

Bảng tóm tắt dưới đây cho thấy thương hiệu Merino của KDF nằm cùng phân khúc với các sản phẩm của Vinamilk, nhắm tới số đông khách hàng. Sản phẩm kem Merino hộp 1 lít có mức giá bán lẻ thấp hơn so với sản phẩm Vinamilk cùng loại. KDF sử dụng mức giá tâm lý cho sản phẩm kem ốc quế Merino Superteen ở mức 10.000 đồng/kem ốc quế, có

về như là một mức giá phải chăng cho trẻ em nhưng tính trên đơn vị 1 lít thì sản phẩm này có giá bán cao hơn nhiều so với thương hiệu cao cấp Celano ốc quế.

Thương hiệu Celano có chiến lược giá cao hơn, ngang tầm với giá các sản phẩm của Wall's và thương hiệu Twin Cows cao cấp của Vinamilk.

So sánh giá bán lẻ mảng kem

Thương hiệu	Celano ốc quế	Merino ốc quế	Merino Superteen	Wall's ốc quế
Giá bán lẻ (VND)	16.300-19.200	10.500	10.000	19.200
VND/lít	130.400-153.600	84.000	194.444	153.600
	Celano 400ml	Vinamilk 450ml	Twin Cows 450ml	Wall's 430ml
Giá bán lẻ (VND)	62.300	36.800	69.000	61.000
VND/lít	155.750	81.778	153.333	141.860
	Celano hộp 800ml			Wall's hộp 750ml
Giá bán lẻ (VND)	94.100			85.000
VND/lít	117.625			113.333
	Merino 1 lít	Vinamilk 1 lít		
Giá bán lẻ (VND)	72.300	78.500		

Nguồn: ACBS

Đối với mảng sữa chua, chiến lược về giá của thương hiệu Wel Yo phù hợp với mặt bằng chung của thị trường. Trong khi đó, thương hiệu TH True Milk định vị ở phân khúc cao hơn với giá bán lẻ cao hơn.

Đối với các loại sữa chua có hương vị khác như lô hội, giá bán lẻ của KDF là thấp nhất nhưng với thể tích nhỏ hơn, đơn giá trên mỗi lít cao hơn nhiều so với các đối thủ cạnh tranh khác. Điều này một lần nữa cho thấy KDF áp dụng chiến lược giá tâm lý.

So sánh giá bán lẻ mảng sữa chua

Sữa chua vị tự nhiên	Wel Yo	Vinamilk	Vinamilk organic	Vinamilk Star	TH True milk	Ba Vi
Giá bán lẻ (VND/lốc 4 hũ * 100gr)	20.000	21.600	37.600	17.600	23.200	20.400
VND/lít	52.000	56.160	97.760	45.760	60.320	53.040
Aloe vera yoghurt	Wel Yo – 90gr	Vinamilk – 100gr	TH True Milk – 100gr	Love In Farm – 100gr		
Giá bán lẻ (VND/lốc 4 hũ)	21.200	23.200	27.600	22.400		
VND/lít	61.244	60.320	71.760	58.240		

Nguồn: ACBS

Chúng tôi cũng làm 1 cuộc khảo sát giá bán lẻ trên thị trường cho mảng bánh bao. Giá bán của KDF đưa ra cho loại bánh bao nhân thịt và trứng thuộc phân khúc trung bình trên thị trường và thuộc phân khúc cao cấp đối với loại bánh bao nhân ngọt. Thọ Phát và Phú Mỹ là 2 đối thủ cạnh tranh lớn nhất của KDF trong mảng bánh bao. Các SKU của 2 nhãn hiệu này đa dạng từ gói 1 bánh đến 12 bánh với nhiều kích cỡ và nhiều hương vị khác nhau. Do đó, giá thành của 2 nhãn hiệu này cũng bao phủ nhiều phân khúc từ 1.000 đồng/bánh cho tới 16.875/bánh.

Trên 100gr định lượng, KDF có định giá nhất quán cho các loại bánh bao từ 8.000-9.950 đồng/100gr. Các đối thủ cạnh tranh khác có mức giá cao hơn từ 3.500 đồng/100gr đến 11.300 đồng/100gr.

So sánh giá bán lẻ mảng bánh bao

Bánh bao không nhân	Kido	Thọ Phát	Phú Mỹ	Mỹ Hương	Nhật Việt
Giá bán lẻ (VND)	12.000	12.400	8.000-8.500	17.300	13.900
VND/bánh	1.200	1.033	667-1.417	1.442	1.390
VND/100gr	8.000	4.133	4.000-4.722	5.767	9.267
Nhân thịt và trứng cút	Kido	Thọ Phát	Phú Mỹ	Mỹ Hương	Nhật Việt
Giá bán lẻ (VND)	39.800	15.400-67.500	8.000-33.900	25.800	31.100-34.500
VND/bánh	9.950	2.333-16.875	3.950-8.000	4.300	5.183-5.750
VND/100gr	9.950	5.600-11.250	7.900-11.300	5.733	10.367-11.500
Nhân ngọt	Kido	Thọ Phát	Phú Mỹ	Mỹ Hương	Nhật Việt
Giá bán lẻ (VND)	31.000	13.900-15.000	17.500-23.800		
VND/bánh	5.167	2.500-3.475	1.944-3.950		
VND/100gr	9.394	3.475-6.250	6.967-8.815		

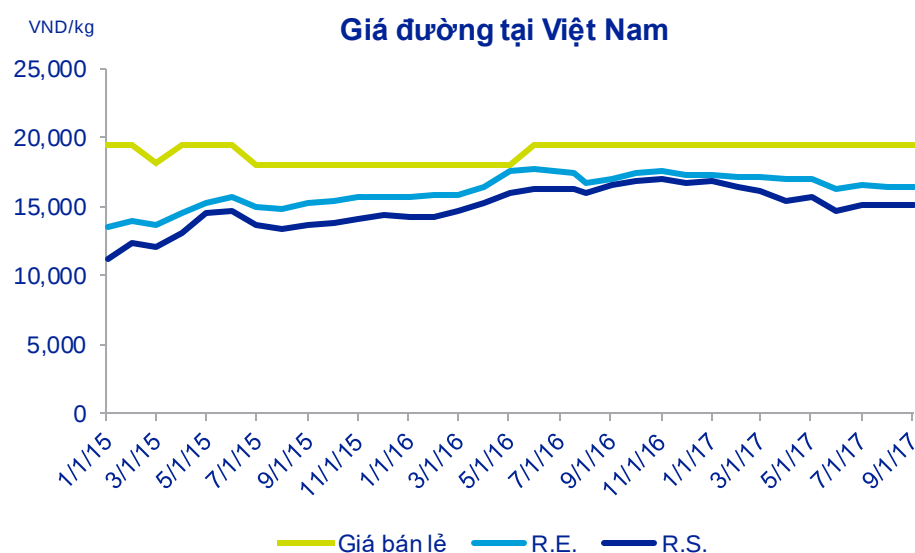
Nguồn: ACBS

Rủi ro

Biên lợi nhuận giảm do dao động giá nguyên liệu

Nguyên liệu đầu vào chiếm hơn 55% giá vốn hàng bán của KDF, bao gồm chủ yếu là đường, dầu thực vật và bột sữa. Bất kỳ sự gia tăng đáng kể của 1 trong 3 loại nguyên liệu này đều sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của KDF.

Một đợt hạn hán nghiêm trọng diễn ra tại khu vực ĐBSCL trong năm 2016 đã gây thiệt hại nặng nề cho cây mía. Điều này dẫn đến giá đường tại Việt Nam tăng bình quân 18,0% n/n, chủ yếu tăng vào 6 tháng cuối năm 2016 (do mùa vụ thu hoạch thường diễn ra từ tháng 6 đến tháng 11). Đến nay, giá đường đã tương đối ổn định với mức giá bán đường R.S. tại nhà máy trong 9T17 đạt 15.611 đồng/kg, tăng 0,9% so với cùng kỳ năm trước.



Nguồn: Bộ tài chính

Giá dầu thực vật tại Việt Nam có xu hướng giảm trong năm qua. Trong khi dầu Tường An và Simply – là những nhãn hiệu dầu ăn có mức giá bán lẻ cao nhất thị trường – vẫn giữ nguyên giá bán, thì các nhãn hiệu khác đều giảm giá từ 5,4% n/n đến 12,3% n/n.

Giá bán lẻ dầu thực vật

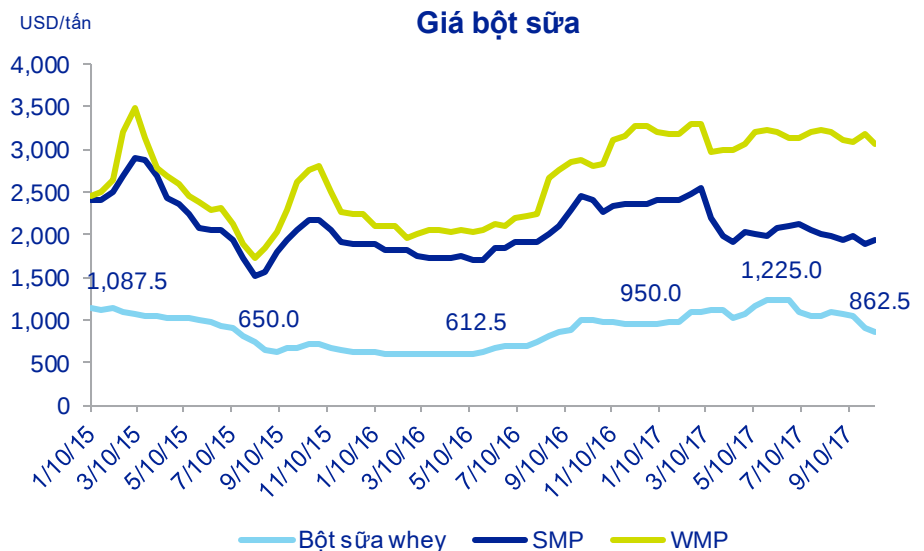
Giá bán lẻ trung bình (VND/lít)	2015	2016	Thay đổi n/n	2017	Thay đổi n/n
Neptune	42.763	42.302	-1,1%	40.000	-5,4%
Tường An	41.800	45.000	+7,7%	45.000	0,0%
Simply	45.500	42.000	-7,7%	42.000	0,0%
Meizan	32.765	37.649	+14,9%	33.000	-12,3%
Marvela	35.186	37.649	+7,0%	33.000	-12,3%
Giá trung bình	39.366	39.590	+0,6%	38.200	-3,5%

Nguồn: ACBS

Trong số các nguyên liệu đầu vào chính của KDF, giá bột sữa là biến động nhiều nhất trong 3 năm qua. Biểu đồ dưới đây cho thấy giá bột sữa bắt đầu giảm vào giữa năm 2015 và đạt mức thấp nhất 600 USD/tấn vào tháng 4/2016. Điều này dẫn đến giá bột sữa giảm 14,1% n/n trong năm 2016.

Trong 9 tháng đầu năm 2017, giá bột sữa trung bình đã tăng 61,7% n/n, trung bình đạt 1.087,5 USD/tấn. Giá đã tăng lên hơn gấp đôi trong tháng 6/2017 lên 1.225,0 USD/tấn so với mức thấp nhất vào tháng 4/2016.

Mặc dù giá bột sữa đang trên đà giảm trở lại trong 3 tháng vừa qua, chúng tôi vẫn dự báo mức tăng giá cho năm 2018 do 1) giá bột sữa tách kem (SMP) và sữa bột nguyên chất (WMP) tăng vào tháng 9-10/2017 và 2) sản lượng sữa chỉ tăng nhẹ 1,6% n/n tại Mỹ trong khi tại New Zealand sản lượng sữa giảm 1,6% n/n trong tháng 10/2017. Do đó, chúng tôi dự báo giá bột sữa sẽ tăng 18,0% n/n trong năm 2018.



Nguồn: Agricultural and Applied Economics (AAE)

Mặc dù giá đường tăng 18% n/n trong năm 2016 nhưng biên lợi nhuận gộp của KDF đã tăng 1,7 bps nhờ vào sự sụt giảm của giá bột sữa trong năm đó. Bước sang năm 2017, với giá đường ổn định, giá dầu thực vật thấp hơn nhưng giá bột sữa lại tăng mạnh nên biên lợi nhuận của KDF sẽ bị ảnh hưởng xấu.

POS mới chưa phát huy tác dụng tích cực trong 6T17

Mặc dù KDF đầu tư rộng khắp với 10.000 POS mới trong năm 2016, đưa tổng mạng lưới phân phối lên 70.000 POS, chúng tôi vẫn chưa thấy ảnh hưởng tích cực từ các POS mới lên tăng trưởng doanh thu. Tính đến 6 tháng đầu năm 2017, KDF ghi nhận doanh thu đạt 778,6 tỷ đồng, chỉ tăng 1,6% so với cùng kỳ năm trước.

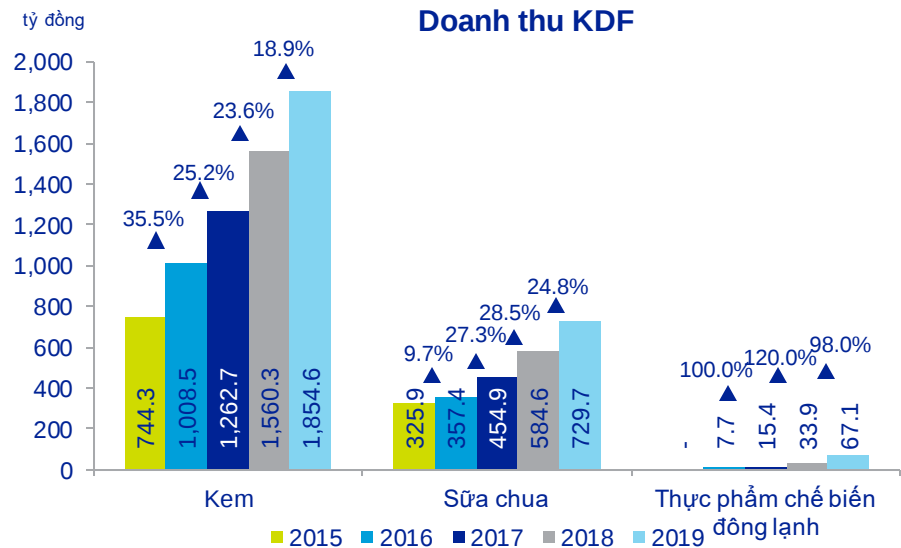
Euromonitor ước tính thị trường kem Việt Nam sẽ tăng trưởng 14,7% n/n trong năm 2017, đạt 3.032,9 tỷ đồng. Kết hợp với việc mở rộng mạng lưới phân phối thêm 16,7%, chúng tôi kỳ vọng doanh thu KDF sẽ tăng hơn 20% so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi tin rằng hiệu quả tích cực từ các POS mới sẽ được ghi nhận trong 6 tháng cuối năm 2017 và năm 2018.

Tình hình hoạt động kinh doanh của công ty

Kem và sữa chua tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng doanh thu

Doanh số bán kem và sữa chua đóng góp trên 95% vào tổng doanh thu của KDF. Mảng thực phẩm chế biến đông lạnh mới chỉ chiếm một phần khiêm tốn dưới 5% tổng doanh thu. Chúng tôi dự đoán xu hướng này sẽ tiếp tục trong 5 năm tới do năng suất mảng kem và sữa chua vừa được tăng lên với nhà máy mới tại Bắc Ninh.

Với công suất sữa chua được tăng lên gấp đôi, công suất kem tăng 40% và với hệ thống phân phối dự đoán sẽ hiệu quả hơn kể từ năm sau, chúng tôi ước tính mảng kem và sữa chua sẽ ghi nhận tăng trưởng doanh thu là 25,2% n/n và 27,3% n/n trong năm 2017. Điều này sẽ góp phần thúc đẩy tổng doanh thu của KDF tăng 25,7% n/n, đạt 1.756,2 tỷ đồng. Bước sang năm 2018, chúng tôi dự đoán xu hướng này sẽ được duy trì với mức tăng trưởng doanh thu cho mảng kem và sữa chua tương ứng là 23,6% n/n và 28,5% n/n, đưa tổng doanh thu KDF tăng 25,4% n/n, đạt 2.220,0 tỷ đồng.



Nguồn: KDF, ACBS

Sản phẩm mới làm giảm hiệu ứng mùa vụ

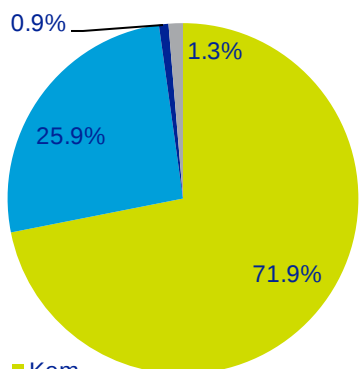
Mặc dù miền Nam Việt Nam không có mùa đông nhưng doanh số bán hàng của KDF cũng bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng mùa vụ vì người tiêu dùng thường ít tiêu thụ kem trong những tháng lạnh tại miền Bắc và trong mùa mưa tại miền Nam (thường là từ tháng 4 đến tháng 9).

KDF đang mở rộng kinh doanh sang thực phẩm chế biến đông lạnh với bánh bao là sản phẩm được tiêu thụ quanh năm. Công ty sẽ tận dụng lợi thế từ mạng lưới phân phối có sẵn và sẽ thêm tử hấp cạnh các tử đông, sẵn sàng phục vụ cho các khách hàng muốn thưởng thức bánh bao ngay. KDF cũng dự định tung ra các sản phẩm khoai tây chiên, xúc xích và cá viên đông lạnh theo hình thức OEM với Dobaco Foods.

Có 2 đối thủ cạnh tranh chính trong phân khúc bánh bao là Thọ Phát (từ năm 1999) và Phú Mỹ (từ năm 2004). Danh sách đối thủ cạnh tranh của KDF còn dài hơn cho các sản phẩm khác.

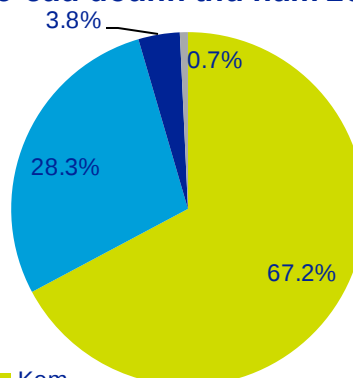
phẩm khác. Chúng ta có thể kể đến Vissan, Masan, Cầu Tre... đối với xúc xích; Đồi Đũa Vàng, IQFood, An Lạc, Vinafood... cho khoai tây chiên đông lạnh; hay SG Food, Vissan, Mngon, Viet Sin... cho cá viên.

Cơ cấu doanh thu năm 2017



- Kem
- Sản phẩm từ sữa
- Thực phẩm chế biến đông lạnh
- Khác

Cơ cấu doanh thu năm 2020



- Kem
- Sản phẩm từ sữa
- Thực phẩm chế biến đông lạnh
- Khác

Nguồn: ACBS

Do mảng kinh doanh mới này chỉ mới được đưa ra thị trường vào cuối năm 2016 nên chúng tôi vẫn giữ cái nhìn thận trọng trước khi mảng này đạt được doanh thu cao hơn. Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng này sẽ khiêm tốn, đạt 15,4 tỷ đồng vào năm 2017. Chúng tôi dự phóng phân khúc này sẽ đạt doanh thu 119,5 tỷ đồng vào năm 2020, tương đương với mức tăng trưởng 3 năm CAGR là 98,0%.

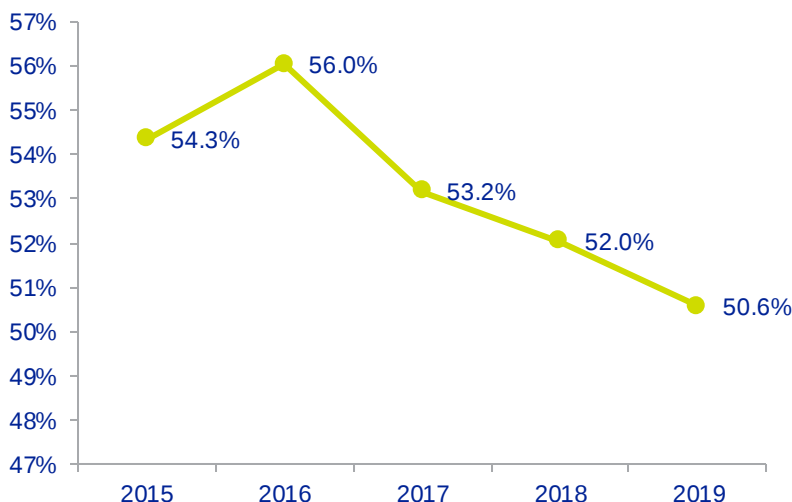
Dự báo của chúng tôi tương đương với mảng kinh doanh này sẽ đóng góp 0,9% vào tổng doanh thu của KDF trong năm 2017. Tỷ lệ này sẽ dẫn tăng lên 3,8% vào năm 2020. Chúng tôi lưu ý rằng đây là một dự báo rất thận trọng so với dự phóng của công ty. KDF dự kiến mảng kinh doanh mới sẽ đạt 155 tỷ đồng doanh thu vào năm 2017, lên đến 1.307,0 tỷ đồng vào năm 2020.

Biên lợi nhuận giảm dần

Các mảng kem và sữa chua có tỷ suất lợi nhuận gộp cao, tương ứng trên 55% và 49%, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp của KDF trong quá khứ luôn đạt trên 54%. Với việc mở rộng kinh doanh sang lĩnh vực mới, tỷ suất lợi nhuận gộp của KDF sẽ thấp hơn theo thời gian vì lĩnh vực kinh doanh mới có tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 38%.

Cùng với xu hướng bất lợi của giá bột sữa, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp của KDF sẽ giảm xuống 53% vào năm 2017, giảm 3bps. Tỷ suất lợi nhuận gộp của KDF dự kiến sẽ tiếp tục giảm xuống 52% vào năm 2018 do dự báo giá bột sữa sẽ tăng 18%.

Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: KDF, ACBS

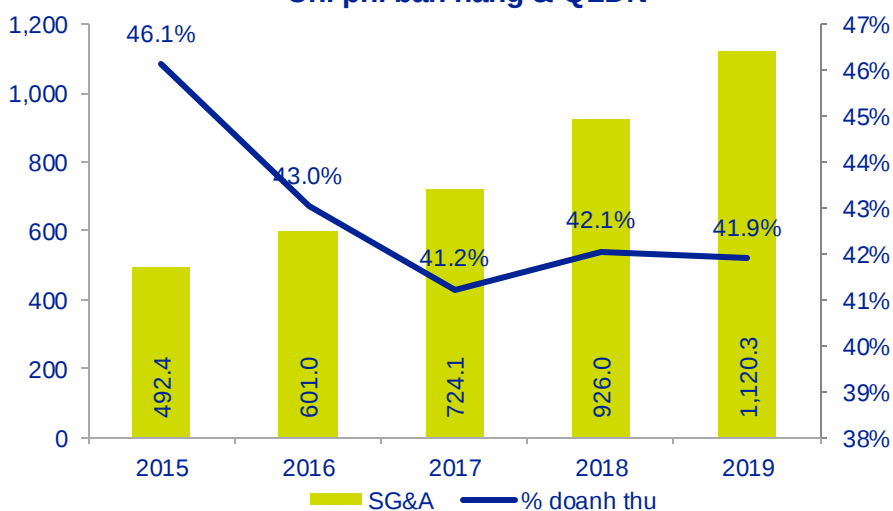
Nhà máy mới giúp giảm chi phí vận chuyển và kho bãi...

Một nửa doanh thu của KDF đến từ miền Bắc. Nhà máy mới tại Bắc Ninh được khánh thành vào tháng 11/2016 sẽ giúp KDF tiết kiệm chi phí vận chuyển hàng từ nhà máy Củ Chi ra miền Bắc như trước đây.

Thêm vào đó, KDF có thể uyển chuyển hơn trong khâu sản xuất để đáp ứng nhu cầu của cả 2 miền Bắc Nam. Trước đây, nhà máy Củ Chi phải sản xuất trước trong nhiều tháng nhằm phục vụ cho nhu cầu của miền Bắc, đặc biệt là vào mùa hè. Điều đó có nghĩa là thành phẩm phải được trữ trước từ nhiều tháng, dẫn đến chi phí kho bãi cao.

tỷ đồng

Chi phí bán hàng & QLDN



Nguồn: KDF, ACBS

Mặc dù KDF đã mở rộng các POS nhưng SG&A của KDF tính trên % doanh thu đã giảm 1,5 bps trong 6 tháng đầu năm 2017, đạt 40,9% doanh thu (so với cùng kỳ 2016 đạt 42,3% doanh thu). Điều đó là nhờ vào nhả máy mới đã được đưa vào vận hành. Chi tiết hơn, chi phí bán hàng trên doanh thu giảm 2,1 bps, đạt 36,2% doanh thu và chi phí QLDN giảm 0,6 bps, đạt 4,0% doanh thu.

Chúng tôi ước tính SG&A của KDF sẽ đạt 41,2% doanh thu cho cả năm 2017, tương đương với 1,8 bps thấp hơn so với năm 2016. Bước sang năm 2018, do công ty đang có kế hoạch đặt các tủ hấp bánh bao tại mỗi POS nên chúng tôi ước tính SG&A của KDF sẽ tăng lên 42,1% doanh thu. SG&A dự kiến sẽ giảm dần, đạt 41,9% doanh thu vào năm 2019 khi hệ thống hoạt động nhịp nhàng và hiệu quả hơn.

... nhưng chi phí SG&A vẫn còn cao và chưa hiệu quả

Mặc dù chi phí SG&A của KDF đã trên đà giảm từ năm 2016, mức 40% doanh thu vẫn là con số cao, gấp đôi so với các công ty khác trong ngành F&B tại Việt Nam như Vinamilk (VNM) hoặc Masan hàng tiêu dùng (MCH).

So sánh với các công ty Việt Nam trong ngành F&B

Công ty	SG&A trên doanh thu		POS
	2016	1H17	1H17
KDF	43,0%	40,9%	70.000
MCH	25,0%	34,2%	164.000
VNM	25,2%	23,0%	212.000
BBC	28,4%	23,6%	95.000

Nguồn: KDF, VNM, MCH, BBC

Theo như bảng tóm tắt trên đây cho thấy, KDF có mức SG&A trên doanh thu cao nhất so với các công ty khác nhưng lại có số POS thấp nhất. Kênh phân phối đặc thù của ngành kem có thể giải thích một phần chi phí cao này. Tuy nhiên, VNM cũng có kem trong danh mục sản phẩm của mình với số lượng POS cao nhất nhưng chi phí SG&A của VNM lại ở mức hợp lý, đạt 23,0% doanh thu trong 6 tháng đầu năm 2017. VNM có quy mô lớn gấp 33 lần KDF về doanh thu (46,6 ngàn tỷ đồng vào năm 2016) nên có khả năng chi trả chi phí SG&A cao một cách hiệu quả.

Biên lợi nhuận từ HĐKD giảm

	2015	2016	2017	2018	2019
Tăng trưởng doanh thu	-	30,8%	25,7%	25,4%	21,5%
Tăng trưởng SG&A	-	22,1%	20,5%	27,9%	21,0%
Biên LN từ HĐKD	8,2%	13,0%	11,9%	10,0%	8,7%

Nguồn: KDF, ACBS

Dự báo của chúng tôi cho thấy chi phí SG&A của KDF sẽ tăng nhanh hơn tăng trưởng doanh thu vào năm 2018 do chi phí tư hấp bánh bao. Điều này sẽ làm cho biên lợi nhuận từ HĐKD của KDF giảm xuống mức 10,0% vào năm 2018 và xuống còn 1 chữ số, đạt 8,7% vào năm 2019.

Lợi nhuận tăng trưởng chậm

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần của KDF sẽ tăng 23,2% n/n trong năm 2017, đạt 175,8 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng của công ty tăng trưởng nhanh hơn lợi nhuận thuần trong năm 2017 do KDF được hưởng ưu đãi thuế từ nhà máy mới.

Đối với các năm tiếp theo, do giá nguyên liệu đầu vào dự kiến sẽ cao hơn và kết hợp với chi phí SG&A ước cũng sẽ cao hơn nên tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thuần của KDF sẽ ở mức thấp, đạt 10,8% cho năm 2018 và xuống còn 1 chữ số, đạt 9,7% vào năm 2019.

Tăng trưởng của KDF

	2015	2016	2017	2018	2019
Tăng trưởng doanh thu	-	30,8%	25,7%	25,4%	21,5%
Tăng trưởng EBITDA	-	75,4%	37,0%	9,0%	7,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-	106,8%	15,4%	4,8%	5,7%
Tăng trưởng LNTT	-	76,6%	16,0%	10,8%	9,7%
Tăng trưởng LNST	-	85,4%	23,2%	10,8%	9,7%

Nguồn: KDF, ACBS

Phân tích dưới đây cho thấy chỉ cần KDF giảm 18,4% chi phí SG&A, xuống mức 35% doanh thu là LNST của công ty trong năm 2018 sẽ tăng 74,6% lên 340,1 tỷ đồng, từ mức 194,7 tỷ đồng như chúng tôi đang kỳ vọng. Chúng tôi tin rằng KDF sẽ đạt được tăng trưởng bền vững hơn nếu chi phí SG&A được giảm.

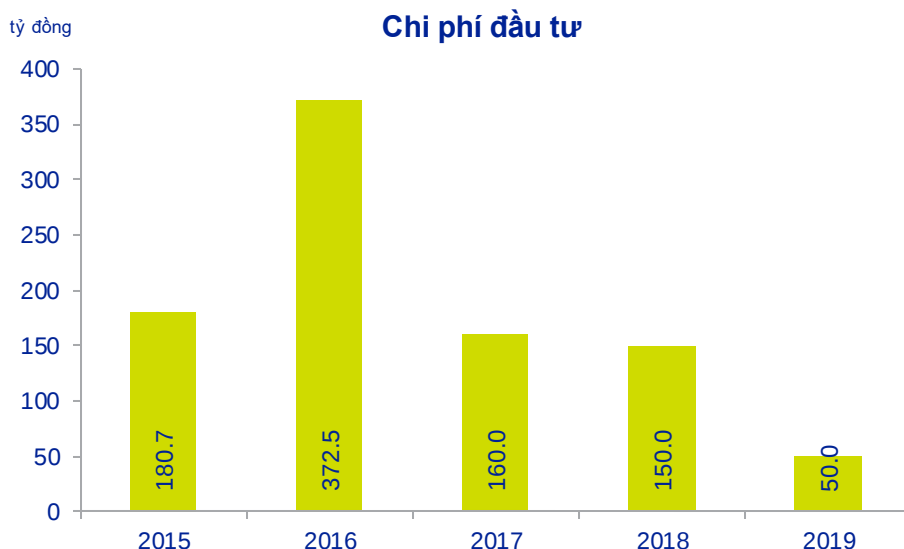
Phân tích độ nhạy

	SG&A ở mức 35% doanh thu			SG&A ở mức 30% doanh thu		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
SG&A	(614,7)	(770,7)	(936,1)	(526,9)	(660,6)	(802,4)
LN từ HĐKD	319,2	375,1	416,5	407,0	485,2	550,2
Tăng trưởng HĐKD	75,5%	17,5%	11,0%	123,8%	19,2%	13,4%
LNTT	318,7	395,5	459,4	410,4	516,0	613,1
Tăng trưởng LNTT	80,9%	24,1%	16,2%	133,0%	25,7%	18,8%
LNST	274,1	340,1	395,1	353,0	443,8	527,2
Tăng trưởng LNST	92,2%	24,1%	16,2%	147,5%	25,7%	18,8%

Nguồn: ACBS

Chi phí đầu tư

KDF đã đầu tư 372,5 tỷ đồng vào năm 2016 để xây dựng nhà máy mới và mở rộng hệ thống phân phối. Trong giai đoạn 2017-2018, chúng tôi dự đoán công ty sẽ chi thêm khoảng 150-160 tỷ đồng mỗi năm mở rộng kinh doanh mới như là từ hấp, dây chuyền sản xuất... Theo tính toán của chúng tôi, công suất sản xuất kem và sữa chua sẽ đủ cho KDF hoạt động đến năm 2022.

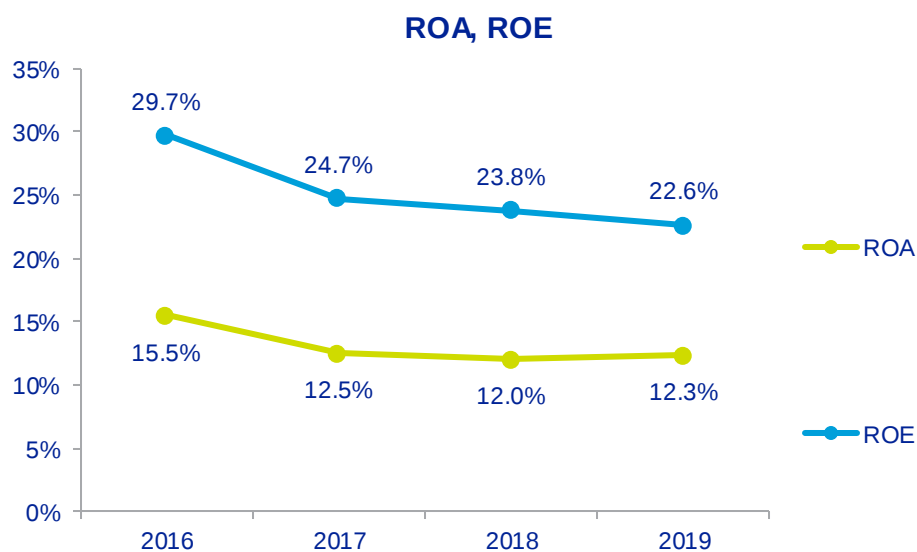


Nguồn: KDF, ACBS

ROE, ROA sẽ giảm nhẹ

Với mức tăng trưởng lợi nhuận dự kiến sẽ thấp hơn cho giai đoạn 2018-2019 và những tài sản đầu tư mới cho mảng kinh doanh thực phẩm chế biến đông lạnh, chúng tôi ước tính ROE và ROA sẽ giảm nhẹ trong 2 năm tới.

Các công ty cùng ngành trong khu vực có mức ROE và ROA trung bình trong năm 2016 tương ứng là 28,3% và 13,7%. Cũng trong năm 2016, KDF có mức ROE và ROA tương ứng là 29,7% và 15,5%, cao hơn 5,1% và 13,1% so với trung bình ngành. So với các công ty Việt Nam trong ngành F&B, KDF có ROE cao hơn mức trung bình nhưng lại có mức ROA thấp hơn. Bước sang năm 2018 và các năm tiếp theo, với tỷ suất ROE và ROA giảm nhẹ, các tỷ suất lợi nhuận của KDF sẽ thấp hơn mức trung bình ngành.



Nguồn: KDF, ACBS

Định giá

Chúng tôi phân tích cổ phiếu KDF và ra khuyến nghị GIỮ với mức giá mục tiêu là 59.200 đồng/cp (6,1% TSR). Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp DCF và được hỗ trợ bằng phương pháp PE.

Chúng tôi dự báo 1) KDF sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận thấp 2) chi phí SG&A cao và chưa quả và 3) hiệu quả và mảng hoạt động kinh doanh mới cần thời gian để đạt hiệu quả và tạo ra lợi nhuận. Theo chúng tôi, các nhà đầu tư nên thận trọng quan sát thêm 1 thời gian. Cổ phiếu KDF sẽ hấp dẫn hơn nếu công ty có thể tiết giảm chi phí SG&A.

Phương pháp DCF

Sau giai đoạn đầu tư mới cho nhà máy Bắc Ninh, chúng tôi kỳ vọng KDF sẽ tạo ra dòng tiền tự do ổn định khoảng 185-235 tỷ đồng /năm trong suốt thời gian dự phóng của chúng tôi.

Dòng tiền tự do

	2015	2016	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)
Lợi nhuận từ HĐKD	87,9	181,9	209,8	219,8	232,2
Thay đổi vốn lưu động	(69,1)	4,0	69,8	63,9	(28,7)
Tổng chi phí đầu tư	180,7	408,4	160,0	150,0	50,0
Dòng tiền tự do	(151,3)	(206,6)	196,4	227,5	257,3

Nguồn: KDF, ACBS

Chi phí sử dụng vốn của KDF là 9,7% và chúng tôi đạt được giá trị hợp lý cho công ty là 55.223 đồng/cp cho năm 2017. Sang năm 2018, giá mục tiêu cho cp KDF của chúng tôi là 59.200 đồng/cp, tương đương với mức tỷ suất lợi nhuận 6,1% (bao gồm cả tỷ suất lợi tức 2,5%).

Định giá bằng phương pháp DCF

Rủi ro vốn cổ phần	6,8%	Chi phí sử dụng vốn	11,9%
Lãi suất phi rủi ro	2,4%	Chi phí sử dụng nợ	4,7%
Trái phiếu Chính phủ	7,1%	WACC	9,7%
Thuế suất	20,0%	Giá trị dài hạn (cuối năm)	3.405,0
Hệ số Beta	0,68	Giá trị dài hạn (+1 năm)	3.512,4
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3,0%	Giá trị hợp lý (2017)	55.223,1
Hệ số nợ/VCSH mục tiêu	30,0%	Giá mục tiêu (2018)	59.200

Nguồn: KDF, ACBS

Phương pháp PE

Chúng tôi lập ra một danh sách các công ty Việt Nam trong ngành F&B để so sánh với KDF. Có thể kể đến Vinamilk (VNM) hoặc Masan (MSN).

So sánh với các công ty Việt Nam thuộc ngành F&B

Công ty	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Doanh thu năm 2016 (triệu USD)	LNR năm 2016 (triệu USD)	Biên LN gộp năm 2016	Biên LN từ HĐKD năm 2016	ROE năm 2016	ROA năm 2016	P/E năm 2018	P/B năm 2018
Thực phẩm đông lạnh Kido	143,0	62,5	6,4	56,1	13,0	29,7	15,5	16,4	3,6
Trung bình	3.495,1	1.186,2	178,8	40,5	13,1	25,4	16,8	26,6	4,0
Vinamilk	9.483,2	2.092,2	418,1	47,7	22,5	39,3	32,9	19,8	8,2
Tập đoàn Masan	2.889,7	1.935,8	124,8	29,9	13,9	17,5	3,9	18,9	2,8
Masan hàng tiêu dùng	1.250,1	616,5	119,8	45,3	20,2	23,8	15,3	-	-
Tập đoàn Kido	357,5	100,1	52,5	39,1	(4,4)	21,0	15,1	41,0	1,1
Trung bình ngành các nước châu Á đang phát triển (trừ Trung Quốc)	2.457,7	1.283,7	84,5	32,0	13,5	28,3	13,7	25,4	7,4

Nguồn: Bloomberg, ACBS

Các công ty này có biên LN gộp trung bình và biên LN từ HĐKD trung bình lần lượt là 40,5% và 13,1% vào năm 2016. Cũng trong năm 2016, KDF có tỷ suất LN gộp đạt 56,1%, cao hơn mức trung bình ngành nhưng tỷ suất LN từ HĐKD ngang với mức trung bình ngành.

VNM và MSN đang giao dịch ở mức 19,8 lần và 18,9 lần EPS dự phóng năm 2018. So về quy mô và tính hiệu quả của mô hình kinh doanh (tỷ suất lợi nhuận, chi phí SG&A trên doanh thu thấp hơn và hệ thống phân phối hiệu quả hơn...), chúng tôi tin rằng định giá cp KDF nên chiết khấu so với các cp như VNM và MSN.

Chúng tôi đặt PE mục tiêu là 17x cho KDF. Với mức EPS sự phóng năm 2018 là 3.478 đồng/cp (+10,8% n/n), chúng tôi đặt được mức giá trị hợp lý là 59.120 đồng/cp, phù hợp với định giá bằng phương pháp DCF của chúng tôi.

Chúng tôi cũng so sánh KDF với các công ty cùng ngành thuộc các nước châu Á đang phát triển (trừ Trung Quốc) hiện có mức vốn hóa thị trường từ 300 triệu USD trở lên. Nhóm này đang giao dịch với mức PE và PB dự phóng năm 2018 lần lượt là 25,4x và 7,4x.

So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực

Công ty	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Doanh thu năm 2016 (triệu USD)	LNR năm 2016 (triệu USD)	Biên LN gộp năm 2016	Biên LN HĐKD 2016	ROE năm 2016	ROA năm 2016	P/E năm 2018	P/B năm 2018
Thực phẩm đông lạnh Kido	143,0	62,5	6,4	56,1	13,0	29,7	15,5	16,4	3,6
Trung bình	2.457,7	1.283,7	84,5	32,0	13,5	28,3	13,7	25,4	7,4
JG Summit Holdings	10.853,8	4.851,6	230,0	37,4	18,4	4,7	1,7	17,7	1,9
Nestle India Ltd	10.781,2	1.363,4	137,9	-	14,8	31,8	14,4	48,1	21,4
Britannia Industries Ltd	7.995,0	1.336,8	131,9	-	12,9	36,9	23,3	50,6	15,5
Indofood CBP Sukses Makmur	7.503,8	2.592,2	270,8	31,5	14,2	21,8	13,0	23,7	4,7
Charoen Pokphand Foods	6.805,9	13.165,0	416,7	15,6	6,6	11,8	2,7	15,2	1,2
Universal Robina Corp	6.414,4	2.378,8	322,6	32,7	14,5	21,6	12,0	24,4	3,6
Indofood Sukses TBK	5.471,1	5.020,3	311,7	29,1	12,5	14,7	4,8	15,2	2,1
Nestle (Malaysia) Berhad	4.738,4	1.224,0	154,0	39,4	16,9	94,0	25,6	27,7	29,6
Mayora Indah PT	3.555,3	1.380,1	101,9	26,7	12,6	24,2	11,2	28,2	5,6
Glaxosmithkline Consumer	3.221,9	594,6	98,0	-	19,3	22,2	13,9	29,7	6,1
Thai Union Group	2.715,4	3.808,8	148,9	14,8	5,7	11,9	4,1	13,9	1,7
Carabao Group Pcl	2.604,4	282,5	42,2	35,9	16,5	22,6	17,4	45,8	11,0
Thai President Food Pub	1.441,6	357,1	61,4	29,3	17,5	14,8	11,2	-	-
D&L Industries Inc	1.412,6	468,4	55,3	18,2	14,6	19,7	13,8	21,8	4,4
DCM Shriram Ltd	1.203,2	863,4	82,3	-	11,7	23,9	10,4	12,2	2,6
Ultrajaya Milk Ind & Trading	1.093,7	352,4	52,8	34,9	18,9	22,5	18,1	18,0	-
Century Pacific Food	1.052,9	595,9	55,9	30,4	12,7	23,2	14,5	16,8	3,1
Taokaenoi Food & Marketing	968,1	133,4	22,2	35,8	21,3	38,5	26,5	30,0	11,0
Dutch Lady Milk Inds	898,9	253,3	36,0	42,4	18,8	92,4	31,9	24,7	22,8
Olympic Industries Ltd	672,3	140,2	20,8	33,7	18,3	41,1	24,3	25,2	-
Engro Foods Ltd	626,8	423,4	22,8	22,6	8,5	14,9	9,4	29,5	4,7
Salim Ivomas Pratama	620,0	1.092,9	40,5	23,7	13,7	3,8	1,7	10,7	0,5
Nestle Lanka Plc	569,0	249,5	30,1	38,9	15,5	87,9	34,6	19,8	16,3
Heritage Foods Ltd	547,6	394,2	10,0	-	3,9	24,7	10,8	46,0	8,1
Venky's (India)	534,5	369,3	18,6	-	10,6	26,3	8,7	22,2	5,1
Zydus Wellness	533,1	64,2	16,3	-	21,3	20,9	17,4	29,3	-
Nippon Indosari	468,0	189,7	21,1	51,6	17,4	21,6	10,0	19,6	3,1
Unilever Pak Foods	391,9	90,4	12,2	44,4	17,8	73,3	28,2	-	-
Kawan Food Bhd	386,5	45,2	8,0	47,0	21,2	13,0	10,5	23,4	3,5
Kwality Ltd	373,7	1.025,0	29,0	-	6,3	19,7	7,0	11,2	1,8
Siantar Top Pt	362,4	197,7	13,1	20,9	11,4	16,3	8,2	-	-
Malee Group Pcl	358,3	185,4	15,0	32,2	11,2	37,5	15,9	21,5	6,2
President Rice Products	347,1	38,5	18,1	19,9	6,9	16,7	15,9	-	-
Parag Milk Foods Ltd	331,0	258,2	2,6	-	3,4	3,4	1,5	38,3	2,9
RFM Corporation	317,9	267,5	21,1	41,5	11,3	10,1	7,0	-	-
National Foods Ltd	307,1	160,5	9,1	32,3	7,9	33,1	11,8	-	-

Source: Bloomberg, ACBS

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ GMD	Giá hiện tại (đồng):	57.100	Giá mục tiêu (đồng):	59.200	Vốn hóa (tỷ đồng):	3.248
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	1.067,9	1.396,8	1.756,2	2.202,0	2.674,6	3.153,3
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-	30,8%	25,7%	25,4%	21,5%	17,9%
GVHB trừ khấu hao	463,1	577,1	774,5	994,9	1.245,4	1.530,9
Chi phí bán hàng và QLDN	492,4	601,0	724,1	926,0	1.120,3	1.295,3
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>46,1%</i>	<i>43,0%</i>	<i>41,2%</i>	<i>42,1%</i>	<i>41,9%</i>	<i>41,1%</i>
EBITDA	131,5	230,7	316,0	344,3	368,6	374,3
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>12,3%</i>	<i>16,5%</i>	<i>18,0%</i>	<i>15,6%</i>	<i>13,8%</i>	<i>11,9%</i>
Khấu hao	24,4	36,8	47,9	61,3	76,6	95,0
Lợi nhuận từ HĐKD	87,9	181,9	209,8	219,8	232,2	232,1
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>8,2%</i>	<i>13,0%</i>	<i>11,9%</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,7%</i>	<i>7,4%</i>
Chi phí lãi vay ròng	0,2	5,3	5,4	-6,6	-16,2	-29,1
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,1%</i>	<i>-5,7%</i>	<i>26,3%</i>	<i>10,9%</i>
Thuế	22,8	33,5	27,1	29,2	31,4	32,6
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>22,9%</i>	<i>19,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,0%</i>
Lợi ích CĐT	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	76,9	142,6	175,8	194,7	213,7	224,7
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>7,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,1%</i>
Tiền mặt đạt được	120,5	191,4	282,0	319,3	350,0	366,9
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	17,7	56,0	56,0	56,0	56,0	56,0
EPS (VND)	2.285,5	3.469,5	3.138,4	3.477,7	3.815,6	4.011,7
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VND)	2.285,5	3.469,5	3.138,4	3.477,7	3.815,6	4.011,7
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	-	51,8%	-9,5%	10,8%	9,7%	5,1%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-69,1	4,0	69,8	63,9	-28,7	-28,7
Capex	180,7	372,5	160,0	150,0	50,0	50,0
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	30,0	-181,2	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-2,2	-56,3	-30,0	-21,2	-14,9	-4,0
Dòng tiền tự do	-151,3	-206,6	196,4	227,5	257,3	263,2
Phát hành cp	17,7	56,0	56,0	56,0	56,0	56,0
Cổ tức đã trả	32,6	90,8	78,4	78,4	78,4	78,4
Thay đổi nợ ròng	183,9	74,0	-118,1	-149,1	-178,9	-184,8
Nợ ròng cuối năm	71,8	312,5	195,1	36,5	-160,0	-373,2
Giá trị doanh nghiệp	1.080,2	3.510,1	3.392,7	3.234,1	3.037,6	2.824,4
Vốn CSH	296,9	662,9	760,2	876,6	1.011,9	1.158,1
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16.810,9	11.837,4	13.575,8	15.653,5	18.069,1	20.680,8
<i>Nợ ròng / VCSH (%)</i>	<i>24,2%</i>	<i>47,1%</i>	<i>25,7%</i>	<i>4,2%</i>	<i>-15,8%</i>	<i>-32,2%</i>
<i>Nợ ròng / EBITDA (x)</i>	<i>0,5</i>	<i>1,4</i>	<i>0,6</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>-1,0</i>
Tổng tài sản	603,8	1.242,0	1.570,4	1.668,6	1.791,8	1.938,8

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<i>ROE (%)</i>	<i>51,8%</i>	<i>29,7%</i>	<i>24,7%</i>	<i>23,8%</i>	<i>22,6%</i>	<i>20,7%</i>
<i>ROA (%)</i>	<i>25,5%</i>	<i>15,5%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,3%</i>	<i>12,0%</i>
<i>ROIC (%)</i>	<i>25,5%</i>	<i>15,9%</i>	<i>12,8%</i>	<i>11,7%</i>	<i>11,6%</i>	<i>10,8%</i>
<i>WACC (%)</i>	<i>9,2%</i>	<i>10,5%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,6%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,8%</i>
<i>EVA (%)</i>	<i>16,3%</i>	<i>5,4%</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,1%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,0%</i>
<i>PER (x)</i>	<i>25,0</i>	<i>16,5</i>	<i>18,2</i>	<i>16,4</i>	<i>15,0</i>	<i>14,2</i>
<i>EV/EBITDA (x)</i>	<i>8,2</i>	<i>15,2</i>	<i>10,7</i>	<i>9,4</i>	<i>8,2</i>	<i>7,5</i>
<i>EV/FCF (x)</i>	<i>-7,1</i>	<i>-17,0</i>	<i>17,3</i>	<i>14,2</i>	<i>11,8</i>	<i>10,7</i>
<i>PBR (x)</i>	<i>3,4</i>	<i>4,8</i>	<i>4,2</i>	<i>3,6</i>	<i>3,2</i>	<i>2,8</i>
<i>PSR (x)</i>	<i>0,9</i>	<i>2,3</i>	<i>1,8</i>	<i>1,5</i>	<i>1,2</i>	<i>1,0</i>
<i>EV/sales (x)</i>	<i>1,0</i>	<i>2,5</i>	<i>1,9</i>	<i>1,5</i>	<i>1,1</i>	<i>0,9</i>
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,5%</i>

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM

Tel: (+84 28) 3823 4159

Fax: (+84 28) 3823 5060

Chính hành Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (+84 24) 3942 9395

Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

chilkt@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản

Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện

Nguyễn Trí Cường

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế vĩ mô

Trần Vi Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

phuctv@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Đặng Mạnh Hùng

(+84 28) 3823 4798

hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận GDKHĐC

GDKHĐC

Huỳnh Thị Mỹ Hạnh

(+84 28) 5404 6632

hanhhtm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Xuân Hằng

(+84 28) 3823 4160

hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 5404 6626

thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thế Mạnh

(+84 28) 5404 6630

manhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày ở đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2017). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.