

Giá thị trường: 15.230 đồng
Giá trị: 44.670 đồng
Vốn hóa thị trường: 184 tỷ đồng
Giá cao nhất 52 tuần: 103.000 đồng
Giá thấp nhất 52 tuần: 12.900 đồng

ROE: 15.43%
ROA: 6.35%
EPS: 3,195 đồng
P/E: 3.5

Khuyến nghị: Mua**Ngành: Lương thực & Thực phẩm****Nhận định:****Kết quả kinh doanh**

Cơ bản sữa nhiễm Melamine có ảnh hưởng nghiêm trọng tới các doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm sử dụng nguyên liệu là sữa như NKD. Tuy nhiên, với mục tiêu xuất khẩu và sản xuất hướng vào tầng lớp trung lưu, NKD sử dụng nguồn nguyên liệu sữa nhập khẩu từ các nhà sản xuất uy tín từ các nước Úc, Pháp, New Zealand, Thái Lan ... Kinh tế thế giới suy thoái tác động mạnh tới nền kinh tế, sản xuất và tiêu dùng của người dân Việt Nam. Tuy nhiên với chiến lược đúng đắn, NKD vẫn đạt được tốc độ tăng doanh thu cao trong năm 2008 với doanh thu thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 678.4 tỷ đồng tăng 21% so với năm 2007.

Hệ thống phân phối, đại lý trải dài khắp 28 tỉnh thành miền Bắc với trên 40 nhà phân phối và hơn 20.000 cửa hàng bán lẻ, siêu thị cùng 8 cửa hàng giới thiệu sản phẩm tại Hà Nội (Bakery).

Đầu tư tài chính chưa phải là một thế mạnh của NKD khi tổng chi cho hoạt động tài chính năm 2008 lên tới hơn 35 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thu về chỉ hơn 4 tỷ đồng. Khoản lỗ từ hoạt động tài chính này đã kéo lợi nhuận của cả năm 2008 giảm 45% so với cùng kỳ năm trước xuống còn 39.2 tỷ đồng.

Vị thế của doanh nghiệp

- Tính đến cuối năm 2008, thương hiệu Kinh Đô (NKD và KDC) chiếm 30% thị phần trên thị trường sản xuất bánh kẹo.
- Sở hữu hệ thống bán lẻ rộng khắp miền Bắc (40 nhà phân phối và 20.000 cửa hàng bán lẻ, siêu thị)
- Giá trị thương hiệu đã được xây dựng và khẳng định trong suốt 10 năm qua

Tăng trưởng EPS

Theo tính toán của chúng tôi, lợi nhuận trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của NKD là 3.195 đồng/cổ phiếu, giảm 59% so với cùng kỳ năm 2007. Tỷ lệ trả cổ tức của NKD là 18% tương đương với 1.800đ/CP – mức trả cổ tức cao nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Triển vọng của công ty năm 2009

Với chiến lược kinh doanh tập trung chính vào thị trường nội địa, doanh thu từ hoạt động xuất khẩu chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong doanh thu, theo đó, trong thời gian tới, chúng tôi đánh giá NKD sẽ không chịu nhiều tác động của doanh thu từ xuất khẩu giảm sút do tác động của kinh tế suy thoái và vẫn duy trì những dự báo lạc quan về triển vọng kinh doanh của công ty trong những năm tới với tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình từ 20-25%.

Khuyến nghị đầu tư đưa ra với cổ phiếu NKD

Tuy không thực sự hấp dẫn trong thời điểm hiện tại do còn một số khó khăn trước mắt liên quan tới hoạt động đầu tư tài chính, tuy nhiên, với tiềm năng phát triển của ngành cùng với khả năng nội tại của doanh nghiệp, NKD vẫn là cổ phiếu nên được cân nhắc để đầu tư dài hạn.

Chuyên viên phân tích: Vũ Thị Diệu Linh

ĐT: 04.3 7262620 ext 3126

Email: linhvtd@thanglongsc.com.vn**Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư****Công ty Chứng khoán Thăng Long****Địa chỉ:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà nội;

Điện thoại: +84 (4) 3726 2600

Fax : +84 (4) 3726 2601

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Tầng 2, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84 (8) 3910 6411

Fax : +84 (8) 3910 6412

Phòng Giao dịch Lý Nam Đế:

14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội

Điện thoại: +84 (4) 3733 7671

Fax : +84 (4) 3733 7670

Phòng Giao dịch Tôn Đức Thắng:

02 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84 (8) 3910 2215

Fax : +84 (8) 3910 2216

Website : <http://www.thanglongsc.com.vn>



Địa chỉ: Km 22, Quốc lộ 5, Thị trấn Bần Yên Nhân, Huyện Mỹ Hào, tỉnh Hưng Yên

ĐT: +84.321.3942128

Fax: +84.321.3943146

Website: <http://www.kinhdo.vn>

Ngày niêm yết: 02/12/2004

Giá chào sàn: 27.000 đồng

Vốn điều lệ: 12.296.729.000 đồng

Một số thương hiệu nổi tiếng của NKD

- Cracker: AFC, Cossy, Future choice
- Cookies: Korento, Rosette, Fruitino
- First Pie, Sophie, IDO
- Bánh mì: Scotti, Aloha
- Solite: Layer cake, Swiss roll, Cup cake
- Bánh Trung thu Kinh Đô
- Kem Merino

Diễn biến giá trong 52 tuần



(Nguồn: TSC tổng hợp)

Tổng quan doanh nghiệp

Quá trình phát triển: Công ty Cổ phần Chế biến Thực phẩm Kinh Đô miền Bắc được thành lập theo Quyết định số 139/QĐ-UB ngày 19 tháng 8 năm 1999 của Ủy Ban Nhân dân tỉnh Hưng Yên và Giấy Chứng nhận đăng ký kinh doanh số 050300001 ngày 28 tháng 1 năm 2000 của Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Hưng Yên với tổng số vốn điều lệ ban đầu là 10.000.000.000 đồng. Sau khi cổ phần hóa, công ty đã giành được nhiều thành công trong hoạt động kinh doanh. Năm 2007, lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng mạnh lên mức 47.7 tỷ đồng – chiếm 48.9% lợi nhuận trước thuế của công ty. Thị phần của thương hiệu Kinh Đô (bao gồm KDC và NKD) hiện đang chiếm 30% thị phần trên thị trường. Ngày 15/12/2004, Công ty thực hiện niêm yết trên trung tâm giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh với số lượng 5.000.000 cổ phiếu niêm yết.

Hoạt động kinh doanh chính: Sản xuất, chế biến thực phẩm, thực phẩm công nghệ và bánh cao cấp các loại, mua bán lương thực, thực phẩm và rượu bia các loại, thuốc lá điều sản xuất trong nước và cho thuê nhà xưởng.

Trong các mảng hoạt động kinh doanh trên, mảng dịch vụ kinh doanh chính của công ty là sản xuất các loại bánh kẹo cao cấp. Phân mảng thị trường mà NKD hướng tới là thị trường trung và cao cấp. Đây là một lợi thế của thương hiệu NKD nói riêng và thương hiệu Kinh Đô nói chung do trên thị trường Việt Nam, đối thủ cạnh tranh trên thị trường này chưa nhiều.

Thị phần trên thị trường: Cùng với KDC, thương hiệu Kinh Đô miền Bắc đang chiếm 30% thị phần trên thị trường bánh kẹo Việt Nam. Thương hiệu này có được là do sự đóng góp của các sản phẩm chiến lược của Kinh Đô như crackers (chiếm 35% thị phần cả nước, bánh cao cấp trung thu của Kinh Đô chiếm 70% thị phần bánh trung thu).

Thành tựu đạt được

Từ khi thành lập cũng như khi niêm yết, NKD đã giành được nhiều thành công. Năm 2006, tổng tài sản là 330.9 tỷ, doanh thu 419 tỷ và lợi nhuận 60.7 tỷ. Năm 2007, chứng kiến tốc độ tăng trưởng vượt bậc của NKD với tổng tài sản là 628.5 tỷ, doanh thu 561 tỷ và lợi nhuận là 72.3 tỷ. Con số này của năm 2008 lần lượt là 618.7 tỷ, 678.3 tỷ và 39.2 tỷ. Tuy nhiên, ngay từ cuối năm 2007, chúng tôi đã bắt đầu bán khoản về chất lượng và tốc độ tăng trưởng tài sản của NKD. Tại thời điểm đó, tổng tài sản tăng mạnh không chỉ do tiền tăng lên (khoản tiền và các khoản tương đương tiền tăng 803.6)% mà hàng tồn kho cũng tăng 48.7% và đầu tư chứng khoán ngắn hạn tăng 694%. Bên cạnh đó, NKD bắt đầu đầu tư chứng khoán dài hạn.

Thực tế kết quả kinh doanh của năm 2008 đã xác nhận những bán khoản của chúng tôi là có cơ sở. Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận không theo kịp tốc độ tăng trưởng tài sản do năm 2007. Trong khi doanh thu tăng trưởng 34% thì giá vốn hàng bán tăng mạnh (40%), chi phí bán hàng tăng 31.8% và chi phí tài chính tăng 197.8%.

Chiến lược phát triển

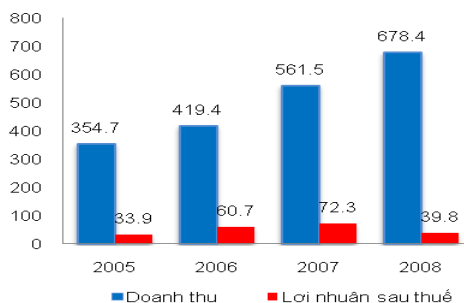
Trong những năm tới, công ty CP CBTP Kinh Đô miền Bắc tập trung đa dạng hóa kênh phân phối, thâm nhập vào thị trường xuất khẩu nước ngoài, nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, thương hiệu – nhãn hiệu mới, giảm giá thành sản phẩm. Công ty cũng dự đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất bánh kẹo để nâng công suất của công ty và đầu tư vào lĩnh vực tài chính.

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	2006	2007	2008
DTT	419.4	561.5	678.4
GVHB	306.0	429.4	515.0
LNST	60.7	72.3	39.3
ROE (%)	30.25	28.73	15.43
EPS	7.237	7.184	3.195

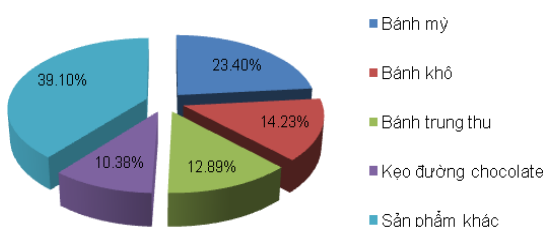
(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp và dự báo – Đơn vị: tỷ đồng, EPS: đồng)

Doanh thu & Lợi nhuận



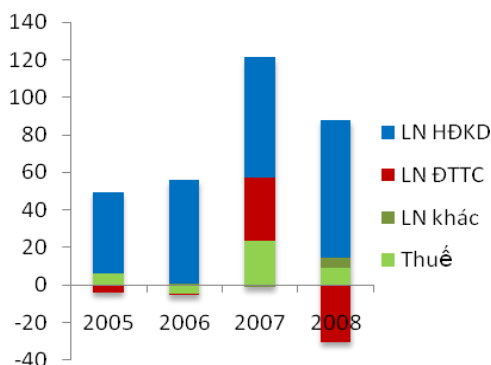
(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Cơ cấu doanh thu 2008



(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

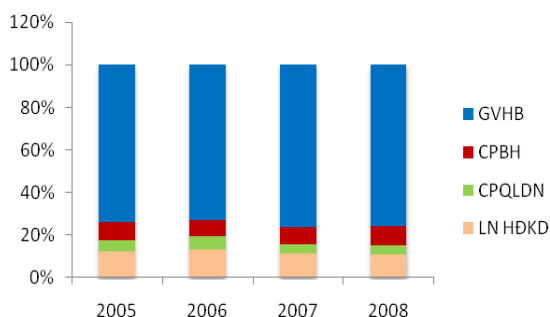
Cơ cấu lợi nhuận



(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh

(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)



Hoạt động sản xuất kinh doanh

Cũng giống như đối thủ cạnh tranh trong ngành, hiện nay NKD tập trung phát triển hoạt động kinh doanh. Thị trường chính của NKD là miền Bắc và miền Trung, trong đó, thị phần của công ty hiện chiếm khoảng 30% thị trường bánh kẹo phía Bắc phạm vi từ Hà Tĩnh trở ra. Hiện nay, công ty đang dự định mở rộng thị trường xuất khẩu dựa trên mối khách hàng của Kinh Đô miền Nam. NKD tham gia vào cả 2 lĩnh vực: chế biến thực phẩm và đầu tư tài chính, trong đó hoạt động kinh doanh chủ đạo là sản xuất các loại bánh cao cấp phục vụ cho nhu cầu tiêu dùng trong nước và hướng tới xuất khẩu. Tại thời điểm này, Kinh Đô có 250 loại nhãn hiệu bánh kẹo khác nhau trong đó chia thành 4 nhóm sản phẩm chính chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu:

- **Bánh khô:** thế mạnh của NKD, hiện NKD đang chiếm thị phần lớn trên thị trường nội địa về một số sản phẩm như: crackers, cookies, bánh cuốn, bánh quế, snack. Giai đoạn 2006-2008, bánh khô thường chiếm 13-15% doanh thu.
- **Bánh trung thu:** Kinh Đô được biết đến là doanh nghiệp dẫn đầu về sản xuất bánh trung thu công nghiệp với hương vị thơm ngon, mẫu mã đẹp, sang trọng, tiện lợi và giá cả hợp lý. Tuy doanh thu bánh trung thu chỉ chiếm khoảng 12-15% tổng doanh thu của công ty nhưng lại chiếm tỷ 60-70% tổng doanh thu toàn thị trường.
- **Bánh mì:** Hiện doanh thu về bánh mì chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng doanh thu (23-25%) của NKD và thương hiệu bánh mì Kinh Đô cũng chiếm thị phần lớn nhất trên thị trường do yêu cầu về tiêu chuẩn sản xuất các loại bánh mì này rất cao nên hầu như ít nhà sản xuất trong nước có thể cạnh tranh với Kinh Đô về mảng này.
- **Các sản phẩm kẹo (Chocolate Ball, koko choco):** các sản phẩm kẹo chiếm tỷ trọng lớn thứ tư trong tổng doanh thu. Tuy đây không phải là nhóm sản phẩm mục tiêu của công ty nhưng NKD luôn chú trọng nâng cao mẫu mã và chất lượng của sản phẩm để đáp ứng nhu cầu và thị hiếu của khách hàng, đồng thời đảm bảo tính cạnh tranh của sản phẩm. Tỷ trọng của nhóm sản phẩm này trong doanh thu thường 9-11%.

Năm 2008, 4 nhóm sản phẩm trên vẫn chiếm tỷ trọng chính trong doanh thu tuy nhiên, tỷ trọng về bánh mì có xu hướng tăng so với năm 2007, chứng tỏ sản phẩm bánh mì của NKD có ưu thế cạnh tranh ưu việt hơn các sản phẩm của đối thủ cạnh tranh.

Tổng doanh thu của NKD giai đoạn 2005-2008 tăng trung bình 20%. Năm 2008, bất chấp nhiều biến động trên thị trường sữa, sự kiện sữa nhiễm Malemine và nguyên liệu đầu vào, cùng với các chi phí sản xuất như điện tăng, NKD vẫn đạt được tốc độ tăng doanh thu bán hàng 21% - mức tăng trưởng doanh thu cao nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành. Điều này chứng tỏ hoạt động kinh doanh và quản lý sản xuất hiệu quả của NKD.

Chỉ tiêu	2007				2008			
	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC
DTT	561.5	1,238	456.0	344	678	1,431	544	416
% tăng trưởng	34	24	32.9	4.3	21	15.6	19.3	20.9

Lợi nhuận của NKD tăng trung bình 30%, đóng góp chính vào lợi nhuận vẫn là lợi nhuận thu được từ hoạt động kinh doanh bánh kẹo. Tỷ trọng lợi nhuận tài chính cũng tăng dần giai đoạn 2005-2007, đặc biệt là năm 2007, lợi nhuận từ hoạt động tài chính chiếm hơn 30% lợi nhuận của toàn công ty. Tuy nhiên, chính khoản lỗ hoạt động đầu tư tài chính (-30.6 tỷ) năm 2008 đã kéo lợi nhuận của năm 2008 giảm 45.7% so với năm 2007.

Cơ cấu chi phí

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008
GVHB/DTT	73.89%	72.98%	76.47%	75.93%
CPBH/DTT	8.64%	7.90%	7.78%	8.96%
CPQLDNTT	5.12%	5.89%	4.38%	4.23%

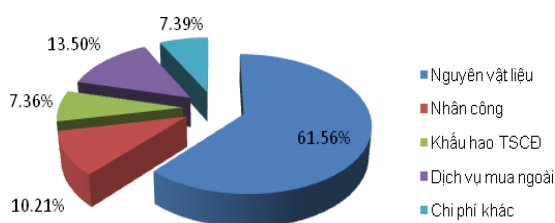
(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Cơ cấu chi phí sản xuất

Chi phí sản xuất	Q4-2008	Tỷ trọng so với doanh thu 2007	2006
Giá vốn hàng bán	177,355	72.98%	76.47%
Nguyên vật liệu	94,926	80.10%	36.70%
Nhân công	15,740	9.71%	4.84%
Khấu hao TSCĐ	11,345	6.33%	2.61%
Dịch vụ mua ngoài	20,813	7.17%	3.19%
Chi phí khác	11,389	19.97%	8.45%

(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Cơ cấu chi phí Quý IV/2008



(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh

Tỷ trọng giá vốn hàng bán/DTT có xu hướng giảm giai đoạn 2005-2008, riêng năm 2007 tỷ trọng này có tăng so với năm 2006. Nguyên nhân là do năm 2007 giá nguyên vật liệu đặc biệt là sữa tăng gần gấp đôi, gây ảnh hưởng không nhỏ tới các doanh nghiệp sản xuất sử dụng nguyên liệu đầu vào là sữa như NKD. Tuy nhiên, mức tăng cũng không đáng kể, thể hiện khả năng chuyển sự tăng giá nguyên liệu vào giá bán là hợp lý. Chi phí quản lý doanh nghiệp ngày càng giảm qua các năm, thể hiện sự quản lý hiệu quả doanh nghiệp. Chi phí bán hàng của NKD vẫn duy trì xu hướng tăng nguyên nhân do hàng năm NKD vẫn dành nguồn ngân sách khá lớn cho hoạt động quảng bá thương hiệu và xúc tiến bán hàng. Tuy nhiên, tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu vẫn ở mức hợp lý (chi phí bán hàng bình quân trong ngành 10%-12% doanh thu).

Cơ cấu chi phí

Về giá vốn hàng bán: Giá vốn hàng bán chiếm từ 72-77% doanh thu, như vậy năm 2008 cứ 100 đồng doanh thu, NKD phải mất gần 77 đồng chi phí. Tỷ lệ này có xu hướng giảm so với năm 2007, chứng tỏ NKD đã thành công trong việc dự trữ và kiểm soát giá cả nguyên vật liệu đầu vào của mình.

Chi phí sản xuất của NKD bao gồm chi phí nguyên vật liệu đầu vào, chi phí nhân công, khấu hao tài sản cố định, chi phí dịch vụ mua ngoài và chi phí khác. Trong đó chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng cao nhất trong chi phí (60-65%), chi phí nhân công (7-10%), chi phí khấu hao tài sản cố định và chi phí dịch vụ mua ngoài (5-8%), các chi phí khác (13-16%).

Về chi phí nguyên vật liệu: chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng từ 60-65% giá thành sản phẩm, việc tăng giảm chi phí nguyên vật liệu có ảnh hưởng trực tiếp tới hoạt động của công ty do thị trường cạnh tranh nên công ty không thể tăng giá sản phẩm ngay khi giá nguyên vật liệu tăng. Nguyên vật liệu đầu vào của NKD là bột mì, trứng, sữa, đường, bơ kem các loại. Các loại bơ, kem, trứng được Kinh Đô nhập khẩu từ các nhà sản xuất có uy tín trong nước với giá cạnh tranh, nguồn cung ổn định, đảm bảo an toàn thực phẩm.

Trong thời gian vừa qua sự kiện sữa nhiễm Melamine đã tác động lớn tới các doanh nghiệp sản xuất sử dụng nguyên liệu đầu vào là sữa trong đó có NKD. Trước tình hình đó, công ty đã chủ động gửi 10 mẫu sữa thành phẩm tới Trung tâm dịch vụ Phân tích thí nghiệm (Sở KH&CN TP. Hồ Chí Minh) để kiểm nghiệm, kết quả là 10 mẫu sữa không nhiễm Melamine. Nguồn nguyên liệu sữa được Kinh Đô chọn lọc từ các nhà sản xuất uy tín của Việt Nam và nhập khẩu từ các nước Pháp, Úc, New Zealand, Thái Lan, ... Chiến lược đúng đắn này đã giúp NKD vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu trên 20% trong năm qua. Việc chính phủ đề xuất tăng thuế nhập khẩu sữa từ 10-34% để thúc đẩy ngành chăn nuôi trong nước, điều này có thể ảnh hưởng lớn tới NKD khi nguồn sữa thành phẩm lại chủ yếu được nhập khẩu từ nước ngoài. Do đó, doanh nghiệp cần có những chiến lược để hạn chế tác động tăng sản phẩm khi nguyên liệu tăng hoặc lựa chọn những nguồn cung trong nước rẻ, đảm bảo chất lượng.

Tình trạng giá đường thấp trong thời gian cuối năm 2008 đã buộc người trồng mía phải cắt giảm diện tích trồng mía cho các loại cây khác ra lợi nhuận tốt hơn. (Cụ thể, tại New York giá đường ngày 7/10/2008 đã giảm xuống mức thấp kỷ lục 12 US cent/1 lb). Nhiều công ty đường lâm vào tình trạng thua lỗ nên dự án bị ngưng trệ. Tuy nhiên, theo dự đoán, tình hình tiêu thụ đường không chịu tác động của khủng hoảng tài chính, nhu cầu vẫn tăng bền vững, do đó sự thiếu hụt về nguồn cung này có thể tác động mạnh tới giá đường trong thời gian tới.

Vì vậy, theo chúng tôi quan sát, dựa trên những kinh nghiệm đã trải qua trong nhiều đợt biến động giá nguyên vật liệu đầu vào trước đó, NKD cần phải có chính sách nhập khẩu, dự trữ để hạn chế mức thấp nhất việc tăng giá đường nguyên liệu sẽ ảnh hưởng tới giá thành sản phẩm.

Hệ thống phân phối

Hệ thống phân phối của công ty trải rộng khắp 28 tỉnh phía Bắc với trên 40 nhà phân phối và hơn 20.000 cửa hàng bán lẻ, siêu thị cùng với các cửa hàng giới thiệu sản phẩm (bakery) tại Thành phố lớn.

Năm 2008, NKD đã khai trương thêm 4 bakery trên thành phố Hà Nội, nâng tổng số Bakery lên 9. Tuy nhiên, tại thời điểm này số bakery giảm xuống còn 8, nguyên nhân không phải do hiệu quả kinh doanh của bakery này thấp mà do bakery này hết hạn hợp đồng thuê nhà, công ty chưa tìm được địa điểm mới. Tỷ lệ đóng góp của các bakery vào tổng doanh thu của công ty không lớn, các bakery chỉ mang tính chất là những cửa hàng giới thiệu sản phẩm tới người tiêu dùng cuối cùng và quảng bá các sản phẩm của Kinh Đô. Doanh thu chủ yếu là từ hoạt động phân phối bán hàng qua một nhà phân phối độc quyền tại mỗi tỉnh/thành phố.

Dự án đã triển khai: Góp vốn vào Nhà máy Tribeco miền Bắc

Dự án Tribeco miền Bắc có tổng số vốn đầu tư trên 100 tỷ đồng được trang bị hai dây chuyền máy móc hiện đại đạt tiêu chuẩn của khu vực và quốc tế. Chủ đầu tư của công trình này là 2 công ty thành viên thuộc hệ thống Kinh Đô: Công ty CP Tribeco Sài Gòn (80%) và Công ty CP CBTP Kinh Đô miền Bắc (15% vốn điều lệ tương đương với 7.5 tỷ đồng). Tổng chi phí cho dự án này là trên 100 tỷ đồng với diện tích xây dựng 30.000m² và đã đi vào hoạt động tháng 12 năm 2007. Nhà máy Tribeco miền Bắc được xây dựng hiện đại, với tổng năng lực sản xuất là 9 triệu két (thùng)/năm.

Việc NKD mua 15% cổ phần trong nhà máy Tribeco miền Bắc - một công ty chuyên cung cấp các sản phẩm nước giải khát, sữa đậu nành, nước ép trái cây chứng tỏ trong thời gian tới, bên cạnh những sản phẩm thế mạnh truyền thống của mình, NKD có mục tiêu mở rộng sang kinh doanh và cung cấp nước giải khát tại thị trường miền Bắc và một phần phục vụ nhu cầu xuất khẩu.

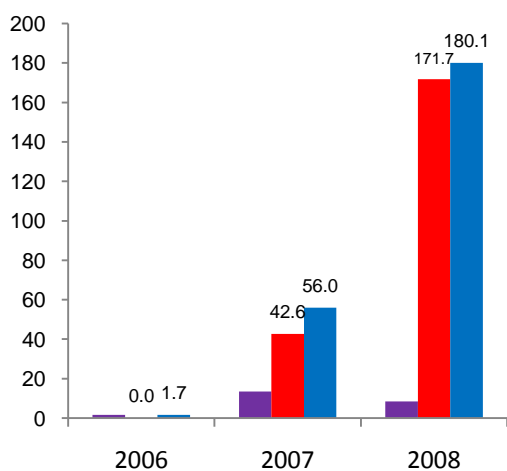
Hoạt động đầu tư tài chính

Nếu như năm 2005 công ty chưa có bất kỳ khoản đầu tư tài chính nào và tổng số vốn đầu tư tài chính của NKD năm 2006 chỉ chiếm 0.86% tổng vốn chủ sở hữu, đến năm 2007 công ty bắt đầu tham gia vào đầu tư vào thị trường chứng khoán với tổng số vốn đầu tư vào thị trường chứng khoán ngắn hạn (15.2 tỷ đồng) và đầu tư chứng khoán dài hạn (41.7 tỷ đồng). Kinh nghiệm của nhà đầu tư lần đầu tiên tham gia vào thị trường đã không đem lại cho NKD kết quả như mong muốn vào năm 2006 với khoản chi vượt quá thu tài chính. Song năm 2007 lại là một năm đầu tư hiệu quả của NKD với lợi nhuận từ hoạt động tài chính lên đến 33 tỷ chiếm hơn 30% tổng lợi nhuận của toàn công ty.

Năm 2008, tổng số vốn đầu tư của NKD tăng đột biến lên hơn 180 tỷ đồng, chiếm 70% tổng số vốn chủ sở hữu. Trong đó, có 24.3 tỷ đầu tư vào chứng khoán ngắn hạn, 7.5 tỷ góp vốn xây dựng nhà máy Tribeco miền Bắc, còn lại là khoản đầu tư cổ phiếu dài hạn chiếm 83.7% tổng số vốn đầu tư. Số vốn đầu tư dài hạn này chủ yếu đầu tư vào các cổ phiếu của Eximbank, Nutifood, Bourbon Tây Ninh.

Tuy nhiên, năm 2008 đầu tư tài chính không mang lại hiệu quả cho NKD với tổng chi phí tài chính lên tới 35 tỷ đồng (chi phí lãi vay 17 tỷ đồng + 15 tỷ đồng cho dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán) trong khi lợi nhuận thu lại chỉ hơn 4 tỷ đồng. Lợi nhuận âm từ hoạt động tài chính đã kéo lợi nhuận của năm 2008 giảm hơn 45% so với năm 2007, xuống còn 39.3 tỷ. Bên cạnh đó, công ty lại chưa có chính sách trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư dài hạn. Theo chúng tôi quan sát, NKD là một doanh nghiệp chuyên về sản xuất bánh kẹo cao cấp, đầu tư tài chính chưa phải là một thế mạnh của NKD. Tuy nhiên, theo chúng tôi, trong giai đoạn biến động của thị trường chứng khoán trong năm vừa qua, khoản lợi nhuận âm từ hoạt động tài chính đối với doanh nghiệp là không nằm ngoài dự đoán.

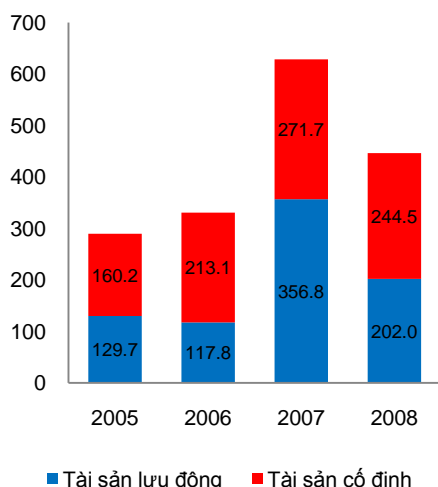
Cơ cấu vốn đầu tư



■ Đầu tư ngắn hạn ■ Đầu tư dài hạn ■ Tổng vốn đầu tư

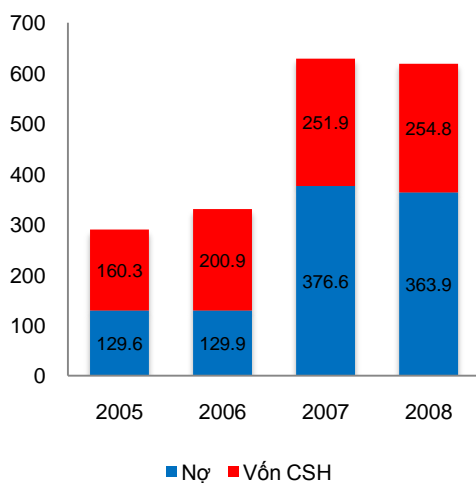
(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Cơ cấu tài sản



(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Cơ cấu nguồn vốn



(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cơ cấu Tài sản - Nguồn vốn

Cơ cấu tài sản

Tổng tài sản của NKD có xu hướng tăng giai đoạn 2005-2008. Sự tăng trưởng quy mô tổng tài sản chủ yếu ở tài sản ngắn hạn và một phần đầu tư dài hạn. Tương ứng với sự tăng trưởng về quy mô tổng tài sản là sự tăng trưởng tài sản ngắn hạn giai đoạn 2005-2007. Sự gia tăng chủ yếu từ hai nguồn: khoản tiền mặt và các khoản tương đương tiền tăng đột biến và hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn. Năm 2007, trong khoản mục tiền và các khoản tương đương tiền, tiền gửi ngân hàng chiếm 68.5%, các khoản tương đương tiền chiếm 32.5%. Khoản tiền 80 tỷ phát sinh trên khoản mục tiền và các khoản tương đương tiền – theo giải thích của doanh nghiệp – đó là khoản tiền nhận rồi trước khi phải thanh toán tiền cho khách hàng, doanh nghiệp gửi kỳ hạn vào ngân hàng để hưởng lãi suất. Đây là một lợi thế lớn của NKD do NKD có thể tận dụng được khoản chênh lệch về lãi suất trong thời gian lãi suất tăng liên tục vừa qua. Mặt khác, NKD có thể linh hoạt sử dụng các khoản tiền của mình để hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh hoặc đầu tư ngắn hạn khác khi cần thiết.

Tài sản dài hạn của NKD vẫn có sự tăng trưởng đều qua các năm, đáng chú ý vẫn là khoản đầu tư tài chính dài hạn tăng đột biến vào năm 2007-2008.

Nhìn chung, quy mô tổng tài sản của NKD tăng nhanh qua các năm đặc biệt là năm 2007. Điều này chứng tỏ năng lực sản xuất của NKD được tăng cao, quy mô sản xuất được mở rộng. Cơ cấu tài sản – nguồn vốn của NKD khá hợp lý khi vốn chủ sở hữu + vay dài hạn chiếm tỷ lệ chủ yếu trong tổng nguồn vốn, đảm bảo tài trợ cho tài sản cố định và đầu tư ngắn hạn.

So với các doanh nghiệp cùng ngành bánh kẹo là công ty CP Kinh Đô, công ty CP bánh kẹo Biên Hòa và công ty bánh kẹo Hải Hà, quy mô tổng tài sản của NKD tăng khá nhanh qua các năm, chứng tỏ hoạt động sản xuất kinh doanh của NKD luôn được đầu tư mở rộng.

Cơ cấu nguồn vốn

Tốc độ tăng về tổng nguồn vốn cũng tương ứng với tốc độ tăng về tổng tài sản. Tuy là doanh nghiệp sản xuất nhưng NKD hầu như không phải sử dụng đến các khoản vay dài hạn. Nguồn vốn chủ yếu tài trợ cho các hoạt động sản xuất, các dự án đầu tư và hoạt động tài chính của công ty là từ nguồn vay ngắn hạn và nguồn vốn chủ sở hữu. Năm 2007, khoản nợ ngắn hạn của công ty tăng đột biến so với năm 2006, chủ yếu là do các khoản vay ngắn hạn và phải trả tăng. Các khoản vay ngắn hạn của công ty chủ yếu là khoản vay ngân hàng theo hợp đồng vay tín chấp và sắp đến hạn phải trả. Khoản vay ngắn hạn này được dùng với mục đích bổ sung vốn lưu động. Điểm đáng chú ý trong nợ ngắn hạn là các khoản phải trả nội bộ cũng tăng đột biến so với năm 2006. Sau khi trao đổi với doanh nghiệp, chúng tôi được biết đây là những khoản vay chưa thanh toán cho nguyên vật liệu, bao bì... từ các doanh nghiệp trong tập đoàn Kinh Đô. Tuy nhiên, các khoản vay và nợ nội bộ này đã được công ty thanh toán hết trong năm 2008.

Tỷ lệ các khoản phải trả cho người bán cũng tăng dần qua các năm, chứng tỏ NKD ngày càng tạo uy tín đối với các nhà cung cấp nguyên vật liệu và tận dụng được vốn trả chậm khá lớn. Nguồn vốn chủ sở hữu của NKD được hình thành chủ yếu từ ba nguồn chính: vốn góp cổ phần, lợi nhuận giữ lại và thặng dư vốn cổ phần. Từ khi thành lập đến nay, NKD đã trải qua 7 lần tăng vốn điều lệ để đáp ứng nhu cầu mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, tăng tính chủ động về mặt tài chính. Tuy nhiên, trong cơ cấu nguồn vốn, tỷ trọng nợ trên tổng tài sản của NKD vẫn khá cao, điều này phần nào làm giảm tính chủ động trong hoạt động sản xuất kinh doanh do hoạt động của doanh nghiệp vẫn còn phụ thuộc vào nhiều khoản vốn vay ngân hàng.

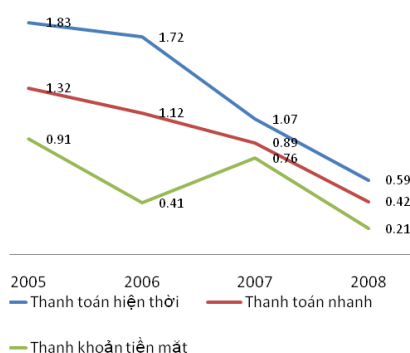
So sánh với các doanh nghiệp trong ngành

Chỉ tiêu	2006				2007				2008			
	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC
Doanh thu thuần	419	998	343	329.8	561.5	1,238	456	344	678	1,431	544	416
Tăng trưởng DT (%)					34	24	32.9	3	21	15.6	19.3	20.9
LN HĐKD	113.0	281.0	88	55.4	132	329	121	64	163	360	123	67
LN đầu tư TC	(0.5)	23.6	5.6	(2.5)	33.6	52.6	9.0	(1.5)	(30)	(8)	0.2	(3.9)
LN sau thuế	60.7	170.6	20.9	19	72	224	27	24	39	142	21	18.9
Tăng trưởng LN (%)	-	-	-	-	18.62	31.30	29.19	26.32	(45.83)	(36.61)	(22.22)	(21.25)
Tổng tài sản	330.9	936.0	242.9	166.8	628	3,067	379	197	618	3,167	628	205
Vốn điều lệ	84.0	299.9	89.9	40	100.7	469	107	54	122	571	154	54.7

(Nguồn: BCTC NKD, KDC, BBC, HHC - TSC tổng hợp)

Cùng với KDC, NKD duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cao nhất so với các doanh nghiệp khác cùng ngành điều này thương hiệu Kinh Đô là một thương hiệu uy tín trên thị trường. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng về lợi nhuận sau thuế của NKD lại ở mức chậm so với KDC và BBC, đặc biệt năm 2008, lợi nhuận sau thuế giảm mạnh trong khi lợi nhuận hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh nhất trong ngành. Có thể lý giải điều này do khoản lỗ từ hoạt động tài chính hơn 30 tỷ vào năm 2008.

Khả năng thanh toán



(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Các chỉ tiêu thanh toán

Hệ số thanh toán	2005	2006	2007	2008
Thanh toán hiện thời	1.83	1.72	1.07	0.59
Thanh toán nhanh	1.32	1.12	0.89	0.42
Thanh khoản tiền mặt	0.91	0.41	0.76	0.21

Giai đoạn 2005-2007, các chỉ tiêu thanh toán nhanh và hiện thời của NKD khá ổn định và lớn hơn 1, chứng tỏ sự an toàn trong thanh toán ngắn hạn cũng như sự cân đối về tài sản và nợ ngắn hạn. Điều này cũng cho thấy công ty có thể trang trải các khoản nợ ngắn hạn mà không cần đến nguồn thu hay doanh số bán. Các chỉ tiêu thanh toán ngắn hạn của NKD năm 2008 giảm mạnh so với giai đoạn 2005-2007, cùng với hệ số thanh khoản tiền mặt của NKD giảm mạnh do tốc độ giảm của tiền và các khoản tương đương tiền năm 2008 là 72% trong khi đó nợ ngắn hạn chỉ tăng 2.8%. Doanh nghiệp cần khắc phục để đảm bảo khả năng thanh toán về mức trung bình của ngành (1.91-1.99 và 0.27-0.64 giai đoạn 2007-2008).

So sánh với các công ty trong ngành – Chỉ tiêu thanh toán

Chỉ tiêu	2006				2007				2008			
	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC
Hệ số thanh toán hiện thời	1.72	1.52	2.77	1.56	1.07	3.75	1.27	1.56	0.59	2.17	3.45	1.77
Hệ số thanh toán nhanh	1.12	1.12	1.64	0.74	0.89	3.46	0.65	0.72	0.42	1.88	2.75	0.70
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.41	0.17	0.40	0.25	0.76	1.13	0.32	0.36	0.21	0.32	0.25	0.33

(Nguồn: BCTC NKD, KDC, BBC, HHC - TSC tổng hợp)

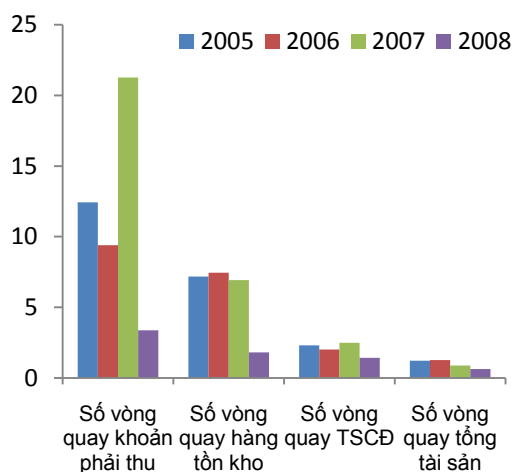
Các chỉ số về thanh toán của NKD không tốt so với chỉ số thanh toán của các doanh nghiệp cùng ngành đặc biệt trong năm 2008. Điều này khả năng chủ động trong thanh toán của NKD trong năm 2008 là không cao. Khả năng thanh toán trong ngắn hạn không tốt sẽ là một bất lợi cho NKD khi các nhà đầu tư cân nhắc đầu tư vào cổ phiếu này, theo đó, doanh nghiệp cần cố gắng cải thiện các chỉ số này để đảm bảo khả năng tài chính an toàn của mình.

Hiệu quả hoạt động

Các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động

Hiệu quả hoạt động	2005	2006	2007	2008
Số vòng quay khoản phải thu	12.44	9.39	21.26	11.11
Số vòng quay hàng tồn kho	7.18	7.46	6.93	8.77
Số vòng quay TSCĐ	2.31	2.02	2.50	2.77
Số vòng quay tổng tài sản	1.22	1.27	0.89	1.10

Nhóm chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của NKD không có nhiều biến động trong thời gian vừa qua. Số vòng quay khoản phải thu của NKD duy trì ở mức ổn



(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

định qua các năm (trung bình là 34 ngày/vòng). Riêng năm 2007, vòng quay khoản đạt mức cao nhất 21 vòng/năm, tương đương với thời gian thu hồi các khoản phải thu là 17 ngày. Tuy nhiên, khoản phải thu từ khách hàng lại có xu hướng tăng giai đoạn 2005-2008, có thể lý giải cho trường hợp này như sau: một là khoản phải thu tăng đồng nghĩa với việc NKD vẫn bị khách hàng chiếm dụng vốn kinh doanh do lượng vốn tồn đọng bên khách hàng chưa đổi về được, hai là đây có thể là chính sách ưu tiên của NKD cho các đại lý hoặc nhà phân phối của mình. Sau khi bán được hàng, khách hàng sẽ hoàn trả lại tiền hàng cho NKD.

Năm 2007, vòng quay hàng tồn kho của NKD giảm so với năm 2006, nguyên nhân là giai đoạn 2006-2007, nhu cầu của thị trường về các sản phẩm bánh cao cấp của Kinh Đô tăng vọt, buộc DN phải tăng năng lực sản xuất và duy trì hàng tồn kho ở một mức độ nhất định để đáp ứng những nhu cầu tăng đột biến của thị trường; mặt khác nguyên liệu sản xuất của NKD chủ yếu là các sản phẩm sữa – dễ bị biến động lớn buộc DN phải có chiến lược dự trữ để đối phó và hạn chế ảnh hưởng của việc tăng giá đối với giá nguyên liệu đầu vào. Năm 2008, số vòng quay hàng tồn kho đạt hiệu quả nhất giai đoạn 2005-2008, số vòng quay hàng tồn kho là 8.77 vòng tương đương 42 ngày/vòng. Điều này chứng tỏ khả năng quản lý hiệu quả hàng tồn kho của DN, hàng tồn kho bán được nhanh, vốn lưu kho thấp, tốc độ sản xuất kinh doanh được đẩy nhanh.

Hiệu quả hoạt động

Chỉ tiêu	2006				2007				2008			
	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC
Vòng quay khoản phải thu	9.4	5.1	10.34	9.16	21.3	2.2	15.07	13.96	11.1	3.4	5.45	16.60
Vòng quay hàng tồn kho	7.5	6.0	3.99	4.33	6.9	6.7	3.86	4.64	8.8	5.7	4.93	4.53
Vòng quay tài sản cố định	2.02	3.87	5.31	7.74	2.5	2.58	3.06	4.27	2.77	1.82	2.99	5.59

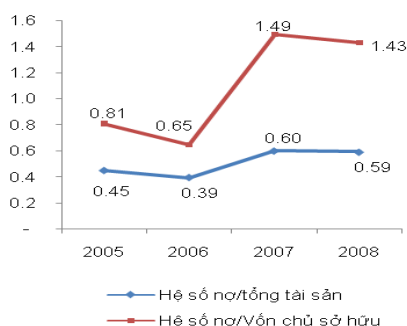
(Nguồn: BCTC NKD, KDC, BBC, HHC - TSC tổng hợp)

So với các doanh nghiệp trong cùng ngành, các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động của NKD tương đối tốt, phản ánh hoạt động hiệu quả của DN so với ngành. So với doanh nghiệp có vòng quay khoản phải thu lớn nhất trong ngành là HHC, vòng quay khoản phải thu của NKD năm 2008 chỉ đạt 11 vòng/năm tuy nhiên doanh thu thuần tăng trưởng 21% giai đoạn 2007-2008 đạt 678 tỷ đồng, có thể nói hệ số hoạt động của NKD là tương đối hiệu quả. Vòng quay khoản phải thu có xu hướng giảm có thể do giai đoạn này NKD áp dụng chính sách bán chịu đối với các đại lý/nhà phân phối lớn của mình.

Bảng số liệu so sánh cho thấy NKD là doanh nghiệp quản lý hàng tồn kho hiệu quả nhất trong ngành bánh kẹo với số vòng quay hàng tồn là 42 ngày/vòng tương ứng với gần 9 vòng quay trong một năm. NKD cần cố gắng duy trì lợi thế này của mình khi giá nguyên liệu vẫn biến động mạnh mà hàng tồn kho thấp, doanh thu tăng.

Hiệu quả sử dụng tài sản của NKD, đặc biệt là hiệu quả sử dụng tài sản cố định của NKD có xu hướng tăng dần qua các năm. Tuy nhiên, hiệu quả sử dụng tài sản cố định của NKD chưa tốt bằng các doanh nghiệp trong ngành do một đồng đầu tư vào tài sản cố định đem lại mức doanh thu thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành.

Chỉ tiêu đòn bẩy



(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Các chỉ tiêu đòn bẩy

Hệ số đòn bẩy	2005	2006	2007	2008
Tổng nợ/tổng tài sản	0.45	0.39	0.60	0.59
Tổng nợ/Vốn CSH	0.81	0.65	1.49	1.43

Hệ số nợ ở giai đoạn này duy trì mức cao (>1), chứng tỏ hoạt động của DN phụ thuộc khá nhiều vào các khoản vay ngắn hạn. Hệ số nợ/vốn chủ sở hữu của NKD có xu hướng tăng giai đoạn 2007-2008. Hệ số nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu có xu hướng giảm qua các năm trong đó khoản nợ ngắn hạn lại có xu hướng tăng mạnh qua các năm, kéo theo hệ số nợ ngắn hạn/vốn chủ hữu tăng mạnh, kéo theo tổng nợ/vốn chủ sở hữu tăng nhanh giai đoạn 2007-2008.

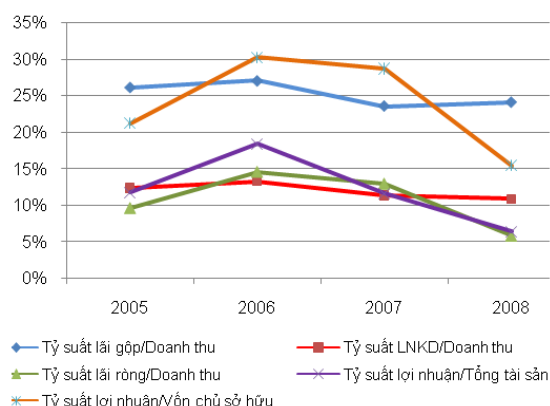
So sánh với các doanh nghiệp trong ngành – Hệ số đòn bẩy

Chỉ tiêu	2006				2007				2008			
	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.31	0.08	0.02	0.23	0.17	0.05	0.15	0.18	0.09	0.07	0.03	0.24
Nợ dài hạn / Tổng TS	0.19	0.05	0.01	0.10	0.07	0.04	0.08	0.10	0.04	0.05	0.02	0.13
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.34	0.52	0.31	10.60	1.32	0.19	0.68	0.69	1.34	0.28	0.24	0.66
Nợ ngắn hạn / Tổng TS	0.21	0.32	0.23	0.46	0.53	0.15	0.37	0.37	0.55	0.21	0.19	0.35
Tổng nợ / Tổng TS	0.39	0.37	0.25	0.56	0.60	0.19	0.45	0.47	0.59	0.26	0.21	0.47
Tổng nợ / Vốn CSH	0.65	0.60	0.33	1.29	1.50	0.24	0.83	0.87	1.43	0.35	0.27	0.90

(Nguồn: BCTC NKD, KDC, BBC, HHC - TSC tổng hợp)

Nhìn chung, hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành bánh kẹo dựa vào khoản vay nợ khá nhiều. Hệ số nợ của NKD duy trì ở mức cao và có xu hướng tăng so với các doanh nghiệp trong cùng ngành bánh kẹo. Xét riêng năm 2008, trong khi KDC, BBC và HHC có xu hướng giảm tỷ trọng các khoản nợ ngắn hạn thì các khoản nợ ngắn hạn của NKD lại tăng đột biến kéo theo hệ số tổng nợ/vốn chủ sở hữu cao nhất trong ngành. Có thể kết luận rằng, khả năng tự chủ về tài chính của NKD chưa cao bằng các doanh nghiệp trong ngành. Theo đó, doanh nghiệp cần có những biện pháp để cải thiện tình hình này.

Các chỉ tiêu sinh lời



(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp)

Các chỉ tiêu sinh lời

Chỉ tiêu sinh lời	2005	2006	2007	2008
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	26.11%	27.02%	23.53%	24.07%
Tỷ suất LNKD/Doanh thu	12.35%	13.23%	11.37%	10.88%
Tỷ suất lãi ròng/Doanh thu	9.57%	14.48%	12.88%	5.79%
Tỷ suất lợi nhuận/Tổng tài sản	11.71%	18.35%	11.51%	6.35%
Tỷ suất lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu	21.18%	30.22%	28.71%	15.42%

Năm 2008 có thể coi là năm hoạt động không hiệu quả của NKD khi tất cả các chỉ số thể hiện chi tiêu sinh lời đều giảm mạnh so với các năm trước. Tỷ suất lợi nhuận/vốn chủ sở hữu của NKD vẫn duy trì ở mức an toàn khi cao hơn trung bình của ngành (14%). Tuy nhiên, năm 2008 tỷ suất lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu của NKD giảm mạnh trong khi doanh thu thuần tăng 21%. Nguyên nhân một phần là do chi phí về giá vốn hàng bán, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng đều tăng mạnh, phần còn lại do khoản lỗ trong hoạt động tài chính năm 2008 lên đến hơn 30 tỷ đồng – đây có thể coi là nguyên nhân chính cho sự sụt giảm này. Sự sụt giảm mạnh này kéo theo sự sụt giảm về tỷ suất lợi nhuận/tổng tài sản. Theo chúng tôi dự đoán, nếu NKD không cải thiện lợi nhuận từ hoạt động tài chính trong năm 2009, điều này có thể phần nào ảnh hưởng tới lòng tin của nhà đầu tư khi đầu tư vào cổ phiếu NKD trên thị trường.

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành - Chỉ tiêu sinh lời

Chỉ tiêu	2006				2007				2008			
	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC	NKD	KDC	BBC	HHC
ROA	18.35%	18.23%	8.61%	11.41%	11.51%	3.23%	7.20%	12.26%	6.35%	4.49%	3.47%	9.25%
ROE (Dupon)	30.25%	29.16%	11.41%	26.14%	28.73%	9.06%	13.20%	22.95%	15.43%	6.06%	4.41%	17.60%
EPS	7,237	5,691	2,326	4,741	7,184	4,770	2,536	4,415	3,195	3,282	1,416	3,470
Cổ tức									18%	18%	10%	12%

(Nguồn: BCTC NKD, KDC, BBC, HHC - TSC tổng hợp)

Nhìn chung, các hệ số sinh lời của NKD khá tốt so với các doanh nghiệp trong ngành. Với các chỉ số ROA, ROE tốt, mức chi trả cổ tức cao cùng với EPS duy trì cao so với doanh nghiệp trong ngành, theo chúng tôi, NKD là cổ phiếu đáng để đầu tư trong dài hạn.

Phân tích SWOT**Điểm mạnh**

- Thương hiệu mạnh và đã được khẳng định trong suốt 10 năm qua
- Lợi thế cạnh tranh của các sản phẩm trên thị trường về chất lượng, mẫu mã, hương vị cho các sản phẩm bánh mì, bánh trung thu và bánh khô
- Trình độ công nghệ vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành: NKD là một trong số ít doanh nghiệp đầu tư lớn vào các dây chuyền sản xuất bánh kẹo như dây chuyền bánh phủ chocolate, dây chuyền sản xuất kẹo và dây chuyền sản xuất crackers
- Mạng lưới phân phối rộng khắp 28 tỉnh thành phố phía Bắc
- Định hướng, chiến lược phát triển rõ ràng, phù hợp với tình hình thực tế trên thị trường và nhu cầu của khách hàng trong từng giai đoạn

Điểm yếu

- Sản phẩm chưa thực sự có sự cách biệt về chất lượng và giá cả. Doanh nghiệp chưa thực sự chủ động được về nguồn nguyên liệu, vẫn phải nhập khẩu
- Khó khăn trong việc tăng giá sản phẩm để theo kịp tăng giá nguyên vật liệu trong thời gian ngắn dẫn tới tình trạng sụt giảm lợi nhuận trong ngắn hạn.
- Sản phẩm mới chủ yếu phục vụ nhu cầu tiêu dùng nội địa tại các tỉnh miền Bắc, hoạt động xuất nhập khẩu chưa được đẩy mạnh như công ty CP Kinh Đô miền Nam
- Đầu tư vào tài chính nhiều, công tác dự báo rủi ro chưa tốt dẫn tới hiệu quả hoạt động đầu tư chưa cao

Cơ hội

- Kinh tế càng phát triển nhu cầu tiêu thụ - đặc biệt là của giới trẻ - các sản phẩm bánh kẹo càng lớn, nhất là các sản phẩm bánh kẹo giàu chất dinh dưỡng.
- Tiềm năng mở rộng thị trường xuất khẩu dựa trên các khách hàng của tập đoàn Kinh Đô và công ty CP Kinh Đô
- Tiềm năng phát triển tại thị trường nội địa do tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2006-2008 là 18-20% và nhu cầu tiêu thụ lương thực thực phẩm của nước ta lớn cùng với mức tăng trưởng GDP và mức tăng dân số cao

Thách thức

- Tốc độ phát triển kinh tế và thu nhập bình quân đầu người ảnh hưởng lớn tới sức tiêu thụ các sản phẩm bánh kẹo
- Thách thức về mặt pháp lý liên quan đến an toàn thực phẩm và bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng do khi đời sống người tiêu dùng càng được cải thiện, họ có xu hướng quan tâm nhiều hơn tới chất lượng và sự an toàn của sản phẩm
- Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào: Đây là thách thức lớn đối với các doanh nghiệp sản xuất phải dựa nhiều vào nguyên liệu xuất khẩu như NKD do giá nguyên vật liệu đầu vào ảnh hưởng trực tiếp tới giá bán của sản phẩm trên thị trường.
- Áp lực cạnh tranh của hội nhập kinh tế: NKD không chỉ phải chịu áp lực cạnh tranh từ các doanh nghiệp cùng ngành trong nước như Bibica, Hải Hà, Hải Châu, Hữu Nghị, Đồng Khánh, ... và các nhãn hiệu nhập khẩu và hàng nhập lậu qua biên giới.

Năng lực quản trị và ban điều hành

Hội đồng quản trị và Ban Lãnh đạo công ty CP CB LTTP Kinh Đô miền Bắc cũng là thành viên chủ chốt trong Ban Lãnh đạo của hệ thống công ty Kinh Đô.

Chủ tịch Hội đồng quản trị của Kinh Đô cũng đồng thời là chủ tịch Hội đồng quản trị của tập đoàn Kinh Đô.

Hội đồng Quản trị	Chức vụ
Ông Trần Kim Thành	Chủ tịch Hội đồng Quản trị
Bà Vương Ngọc Xiêm	Ủy viên Hội đồng Quản trị
Ông Cao Ngọc Huy	Ủy viên Hội đồng Quản trị
Ông Trần Quốc Nguyên	Ủy viên Hội đồng Quản trị
Ông Cô Gia Thọ	Ủy viên Hội đồng Quản trị
Ban Tổng Giám đốc	Chức vụ
Ông Trần Kim Thành	Tổng Giám đốc
Bà Vương Ngọc Xiêm	Phó Tổng Giám đốc
Bà Vương Bửu Linh	Phó Tổng Giám đốc
Ông Trần Quốc Việt	Phó Tổng Giám đốc
Ban Kiểm soát	Chức vụ
Bà Văn Thị Cẩm Lệ	Trưởng Ban Kiểm soát
Ông Trương Thanh Việt	Ủy viên Ban Kiểm soát
Ông Dương Thế Quang	Ủy viên Ban Kiểm soát

Về phương diện quản lý, chúng tôi đánh giá Ban Lãnh đạo của Kinh Đô là những người có nhiều kinh nghiệm thương trường, có năng lực quản lý cũng như khả năng lãnh đạo tốt trong hơn 10 năm qua. Điều này mang lại nhiều lợi thế lớn cho NKD về chiến lược phát triển, định vị thị trường cũng như tận dụng được những mối khách hàng cho hoạt động xuất khẩu và kinh nghiệm trong sản xuất. Tuy nhiên, bên cạnh rất nhiều lợi thế mà NKD có được, việc chung Ban Lãnh đạo cho toàn bộ hệ thống công ty sẽ không tạo ra được bản sắc riêng cho NKD nói riêng và các công ty khác của tập đoàn Kinh Đô nói chung.

Bên cạnh đó, việc cung cấp thông tin ra bên ngoài của công ty còn khá hạn chế, ngoài những thông tin bắt buộc, phần lớn các nhà đầu tư ko biết nhiều hoạt động của công ty. Trong thời gian tới công ty chú ý để nâng cao hình ảnh doanh nghiệp.

Ngành bánh kẹo được coi là ngành có tốc độ tăng trưởng ổn định nhất khi các sản phẩm bánh kẹo đáp ứng được nhu cầu dinh dưỡng ngày càng cao của người tiêu dùng

Công nghệ được coi là một công cụ cạnh tranh chính của các doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo, do đó các doanh nghiệp trong ngành không ngừng đầu tư cải tiến máy móc thiết bị để nâng cao sức cạnh tranh của mình.

Thị phần của các doanh nghiệp bánh kẹo nội địa mới chỉ chiếm khoảng 70% thị phần – thị trường bánh kẹo Việt Nam có tiềm năng phát triển lớn trong tương lai.

Dự đoán ngành bánh kẹo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình 10-15% trong năm 2009 bất chấp tình hình kinh tế khó khăn cũng như biến động về giá nguyên vật liệu đầu vào.

Tiềm năng tăng trưởng doanh thu cao tuy nhiên khả năng đột biến lợi nhuận khó có thể xảy ra trong năm 2009.

Triển vọng ngành và công ty năm 2009

Ngành bánh kẹo Việt Nam có thị trường rộng lớn và tiềm năng tăng trưởng.

Có hai yếu tố tác động mạnh tới nhu cầu sản phẩm:

- **Thu nhập của người tiêu dùng:** Thu nhập của người tiêu dùng tăng thì nhu cầu của các sản phẩm bánh kẹo càng lớn đặc biệt là bánh kẹo cao cấp và các sản phẩm dinh dưỡng cao.
- **Cải tiến mẫu mã sản phẩm:** Tuy sản phẩm bánh kẹo là sản phẩm không thay thế được trong các dịp lễ tết, tuy nhiên việc cải tiến sản phẩm tác động tích cực tới khả năng tiêu thụ sản phẩm.

Số liệu của Tổ chức điều phối IBA (GHM) ước tính sản lượng bánh kẹo tại thị trường Việt Nam năm 2008 là 476.000 tấn, tổng giá trị bán lẻ là 674 triệu USD. Đến năm 2012 sản lượng sẽ vào khoảng 706.000 tấn, tổng giá trị bán lẻ ở mức 1.446 triệu USD. Bên cạnh đó, Việt Nam được đánh giá là một thị trường tiêu thụ hấp dẫn với dân số hơn 80 triệu dân, cơ cấu dân số trẻ với thu nhập bình quân đầu người tăng nhanh, tỷ lệ tăng trưởng của kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2009-2011 dự báo đạt bình quân khoảng trên 7%. Trong khi đó, tỷ lệ tiêu thụ bánh kẹo theo bình quân đầu người ở Việt Nam vẫn chưa tương xứng với tiềm năng (2kg/người/năm).

Mặt khác, thị phần của các doanh nghiệp bánh kẹo nội địa mới chỉ chiếm khoảng 70% thị phần phần lớn chia đều cho 4 doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo công ty cổ phần Kinh Đô (KDC), công ty CP CBTP Kinh Đô miền Bắc (NKD), công ty CP Bibica, và công ty CP Bánh kẹo Hải Hà (HHC) với 4 phân khúc thị trường khác nhau. Theo đó, thị trường bánh kẹo Việt Nam có tiềm năng phát triển rất lớn trong tương lai.

Với đặc điểm là ngành có tốc độ tăng trưởng ổn định, trong năm 2008 – bất chấp tình hình kinh tế khó khăn và ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế, ngành bánh kẹo Việt Nam vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân khoảng 19% (lấy theo tốc độ tăng trưởng doanh thu của 4 doanh nghiệp lớn đại diện cho ngành - *Nguồn: TSC tổng hợp*). Theo dự đoán của người viết, trong năm 2009, ngành bánh kẹo vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân từ 10-15%. Tuy nhiên, giá vốn hàng bán có xu hướng tăng do dự báo về giá nguyên vật liệu biến động mạnh trong thời gian tới.

Với những kinh nghiệm trong những đợt biến động giá nguyên vật liệu cùng với các sự kiện ảnh hưởng lớn tới sản xuất trong quá khứ và với những thế mạnh sẵn có và tiềm lực phát triển trong tương lai cũng như kinh nghiệm của Ban Lãnh đạo NKD, chúng tôi dự đoán NKD sẽ có những chiến lược hợp lý để đảm bảo duy trì các chỉ tiêu về hoạt động sản xuất kinh doanh hiệu quả và đạt tốc độ tăng trưởng bền vững trong năm 2009. Tuy nhiên, chúng tôi cũng dự đoán, năm 2009 NKD khó có thể có đột biến về lợi nhuận do đóng góp của lợi nhuận thu được từ hoạt động đầu tư tài chính do năm 2009 vẫn là một năm khó khăn với thị trường chứng khoán Việt Nam và thế giới.

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	2008	2009F	2010F	2011F
DTT	678.4	800.4	960.5	1.171.8
GVHB	515.0	612.4	734.8	896.5
LNST	39.3	49.9	60.4	71.7
ROE (%)	15.43	17.80	18.40	18.90
EPS	3.195	4.058	4.916	5.836

(Nguồn: BCTC NKD, TSC tổng hợp và dự báo – Đơn vị: tỷ đồng, EPS: đồng)

Định giá cổ phiếu NKD**Căn cứ định giá NKD****Căn cứ dự đoán doanh thu**

- Dựa vào đặc điểm của ngành bánh kẹo là ngành có tốc độ phát triển ổn định cùng với tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành trong giai đoạn 2005-2008, chúng tôi giả định doanh thu của NKD vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng 18% trong năm 2009, 20-22% giai đoạn 2010-2011.
- Chúng tôi cũng giả định NKD vẫn giữ được thị phần 30% tại các tỉnh miền Bắc của mình trong năm 2008. Tuy nhiên, thị phần của doanh nghiệp có khả năng giảm đi trong giai đoạn 2010-2011 khi mức độ cạnh tranh mạnh từ các doanh nghiệp trong nước và các doanh nghiệp nước ngoài.
- Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2009 - 2011:

Bánh mỳ: Bánh mỳ sẽ vẫn là sản phẩm thế mạnh của NKD trong năm tới do sản phẩm này khó có sản phẩm thay thế trong thời gian tới. Trong năm 2009, chúng tôi dự đoán nhóm sản phẩm bánh mỳ sẽ tăng trưởng 5%, nâng cơ cấu đóng góp trong doanh thu lên 24.5% dựa trên những thế mạnh nổi trội về công nghệ cũng như khách hàng truyền thống của NKD so với các doanh nghiệp trong ngành. Giai đoạn 2010-2011, mức độ cạnh tranh đối với sản phẩm này sẽ tăng cao tuy nhiên với thế mạnh của mình, chúng tôi dự đoán, bánh mỳ sẽ vẫn là mặt hàng đóng góp chính vào doanh thu của NKD và tỷ trọng trong doanh thu sẽ duy trì ở mức 24.5%-25.7%.

Bánh trung thu: Giá bánh trung thu năm 2008 tăng 10-15% so với năm 2007 trong khi đó nhu cầu của người dân không tăng mạnh. Theo đó, chúng tôi dự đoán, trong giai đoạn 2009 - 2011, doanh số bánh trung thu của NKD sẽ không tăng so với năm 2008 do thị phần của sản phẩm này khá lớn (duy trì vị trí chiếm khoảng 70% thị phần bánh trung thu trên thị trường) và do áp lực cạnh tranh từ các đối thủ trong ngành.

Bánh khô và kẹo: mức độ cạnh tranh trong ngành lớn, cạnh tranh từ các công ty sản xuất trong nước với mẫu mã tương đồng, cạnh tranh từ nhiều sản phẩm nhập khẩu từ nước ngoài cùng với cạnh tranh từ các sản phẩm bánh kẹo nhập lậu. Theo đó, chúng tôi dự đoán các sản phẩm này vẫn giữ nguyên tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu lần lượt là 14.23% và 10.38% trong năm 2009 và có xu hướng giảm xuống 13.87% và 10.12% giai đoạn 2010-2011.

- Doanh thu của NKD vẫn đến chủ yếu từ thị trường nội địa, doanh thu từ xuất khẩu chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu doanh thu.

Căn cứ dự đoán chi phí:

- Như chúng tôi đã phân tích ở trên, trong giai đoạn 2009-2011, khả năng biến động giá nguyên vật liệu đầu vào sẽ vẫn xảy ra. Tuy nhiên, với những kinh nghiệm đã trải qua cùng với chiến lược kinh doanh hợp lý, chúng tôi dự báo giá vốn hàng bán của NKD giai đoạn này sẽ không tăng nhiều và vẫn duy trì tỷ trọng từ 72-77% doanh thu.
- Chi phí bán hàng tăng nhẹ lên 10% doanh thu bán hàng năm 2009, 11% năm 2010, sau đó sẽ duy trì ổn định ở mức 11-12% doanh thu bán hàng do mục tiêu của doanh nghiệp là đẩy mạnh và phát triển thương hiệu, mặt khác áp lực cạnh tranh ngày càng cao buộc doanh nghiệp phải chú trọng đến khâu tiếp thị và bán hàng. Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm xuống 4.1% năm 2009, duy trì ở mức ổn định là 4% cho những năm sau do chiến lược của doanh nghiệp là tiết kiệm chi phí quản lý doanh nghiệp cộng với khả năng ổn định chính sách tiền lương cho cán bộ công nhân viên.

- Dự định doanh nghiệp sẽ vay thêm khoản nợ ngắn hạn để dùng trong hoạt động sản xuất kinh doanh của mình và doanh nghiệp sẽ dành khoản tiền khoảng 7 tỷ đồng/năm để chi trả dần cho khoản vay nợ dài hạn của mình.
- Chúng tôi cũng dự đoán chi phí lãi vay sẽ dao động khoảng 11-15% do doanh nghiệp được hưởng khá nhiều khoản vay ưu đãi của tỉnh Hưng Yên để đầu tư cho sản xuất kinh doanh và phát triển các dự án trong thời gian tới.

Căn cứ dự đoán chỉ tiêu hoạt động: Các chỉ tiêu về hoạt động giai đoạn 2009-2011 được duy trì theo tỷ lệ của năm 2009 do các chỉ tiêu hoạt động của doanh nghiệp là khá tốt so với các doanh nghiệp trong ngành:

- **Hàng tồn kho:** Chúng tôi dự đoán vòng quay hàng tồn kho của NKD giai đoạn 2009-2011 vẫn duy trì ở mức hiệu quả so với các doanh nghiệp cùng ngành (42-45 ngày/vòng). Vòng quay hàng tồn kho như trên sẽ là con số hợp lý khi so sánh với tốc độ tăng doanh thu cũng như kinh nghiệm và khả năng dự trữ nguyên liệu cho sản xuất của NKD.
- **Khoản phải thu:** Chúng tôi vẫn duy trì dự đoán số ngày khoản phải thu của NKD là 33 ngày giai đoạn 2009-2011. Điều này hoàn toàn phù hợp với chính sách phân phối, bán hàng của NKD khi hàng hóa được phân phối chính qua một nhà phân phối độc quyền tại tỉnh/thành phố. Dựa trên những quan sát về mức độ cạnh tranh gay gắt hơn trong thời gian tới, chúng tôi tin rằng, NKD sẽ áp dụng những chính sách ưu đãi với khách hàng lớn của mình.

Phương pháp định giá

Để định giá cổ phiếu NKD, chúng tôi sử dụng 4 phương pháp: Chiết khấu luồng tiền, sử dụng chỉ số P/B, P/E và chiết khấu cổ tức, trong đó, phương pháp chiết khấu theo luồng tiền là phương pháp chính với trọng số 40% và 3 phương pháp còn lại trọng số 20%. Sau khi nhân trọng số, chúng tôi đưa ra được mức giá tham khảo là 44.670 VNĐ/cổ phiếu.

Sử dụng phương pháp chiết khấu luồng tiền	
Chi phí sử dụng vốn - WACC	11.55%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2011E	4.00%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2011E	180,671,655,725
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2011E	789,196,047,883
Tiền và các khoản tương đương tiền	71,159,957,770
Giá trị Công ty	1,041,027,661,378
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	22,031,994,205
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	1,018,995,667,173
Khối lượng CP đang lưu hành	12,295,962,000
Giá ('000/cp)	82.87

Sử dụng chỉ số P/B (Market price/Book ratio)	
Giá trị kế toán vốn chủ sở hữu năm 2011	370,292,866,126
Chỉ số P/B trung bình trong ngành	0.5
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2011	185,146,433,063
WACC	11.55%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	133,388,884,395
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	12,295,962,000
Giá ('000/cp)	10.85

Sử dụng chỉ số P/E (Price/EPS)	
Thu nhập ròng năm 2011	71,754,120,839
Chỉ số P/E bình quân ngành	5.15
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2011	369,398,433,815
WACC	11.55%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	266,133,374,371
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	12,295,962,000
Giá ('000/cp)	21.64

Sử dụng phương pháp chiết khấu cổ tức	
Cost of equity	12.96%
Chỉ số P/E ngành cuối năm 2011	5.15
Hiện giá thị trường cổ tức 2009E - 2011E	4.25
Giá cổ phiếu cuối năm 2011E	30.04
Giá ('000/cp)	25.10

Giá tham khảo	44.67
----------------------	--------------

Kết quả định giá này được tính toán một cách thận trọng dựa trên những hiểu biết tốt nhất mà chúng tôi hiện có tại thời điểm hiện tại. Trong thời gian tới, nếu xuất hiện thêm những thông tin có thể ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu NKD, chúng tôi sẽ trở lại với các báo cáo cập nhật mới nhất.



Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2007, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.

Sản phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Khối Phân tích – Tư vấn Đầu tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm các sản phẩm nghiên cứu phân tích, bao gồm hai dòng sản phẩm chính là Thang Long Express và Thang Long Intel:

Thang Long Express bao gồm:

- Company Reports
- Market Commentary
- Industry Reports

Thang Long Intel bao gồm:

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook
- StockWatch

Trụ sở chính: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

Chi nhánh: Tầng 2, Toà nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM
Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153.

Phòng GD: - 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội
Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.
- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.

Hà nội Office: Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Nguyễn Anh Thư, Thái Thị Hương Trang, Lê Đức Khánh, Vũ Thị Diệu Linh, Nguyễn Như Dương, Kris Bartkus, Joshep Busa.

Hồ Chí Minh Office: Hồ Ngọc Bạch, Lê Hoàng Tân, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyên Có.

Liên hệ trao đổi ý kiến:

Đỗ Hiệp Hòa,

Điện Thoại: 3726 2600 Ext. 3102 Email: dohiephoa@thanglongsc.com.vn

Vũ Thị Diệu Linh,

Điện Thoại: 3726 2600 Ext. 3126 Email: linhvtd@thanglongsc.com.vn