

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá mục tiêu	73,000 VNĐ
Giá đóng cửa	57,000 VNĐ
25/01/2018	

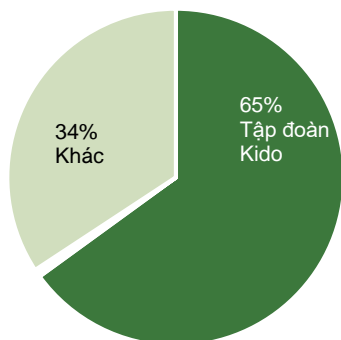
Nguyễn Thị Thanh Hiền
 (+84-8) 5413-5472
hiennguyen@phs.vn

Thông tin cổ phiếu

Mã CP	KDF
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	560
CP đang lưu hành (triệu)	56
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,142
Biên độ 52 tuần (đồng)	54,416 - 60,458
KLGD trung bình 3 tháng	68,274
Beta	0.8
Sở hữu nước ngoài	16.68%
Ngày niêm yết đầu tiên	29/08/2017

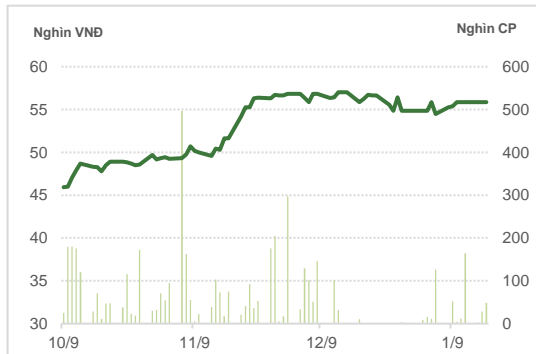
Cổ đông lớn

CTCP Tập đoàn Kido	65%
CT HĐQT Trần Kim Thành	0.28%
Thành viên HĐQT Trần Lệ Nguyễn	0.28%
Thành viên HĐQT Trần Quốc Nguyễn	0.18%



Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-1.8	n/a	n/a
(%)	-3.1%	n/a	n/a



Lợi thế thương hiệu và hệ thống phân phối rộng khắp

Ngành nghề hoạt động

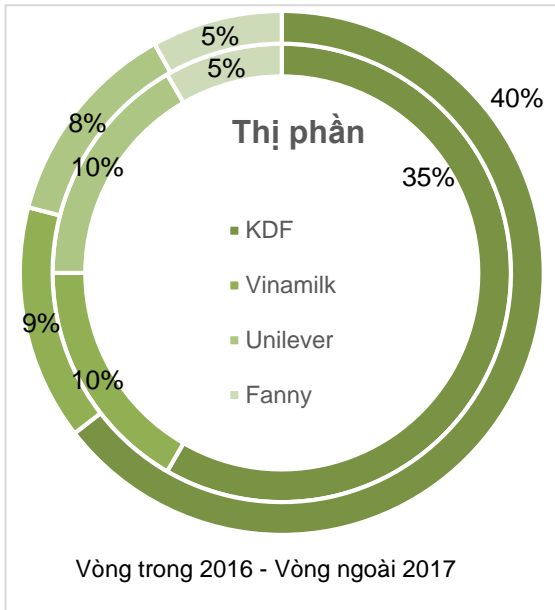
Ngành kinh doanh chủ chốt của KDF là sản xuất kinh doanh kem, thực phẩm tráng miệng từ sữa và các mặt hàng thực phẩm chế biến. Kem là mặt hàng chủ lực với hai thương hiệu nổi tiếng Merino và Celano. Merino nhắm đến nhóm khách hàng trẻ và phổ thông (5-25 tuổi). Celano nhắm đến khách hàng cao cấp và lớn tuổi hơn (25-40 tuổi), dòng sản phẩm này bao gồm nhiều chủng loại khác nhau kem que, kem ốc quế, kem ly, kem hộp, kem bánh, kem viên, mochi kem với kích cỡ và trọng lượng đa dạng, có nhiều hương vị socola, tiramisu, vani, dâu, xoài, việt quất, trà xanh, hạt dẻ. Trong năm 2016 doanh nghiệp đã tung ra mặt hàng bánh bao, gồm hai loại nhân ngọt (đậu xanh lá dứa) và nhân mặn (trứng cút thịt) sản xuất theo công nghệ Nhật, không sử dụng chất bảo quản và được bày bán bên cạnh các tủ kem. Sau thương vụ mua 50% cổ phần Dabaco Foods vào tháng 6/2017, KDF dự kiến mở rộng danh mục sản phẩm từ xúc xích tươi, đồ hộp và thực phẩm chế biến và thêm các loại bánh bao mới trong tương lai gần.

Thương hiệu mạnh, khẳng định vị thế dẫn đầu, liên tục tăng thị phần

KDF hiện đang nắm giữ hơn 40% tổng thị phần thị trường kem Việt Nam, tăng đáng kể từ mức gần 35% trong cuối năm 2016. Trong các doanh nghiệp chủ yếu của thị trường, KDF là doanh nghiệp duy nhất cải thiện được thị phần và tiếp tục bỏ xa các đối thủ còn lại. Có nhiều lý do để KDF chiếm được thị trường, trong đó cần kể đến sức mạnh thương hiệu¹. KDF có đến 2 trong tổng 3 thương hiệu được nhận biết tốt nhất trên thị trường, vị trí còn lại thuộc về Vinamilk. Sản lượng được sử dụng nhiều nhất cũng thuộc về kem Merino của KDF. Thương hiệu mạnh cùng với hệ thống phân phối rộng khắp giúp KDF nhanh chóng chiếm được phần lớn thị trường, tăng nhanh từ mức 25% năm 2010 lên hơn 40% năm 2017. Thế mạnh này tiếp tục sẽ là thuận lợi cho tăng trưởng của KDF trong thời gian tới.

Lợi thế từ hệ thống phân phối rộng khắp

KDF có hệ thống phân phối lớn nhất trong ngành kem và thực phẩm đông lạnh, theo hai kênh chính là kênh truyền thống và kênh hiện đại:



Nguồn: Euromonitor International



Nguồn: Vietnam Market Intelligence

Kênh truyền thống: Sản phẩm từ nhà máy sản xuất của KDF sẽ được phân phối trực tiếp cho các nhà phân phối, trung bình hiện nay mỗi tỉnh thành có ít nhất 1 nhà phân phối, tổng cộng toàn quốc KDF có hơn 98 nhà phân phối. Các nhà phân phối này sau đó sẽ chuyển hàng đến các đại lý, đồng thời hỗ trợ các đại lý trong việc trưng bày sản phẩm và thực hiện việc cấp tủ kem cho các điểm bán lẻ. Doanh nghiệp cũng có thể phân phối hàng trực tiếp đến các đại lý ở những vùng xa khi nhà phân phối không chăm sóc tốt được thị trường. Từ các đại lý này sản phẩm tiếp tục được chuyển đến các điểm bán lẻ (cửa hàng chuyên bán thực phẩm, cửa hàng bách hóa, cửa hàng tiện lợi, tiệm giải khát) để đến tay người tiêu dùng. KDF hiện có mạng lưới hệ thống bán lẻ gồm 70,000 điểm trên khắp đất nước.

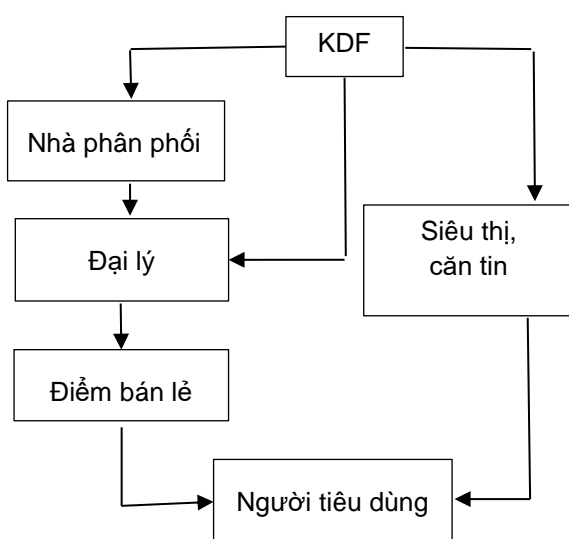
Kênh hiện đại: Doanh nghiệp phân phối trực tiếp sản phẩm đến các hệ thống siêu thị lớn trên khắp cả nước, cùng với việc phân phối trực tiếp đến các khu công nghiệp, bệnh viện, canteen trường học, các khu vui chơi lớn như Đầm Sen, Suối Tiên, Đại Nam, Vinpearl Land, và các chuỗi nhà hàng. Bên cạnh đó doanh nghiệp cũng tích cực bán hàng thông qua các hội chợ lớn, giúp tăng nhận dạng thương hiệu đến người tiêu dùng.

Tập trung các sản phẩm có biên lợi nhuận gộp ấn tượng

KDF có mảng kem là một trong những sản phẩm có biên lợi nhuận gộp thuộc nhóm cao nhất thị trường. Năm 2017 tuy biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp giảm nhẹ so với các năm trước do chi khấu hao từ Nhà máy Bắc Ninh, KDF vẫn đạt được mức biên hơn 50%. Sản phẩm bánh bao và xúc xích mà KDF đang phát triển cũng là những mặt hàng có biên lợi nhuận gộp cao, củng cố thêm triển vọng tăng trưởng trong những năm sắp tới của doanh nghiệp này.

Triển vọng mảng thực phẩm chế biến

Chúng tôi đánh giá thương vụ mua 50% cổ phần Dabaco Foods của KDF trong tháng 6/2017 là một bước đi khéo léo, giúp tận dụng lợi thế hai bên – một bên có dây chuyền sản xuất hiện đại và một bên có hệ thống phân phối rộng khắp. Dabaco Foods, từng là một công ty con của Tập đoàn Dabaco (DBC – sàn HNX), đây là một trong số ít doanh nghiệp đã hoàn chỉnh mô hình chuỗi thực phẩm sạch khép kín "từ trang trại đến bàn ăn" (chuỗi 3F: Feed – Farm – Food). Dabaco Foods sở hữu nhà máy chế biến được thiết kế và trang bị cơ sở vật chất đồng bộ, hiện đại từ giết mổ - sơ chế - chế biến - bảo quản, dây chuyền thiết bị được nhập khẩu từ Đan Mạch và Đức. Nhà máy này có thể chế biến 12,000 tấn/năm với



chủng loại sản phẩm đa dạng gồm xúc xích tươi, xúc xích tiết trùng, đồ hộp, dăm bông, thịt hun khói. Tuy nhiên hệ thống phân phối của doanh nghiệp này còn hạn chế, tập trung chủ yếu ở miền Bắc, do đó chưa phát huy được thế mạnh về năng lực sản xuất của mình. Trong khi đó, hệ thống phân phối đóng vai trò rất lớn cho sự tăng trưởng của ngành hàng tiêu dùng do kênh phân phối truyền thống vẫn chiếm tỷ trọng chủ yếu (87% năm 2016 theo Euromonitor). Chúng tôi kỳ vọng khi kết hợp với thế mạnh thương hiệu và mạng lưới phân phối rộng khắp, KDF sẽ đẩy được mảng thực phẩm chế biến này thâm nhập thị trường tốt hơn.

Rủi ro

Cạnh tranh cao

Ngành công nghiệp thực phẩm và đồ uống của Việt Nam đang là lĩnh vực thu hút quan tâm nhiều nhà đầu tư nhằm tận dụng thị trường tiêu thụ lớn và sức mua tăng, cùng với thị hiếu tiêu dùng ưa chuộng đa dạng hóa các sản phẩm. Việt Nam là thị trường đang phát triển nhanh và người tiêu dùng dễ chấp nhận sản phẩm mới. BMI Research đánh giá mức tăng trưởng hàng năm cho giai đoạn 2017-2019 khoảng 11%. Riêng mảng kem hiện KDF đã chiếm được tỷ trọng lớn nhất thị trường, tuy nhiên áp lực cạnh tranh từ các đối thủ lớn trong nước (Vinamilk) và nước ngoài (Unilever, Nestle) ngày càng lớn, do đó khả năng nâng cao thị phần khá khó khăn

Rủi ro tin tức truyền thông

Đặc thù ngành hàng thực phẩm nhạy cảm với các tin tức, dù xuất hiện từ nguồn tin nào cũng dễ gây ra tâm lý lo lắng cho người tiêu dùng. Khi có tin tiêu cực đến sản phẩm nếu không xử lý kịp thời dễ tạo ra ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh.

Kết quả kinh doanh năm 2017 và dự báo 2018

Kết thúc năm 2017 KDF đạt doanh thu 1.493 tỷ đồng, tăng 6.9%YoY. Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ mảng kem do chiếm tỷ trọng lớn và mức tăng cao nhờ mở rộng mạng lưới phân phối và tung thêm nhiều sản phẩm mới tập trung vào phân khúc cao cấp Celano (mảng kem của KDF năm 2017 tăng 16%, cao hơn mức tăng bình quân của ngành 14.7%). Mảng thực phẩm đông lạnh tăng mạnh từ mức cơ sở thấp trong năm trước nhờ tung thêm sản phẩm mới khoai tây đông lạnh, tuy nhiên tỷ trọng mảng này trong tổng doanh thu vẫn khá khiêm tốn (năm 2017 chiếm gần 2.5%). Trong khi đó mảng yogurt có doanh thu sụt giảm (giảm 23%) khi áp lực cạnh tranh trên thị trường tăng (sức ép từ thương hiệu Vinamilk và áp lực hàng nhái sản phẩm yogurt đá Wel Yo). Lợi nhuận sau thuế đạt 152 tỷ đồng, tăng 6.7%YoY. Năm 2018 mảng kem của KDF sẽ tiếp tục đạt được mức tăng trưởng tốt và vẫn là mảng đóng góp chính cho doanh nghiệp. Dự báo doanh thu 2018 KDF sẽ đạt 1,702 tỷ đồng, tăng 14%YoY, lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 211 tỷ đồng.

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu cho cổ phiếu KDF vào khoảng 73 ngàn đồng/CP, dựa vào hai phương pháp: P/E (tỷ trọng 50%, P/E ước tính năm 2017 là 23.6x và EPS kỳ vọng năm 2018) và FCFF (tỷ trọng 50%). So với mức giá 57 ngàn đồng/CP trên thị trường hiện nay, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu này trong trung và dài hạn.

Chúng tôi đã liên lạc với doanh nghiệp về kế hoạch kinh doanh của Dabaco Foods, đại diện doanh nghiệp cho biết hiện nay vẫn đang trong quá trình tái cơ cấu lại các hoạt động sản xuất, do đó chưa có kế hoạch hợp nhất doanh thu của Dabaco Foods vào KDF trong năm 2018. Phần định giá cổ phiếu KDF trong báo cáo này, do đó chưa bao gồm doanh thu và lợi nhuận từ Dabaco Foods.

Chiết khấu dòng tiền	2018	2019	2020	2021	2022
LN từ HĐKD	255	294	338	388	435
+ Khấu hao	77	85	93	103	113
- Thuế	34	42	55	71	85
- Đầu tư XDCB	106	112	98	78	46
- Thay đổi vốn lưu động	10	14	17	22	12
Dòng tiền tự do	182	210	261	319	405
Giá trị hiện tại	164	169	188	207	235

Chi phí vốn			
Beta	0.8	Tổng Giá trị hiện tại FC	998
Phần bù rủi ro	11.5%	Giá trị cuối cùng (4%g)	2,495
Lãi suất phi rủi ro	3.8%	Tổng	3,493
Chi phí vốn CSH (rE)	13.0%	Tiền & đầu tư ngắn hạn	88
Chi phí nợ (rD)	6.8%	Nợ ngắn và dài hạn	324
Nợ vay/tổng Vốn và nợ vay	36.6%	Lợi ích CĐTS	0
Vốn/tổng vốn và nợ vay	63.4%	Giá trị vốn CSH (tỷ VNĐ)	3,256
Thuế suất thuế TNDN	20%	Số CP (triệu)	56
WACC	10.2%	Giá CP (VNĐ)	58,148

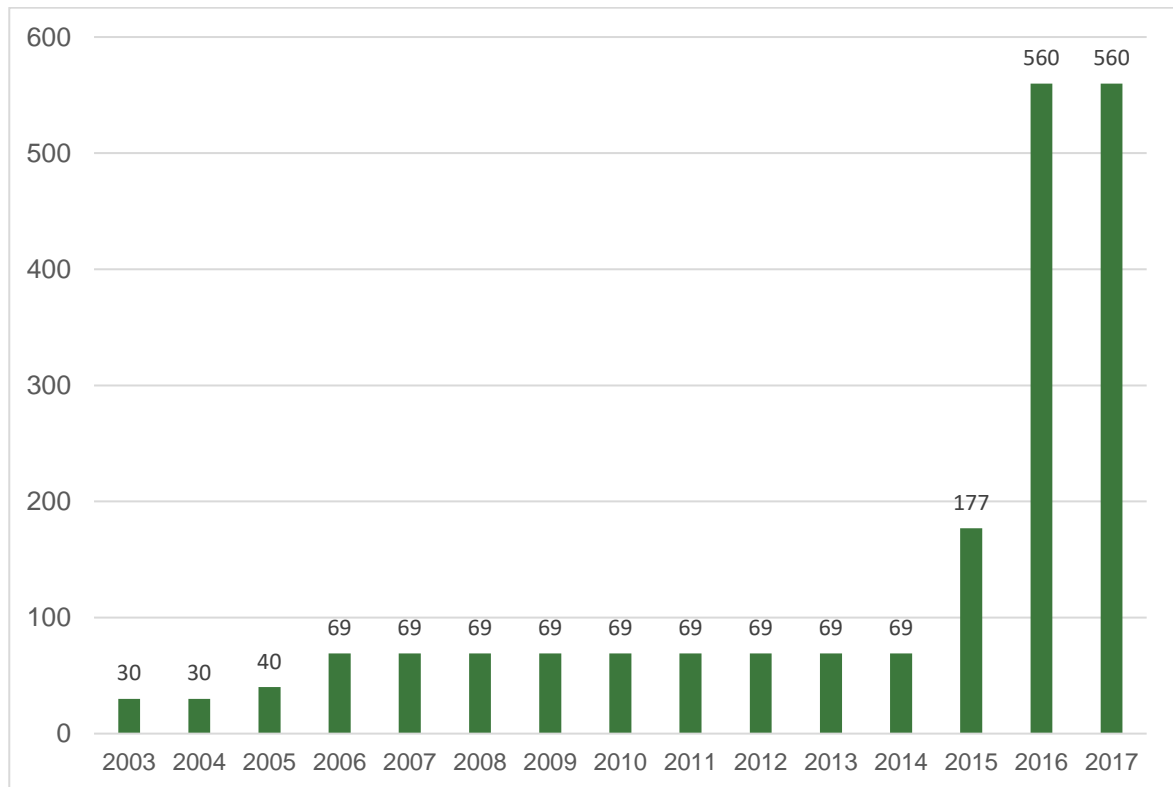
Sơ lược công ty

Khởi đầu là CTCP Kem Kí Do, được thành lập năm 2003 sau khi mua lại Nhà máy sản xuất kem Wall's của Unilever cùng với công nghệ chế biến kem theo tiêu chuẩn quốc tế. Doanh nghiệp đổi tên thành CTCP Thực phẩm đông lạnh KIDO năm 2016. Đến tháng 9/2017 doanh nghiệp được niêm yết trên UpCom.

KDF là doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam trong ngành kem, sở hữu hai nhà máy gồm Nhà máy Tây Bắc Củ Chi (TP.HCM) và Nhà máy Bắc Ninh với tổng công suất 21 triệu lít yogurt/năm và 24 triệu lít kem/năm. Hiện KDF đang đứng đầu thị phần kem Việt Nam, chiếm hơn 40%.



Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: KDF

Chỉ số tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2015	2016	2017	2018F
Doanh thu thuần	1,068	1,397	1,493	1,702
Giá vốn hàng bán	487	614	696	749
Lợi nhuận gộp	580	783	797	953
Chi phí bán hàng	444	527	542	613
Chi phí QLDN	48	74	69	85
Lợi nhuận từ HĐKD	88	182	186	255
Lợi nhuận tài chính	-4	-6	-14	-10
Chi phí lãi vay	2	16	22	21
Lợi nhuận trước thuế	100	176	174	245
Lợi nhuận sau thuế	77	143	152	211
Lợi nhuận sau thuế CĐ công ty mẹ	77	143	152	211
Cân đối kế toán	2015	2016	2017F	2018F
Tài Sản Ngắn Hạn	224	495	467	539
Tiền và tương đương tiền	27	70	88	106
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
Phải thu ngắn hạn	110	293	264	301
Hàng tồn kho	81	116	110	118
Tài sản ngắn hạn khác	6	16	5	14
Tài Sản Dài Hạn	379	747	774	876
Phải thu dài hạn	1	1	6	6
Tài sản cố định	217	619	665	749
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dài hạn dở dang	80	37	16	32
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	81	90	87	89
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tổng cộng tài sản	604	1,242	1,241	1,415
Nợ phải trả	307	579	505	555
Nợ ngắn hạn	255	350	310	341
Nợ dài hạn	52	229	195	176
Vốn chủ sở hữu	297	663	737	860
Vốn điều lệ	177	560	560	560
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	604	1,242	1,241	1,415

Lưu chuyển tiền tệ	2015	2016	2017	2018F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	46	169	60	142
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	-143	-542	95	78
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	38	416	-137	-202
Tiền trong kỳ	-60	43	17	18
Tiền mặt đầu năm	87	27	70	88
Tiền mặt cuối năm	27	70	88	106
Định giá				
EPS (VNĐ)	4,356	2,547	2,446	3,750
BVPS (VNĐ)	16,811	11,837	12,857	14,161
P/E	13.09	22.38	23.58	23.58
P/B	3.39	4.82	4.49	4.49
Chỉ số tài chính	2015	2016	2017	2018F
Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn/Tổng TS	37%	40%	38%	38%
TS dài hạn/Tổng TS	63%	60%	62%	62%
Tổng Nợ/VCSH	103%	87%	69%	65%
Tổng Nợ/Tổng TS	51%	47%	41%	39%
Chỉ số chi trả lãi vay	62.4	11.9	9.1	12.7
Chỉ số thanh khoản				
Thanh khoản hiện thời	0.9	1.4	1.5	1.6
Thanh khoản nhanh	0.6	1.1	1.2	1.2
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày tồn kho	60.9	68.7	57.7	57.7
Số ngày thu tiền	37.7	76.5	64.5	64.5
Số ngày phải trả	52.7	54.5	69.2	64.3
Vòng quay TS ngắn hạn	4.8	2.8	3.2	3.2
Vòng quay TS cố định	4.9	2.3	2.2	2.3
Vòng quay tổng TS	1.8	1.1	1.2	1.2
Tỷ suất lợi nhuận				
Tỷ suất LN gộp	54.3%	56.0%	53.4%	56.0%
Tỷ suất LN HĐKD	8.2%	13.0%	12.4%	15.0%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7.2%	10.2%	10.2%	12.4%
ROE	25.9%	21.5%	20.7%	24.5%
ROA	12.7%	11.5%	12.3%	14.9%

Nguồn: KDF và PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Overweight (OW) =cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Neutral (N) =bằng thị trường nội địa với tỷ lệ từ +10%~ -10%

Underweight (UW) =thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Not Rated (NR) = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Fax: (84-28) 5 413 5472

Customer Service: (84-28) 5 411 8855 Call Center: (84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5478

Fax: (84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 3 820 8068

Fax: (84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UNIC Complex, N04 Hoàng Đạo Thúy, phường Trung Hòa, quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (84-24) 6 250 9999

Fax: (84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (84-8) 3 813 2401

Fax: (84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (84-24) 3 933 4566

Fax: (84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (84-225) 384 1810

Fax: (84-225) 384 1801