

## CTCP TẬP ĐOÀN KIDO (KDC) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND57.300	VND69.800	2,62%	KHẢ QUAN	Hàng tiêu dùng

Ngày 28/10/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

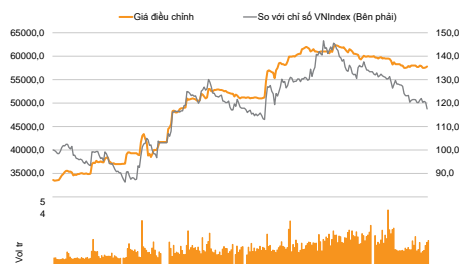
Consensus\*: Mua:1 Giữ:0 Bán:3

Giá mục tiêu/Consensus: 7,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng LNR năm 2022/23 1,3%/19,2%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần ()	61.780
Thấp nhất 52 tuần ()	33.120
GTGDBQ 3 tháng (tr)	113.503
Thị giá vốn (tỷ)	13.222
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	25,6
P/B hiện tại (x)	2,2

### Cơ cấu sở hữu

Trần Lệ Nguyễn	11,1%
PPK One Member Co.,Ltd	7,5%
KIDO Investment Co.,Ltd	8,2%
Khác	73,2%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Phan Như Bách**

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

### Ngày trở về của Kido's Bakery

- Trong 9T21, KDC đạt 7.444 tỷ đồng (+24,4% svck) doanh thu và 458 tỷ đồng (+197% svck) lợi nhuận ròng, hoàn thành 100% dự phóng.
- KDC ra mắt thương hiệu mới “KIDO's Bakery” và chuỗi cửa hàng F&B - Chuk Chuk - vào Q3/21, đánh dấu sự trở lại lĩnh vực bánh kẹo.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 69.800 đồng, sau khi điều chỉnh tăng 7,5% đối với định giá P/E và 7,2% đối với định giá DCF.

### LNR trong Q3/21 tăng nhẹ do biên lợi nhuận gộp thấp hơn

Doanh thu (DT) Q3/21 của KDC tăng 10,4% svck lên 2.556 tỷ đồng nhờ tăng trưởng DT từ mảng dầu ăn, +9,0% svck và mảng thực phẩm +14,8% svck trong khi biên lợi nhuận gộp (LNG) giảm 3,5 điểm % svck xuống 19,2% do giá nguyên liệu đầu vào tăng. Trong Q3/21, tỷ lệ thuế suất hiệu dụng của KDC giảm xuống 12,7% từ 21,6% trong Q3/20. Trong khi đó, tỷ lệ lợi ích cổ đông thiểu số / lợi nhuận sau thuế (MI/LNST) giảm 5 điểm % svck xuống 8,6% nhờ việc hợp nhất với KDF vào cuối năm 2020. Như vậy, lợi nhuận ròng Q3/21 vẫn tăng 9,8% svck lên 114 tỷ đồng. Trong 9T21, doanh thu và lợi nhuận ròng của KDC tăng 24,4% svck / 197% svck, đạt 7.444 tỷ đồng và 458 tỷ đồng, hoàn thành 100% dự báo của chúng tôi trong năm 2021.

### Chính thức trở lại lĩnh vực bánh kẹo và triển khai chuỗi cửa hàng F&B

Ngày 19/10, KDC chính thức ra mắt thương hiệu “KIDO's Bakery” chuyên cung cấp các sản phẩm bánh tới mạng lưới 450.000 điểm bán của mình. Ngoài ra, KDC thành lập chuỗi cửa hàng cà phê và trà sữa Chuk Chuk với mục tiêu mở 200/1000 cửa hàng đến năm 2023/2025. Trong năm 2022/23, chúng tôi kỳ vọng KIDO's Bakery sẽ đóng góp 2,3% / 2,6% vào DT của KDC và 4,0%/4,4% vào lợi nhuận gộp của KDC.

### Thay đổi dự phóng năm 2022/23

Chúng tôi nâng dự phóng DT của KDC trong năm 2022/23 lên 11%/13,4% so với báo cáo trước chủ yếu nhờ vào kết quả hoạt động tốt hơn mong đợi của mảng dầu ăn sau khi tái cơ cấu. Chúng tôi giảm biên LNG năm 2022/23 xuống 2,0 điểm %/1,3 điểm % phản ánh áp lực tăng giá nguyên vật liệu. Chúng tôi tăng chi phí BH&QLDN lên 8,5%/7,9% và giảm tỷ lệ MI/LNST 6 điểm%/6 điểm% để phản ánh chiến lược và sự thành công trong việc tái cơ cấu tập đoàn KDC. Kết quả là, lợi nhuận ròng của KDC trong năm 2022/23 tăng 1,3%/ 9,2%.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 69.800 đồng

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 7,4% lên 69.800 đồng sau khi điều chỉnh tăng 7,5% theo định giá P/E và 7,2% theo định giá chiết khấu dòng tiền. Động lực tăng giá gồm 1) quy trình M&A nhanh hơn dự kiến, 2) liên doanh với Vinamilk, KDC' Bakery và chuỗi cửa hàng Chuk Chuk thành công. Rủi ro gồm 1) quá trình M&A chậm hơn dự kiến, 2) tăng trưởng các mảng kinh doanh thấp hơn dự kiến và 3) giá vốn hàng bán và chi phí bán hàng & quản lý cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VNĐ)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	8.322	9.751	11.405	12.786
Tăng trưởng DT thuần	15,4%	17,2%	17,0%	12,1%
Biên lợi nhuận gộp	21,2%	19,8%	20,8%	21,6%
Biên EBITDA	9,9%	10,7%	10,5%	11,5%
LN ròng (tỷ)	204	547	550	740
Tăng trưởng LN ròng	36,0%	168,1%	0,5%	34,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	892	2.391	2.404	3.235
EPS điều chỉnh	892	2.391	2.404	3.235
BVPS	25.027	26.033	26.968	28.778
ROAE	3,5%	9,4%	9,1%	11,6%

Nguồn: VND RESEARCH

## NGÀY TRỞ VỀ CỦA KIDO'S BAKERY

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá cao KDC vì (1) vị trí dẫn đầu trong thị trường dầu ăn và kem giúp công ty tăng trưởng trên sự phát triển của ngành F&B; (2) Trở về kinh doanh ngành bánh kẹo vốn là thế mạnh truyền thống của KDC từ khi thành lập; (3) kết quả hoạt động 9T/21 cao hơn mong đợi nâng cao niềm tin của chúng tôi về triển vọng của công ty. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của KDC sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 168,0% svck trong năm 2021 và tăng trưởng kép 17,5% trong giai đoạn 2022-23.

**Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 69.800 đồng** dựa trên trung bình giữa định giá chiết khấu dòng tiền 10 năm và định giá P/E.

- Chúng tôi nâng định giá P/E thêm 7,5% lên 70.510 đồng sau khi chuyển sang EPS trung bình năm 2022-23. Tuy nhiên, chúng tôi hạ P/E mục tiêu xuống mức 25,0 lần so với mức 30,0 lần trước đây vì chúng tôi cho rằng mức định giá nên được điều chỉnh về mức bình thường sau quá trình M&A và tái cơ cấu của tập đoàn KDC trong giai đoạn 2020-21.
- Chúng tôi nâng định giá chiết khấu dòng tiền thêm 7,2% lên 68,954 đồng / cổ phiếu dựa trên việc chuyển định giá sang năm 2022 và tăng lợi nhuận ròng năm 2022/23.

Hình 1: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng	Giá sau điều chỉnh tỷ trọng
Chiết khấu dòng tiền	68.954	50%	34.477
P/E (trung bình EPS 2022-23)	70.510	50%	35.255
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>69.800</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá bằng mô hình chiết khấu dòng tiền - DCF

Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	8.665
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	9.987
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	18.652
Trừ: tổng nợ (tỷ đồng)	3.908
Từ: cổ phiếu ưu đãi (tỷ đồng)	-
Trừ: tổng lợi ích CDTS (tỷ đồng)	2.052
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	3.081
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	15.773
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	228,7
<b>Giá cổ phiếu (đồng)</b>	<b>68.954</b>

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: Định giá bằng hệ số nhân P/E

<b>LNR năm 2022-23 thuộc về cổ đông phổ thông (tỷ đồng)</b>	<b>645,16</b>
Số cổ phiếu lưu hành 2022-23 (triệu cp)	229
EPS 2022-23F	2.820
P/E mục tiêu (x)	25
Giá cổ phiếu 2021	70.510

Nguồn: VNDIRECT Research

**Tiềm năng tăng giá gồm** 1) M&A với VOC và TAC nhanh hơn dự kiến, 2) DT từ dầu ăn và kem tốt hơn dự kiến, 3) GHVB và tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên tổng DT thấp hơn dự kiến, 4) thành công trong việc trở lại mảng bánh kẹo, chuỗi Chuk Chuk và 5) liên doanh với Vinamilk triển khai nhanh hơn với kết quả tốt.

**Rủi ro giảm giá gồm** 1) M&A với VOC và TAC chậm hơn dự kiến, 2) tăng trưởng doanh thu từ dầu ăn và kem thấp hơn dự kiến và 3) giá vốn hàng bán và tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên tổng doanh thu cao hơn dự kiến.

Hình 4: So sánh ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)			
						TTM	2021	2022		TTM	2022	2023	TTM	2022	2023	TTM	2022	2023	
Wilmor International Ltd	WIL SP	KKN	4,38	Na	20.550	12,3	12,8	12,0	9,1%	1,1	1,0	1,0	9,4%	8,2%	8,4%	3,3%	3,1%	3,1%	
Fuji Oil Holdings Inc	2607 JT	KKN	2.688	Na	Na	19,7	19,8	17,3	-2,4%	1,4	1,4	1,3	7,3%	7,1%	7,6%	3,2%	4,2%	4,7%	
D&L Industries Inc	DNL PM	KKN	8,32	Na	1.171	23,3	22,2	19,6	-10,8%	3,3	3,1	2,8	14,4%	14,5%	15,2%	9,7%	Na	Na	
Agro Tech Foods Ltd	ATFL IN	KKN	1.015	Na	329,5	77,0	61,3	50,4	-0,7%	5,7	5,2	4,8	7,4%	8,7%	9,9%	5,9%	na	na	
<b>Trung bình</b>																			
	<b>CTCP Kido</b>	<b>KDC VN</b>	<b>KQ</b>	<b>57.300</b>	<b>69.800</b>	<b>576,0</b>	<b>25,6</b>	<b>23,8</b>	<b>17,7</b>	<b>84,0%</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,1%</b>	<b>11,6%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,8%</b>

Dữ liệu ngày 24/10/2021

Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

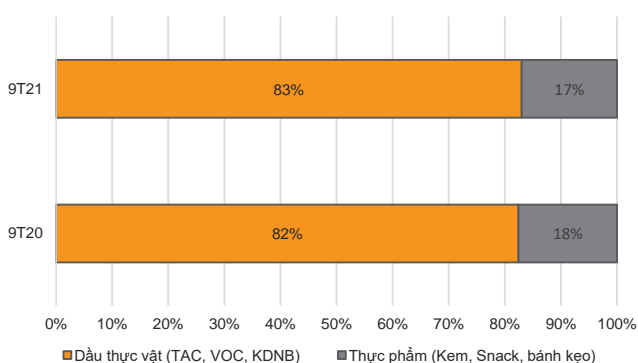
KQKD Q3/21: Tăng trưởng thấp vì giãn cách xã hội và biên LNG thấp

Hình 5: Kết quả kinh doanh 9T/21

Đơn vị: tỷ đồng	Q3/20	Q3/21	%svck	9T/20	9T/21	%svck	Dự phòng 2021 của VND	% so với dự phòng của VND	Ghi chú
<b>Doanh thu</b>	<b>2.314,9</b>	<b>2.556,5</b>	<b>10,4%</b>	<b>5.981,7</b>	<b>7.444,2</b>	<b>24,4%</b>	<b>9.345,0</b>	<b>79,7%</b>	<b>Phù hợp với dự phòng</b>
Thực phẩm (Kem, snack, bánh kẹo)	376,9	432,8	14,8%	1.051,1	1.265,5	20,4%	1.894,0	66,8%	Nhờ việc phân phối snack từ Q1/21 và hệ thống phân phối tốt hơn trong mảng kem, doanh thu từ mảng thực phẩm tăng trưởng mạnh mẽ trong 3Q21, đạt 14,8% svck nhưng vẫn thấp hơn ước tính của chúng tôi khi chỉ đạt 67% dự phòng do giãn cách xã hội trong 3Q/21 đã khiến mùa bán bánh trung thu dừng lại.
Dầu ăn (Tuong An, Vocarimex, Kido Nha Be)	1.937,9	2.113,0	9,0%	4.930,6	6.178,7	25,3%	7.451,00	82,9%	Các sản phẩm cao cấp của TAC kết hợp với hệ thống bán lẻ rộng khắp của KDC đã giúp dầu ăn của KDC tăng trưởng 9% svck trong Q3/21
GVHB	1.790,0	2.065,1	15,4%	4.666,6	6.011,9	28,8%	7.235,0	83,1%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>524,9</b>	<b>491,4</b>	<b>-6,4%</b>	<b>1.315,2</b>	<b>1.432,3</b>	<b>8,9%</b>	<b>2.110,0</b>	<b>67,9%</b>	<b>Thấp hơn dự báo của chúng tôi do giá nguyên vật liệu tăng dẫn đến biên lợi nhuận gộp của KDC giảm 3,5 điểm % trong Q3/21 xuống 19,2%</b>
Thực phẩm (Kem, snack, bánh kẹo)	219,7	217,0	-1,2%	610,6	673,2	10,3%	944,0	71,3%	
Dầu ăn (Tuong An, Vocarimex, Kido Nha Be)	305,2	262,4	-14,0%	704,6	759,1	7,7%	1.166,00	65,1%	
<b>Biên LNG</b>	<b>22,7%</b>	<b>19,2%</b>	<b>-3,5 điểm %</b>	<b>22,0%</b>	<b>19,2%</b>	<b>-2,7 điểm %</b>	<b>22,6%</b>	<b>-3,3 điểm %</b>	
Thực phẩm (Kem, snack, bánh kẹo)	58,3%	50,1%	-8,2 điểm %	58,1%	53,2%	-4,9 điểm %	49,8%	3,4 điểm %	
Dầu ăn (Tuong An, Vocarimex, Kido Nha Be)	15,7%	12,4%	-3,3 điểm %	14,3%	12,3%	-2,0 điểm %	15,6%	-3,4 điểm %	
Chi phí tài chính	-11,3	38,5	-441,9%	-50,4	20,7	-141,1%	101,7	20,3%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi
Chi phí bán hàng	291,9	315,4	8,0%	756,8	875,8	15,7%	1.048,7	83,5%	
Chi phí QLDN	97,0	99,3	2,4%	302,0	133,7	-55,8%	418,0	32,0%	
Chi phí BH&QLDN	388,9	414,7	6,6%	1.058,8	1.009,5	-4,7%	1.466,7	68,8%	Tốt hơn dự báo của chúng tôi do chi phí quản lý doanh nghiệp ghi nhận 121,5 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng cho các khoản phải thu khó đòi trong 9T21.
Chi phí bán hàng / DT	12,6%	12,3%	-0,3 điểm %	12,7%	11,8%	-0,9 điểm %	11,2%	0,6 điểm %	
Chi phí QLDN / DT	4,2%	3,9%	-0,3 điểm %	5,0%	1,8%	-3,3 điểm %	4,5%	-2,7 điểm %	
Chi phí BH&QLDN / DT	16,8%	16,2%	-0,6 điểm %	17,7%	13,6%	-4,1 điểm %	15,7%	-2,1 điểm %	
Lợi nhuận hoạt động	149,92	143,00	-4,62%	329,29	480,66	45,97%	713,9	67,3%	<b>Thấp hơn dự báo của chúng tôi</b>
Lợi nhuận trước thuế	153,93	143,40	-6,84%	337,18	480,07	42,38%	721,0	66,6%	
Thuế suất (%)	21,6%	12,7%	-8,96 pt %	24,7%	-1,6%	-26,31 pt %	20,8%		Tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi do KDC áp dụng khoản lỗ thuế có thể chuyển sang năm sau và tỷ lệ MI / LNST thấp hơn dự phòng.
Lợi nhuận sau thuế	120,6	125,2	3,8%	253,8	487,7	92,1%	571,1	85,4%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	16,4	10,8	-34,1%	99,5	29,4	-70,5%	114,3	25,7%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>104,2</b>	<b>114,4</b>	<b>9,8%</b>	<b>154,3</b>	<b>458,3</b>	<b>197,0%</b>	<b>456,8</b>	<b>100,3%</b>	<b>Vượt dự báo của chúng tôi do áp dụng khoản lỗ thuế chuyển sang năm sau và tỷ lệ MI / LNST thấp hơn dự phòng.</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số / Lợi nhuận sau thuế	13,6%	8,6%	-5,0 điểm %	39,2%	6,0%	-33,2 điểm %	20,0%	-14,0 điểm %	KDC hợp nhất với thực phẩm đông lạnh Kido (KDF) vào cuối năm 2020 và việc tái cơ cấu tập đoàn KDC dẫn đến tỷ lệ lợi ích cổ đông thiểu số / Lợi nhuận sau thuế giảm 33,2% svck xuống 6% trong 9T21.

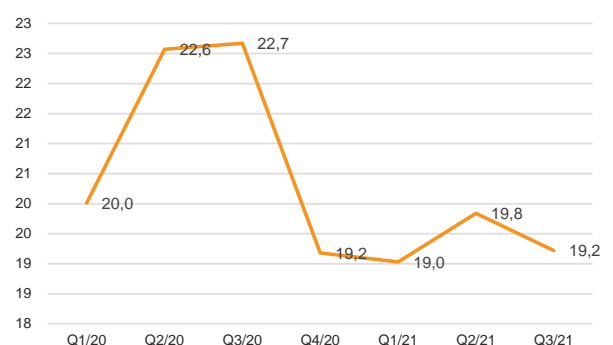
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 6: Tỷ trọng doanh thu theo từng mảng của KDC trong 9T/20 và 9T/21



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty, FAO

Hình 7: Biên LNG của KDC từ Q1/20 đến Q3/21 (%)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

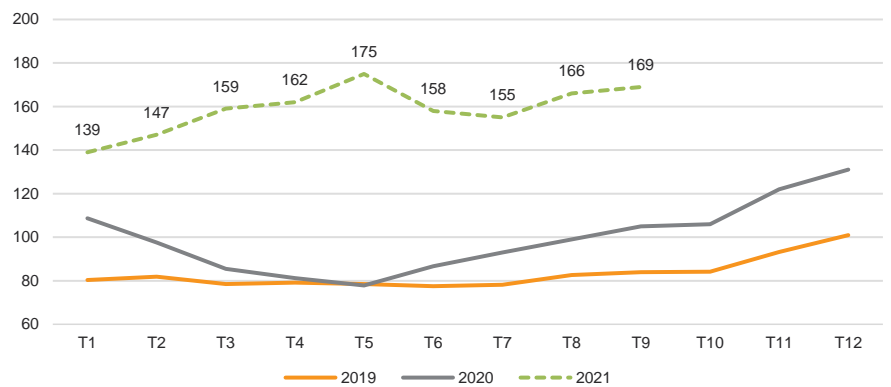
**Triển vọng giai đoạn 2022 – 2023: Mảng bánh kẹo và chuỗi cửa hàng F&B là động lực tăng trưởng quan trọng.**

**Mảng dầu ăn: Áp lực giá nguyên liệu đầu vào có khả năng giảm bớt vào năm 2022-23F**

Chỉ số dầu thực vật tiếp tục duy trì ở mức cao sau khi đạt đỉnh vào T5/21, do 1) lo ngại về sản lượng thấp ở Malaysia vì tình trạng thiếu lao động nhập cư kéo dài và 2) nhu cầu dầu thực vật tăng mạnh mẽ, đặc biệt là từ Ấn Độ, nhà nhập khẩu dầu thực vật hàng đầu thế giới. Chúng tôi tin rằng sản lượng nguyên liệu dầu ăn sẽ dần phục hồi kể từ năm 2022 sau khi bị ảnh hưởng bởi Covid-19 trong năm 2021 khiến cho áp lực giá nguyên liệu sẽ giảm trong giai đoạn 2022-23, qua đó hỗ trợ biên lợi nhuận gộp mảng dầu ăn của KDC trong năm 2022-2023 sẽ cao hơn 2021.

Từ T10/2021, tập đoàn KDC có kế hoạch tập trung sản xuất dầu ăn phục vụ Tết Nguyên đán 2022 với mục tiêu tăng sản lượng tiêu thụ lên 30% svck. Do đó, chúng tôi đã tăng doanh thu dầu ăn năm 2022/23 lên 13,7%/16,1% so với báo cáo trước đó, nhưng giảm biên lợi nhuận gộp năm 2022/23 lần lượt 2,2 điểm % /1,5 điểm % xuống còn 13,4%/14,1% để phản ánh tác động của chi phí vật liệu cao hơn dự kiến trong giai đoạn 2022-23.

**Hình 8: Chỉ số giá dầu thực vật giai đoạn 2019-2021**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty, FAO

**Chính thức trở lại lĩnh vực bánh kẹo và triển khai chuỗi cửa hàng F&B**

Ngày 19/10 vừa qua, KIDO đã ra mắt sản phẩm bánh tươi mang thương hiệu KIDO's Bakery với 3 loại:

- Bakery (tươi ngon, cao cấp và đa dạng như sản phẩm tại bakery);
- Snacking (kiểu dáng bao bì, quy cách, hương vị, tính chất ăn vặt nhiều hơn để thỏa mãn nhu cầu tiêu dùng mọi lúc mọi nơi);
- Thời thượng (hương vị trendy, hiện đại, nhân cốt).

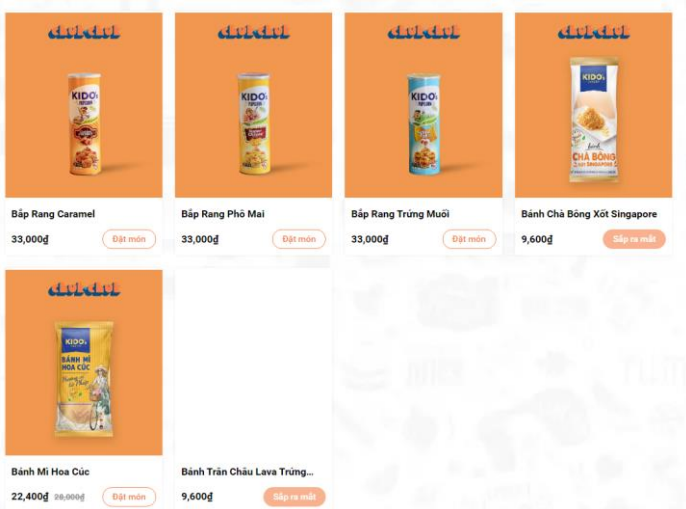
Theo đó, KIDO's Bakery ra mắt 3 sản phẩm bánh mì mới gồm: Bánh mì hoa cúc, Bánh trân châu lava trứng muối và Bánh chà bông xốt Singapore, hiện diện trên các kênh phân phối của tập đoàn KIDO với 450.000 điểm bán hàng truyền thống, kênh hiện đại, kênh trực tuyến, nền tảng thương mại điện tử, chuỗi cửa hàng Chuk Chuk mới.

Chuk Chuk là chuỗi cửa hàng cà phê, trà sữa và kem phân phối các sản phẩm của Tập đoàn Kido, hoạt động với 3 mô hình: cửa hàng quy mô 100-150m<sup>2</sup> nằm ở các khu thương mại hoặc trực đường chính, kiốt với diện tích 20m<sup>2</sup> nằm trong các trung tâm thương mại và mô hình xe đẩy với kích thước khoảng 3m<sup>2</sup> đặt tại các khu dân cư đông đúc, khu công nghiệp,...

KIDO đã triển khai mô hình kinh doanh trực tuyến cho Chuk Chuk trên nền tảng từ ngày 24/9 và khai trương 10 cửa hàng “signature” và đặt mục tiêu 100 cửa hàng tại TP.HCM vào năm 2021 để tạo đà tiếp cận các thành phố và khu vực trọng điểm khác như Hà Nội, Đà Nẵng, Nha Trang... vào năm 2022.

Chúng tôi tin rằng Chuk Chuk sẽ giúp KDC hoàn thiện chuỗi phân phối theo mô hình B2C, hướng đến khách hàng nhằm tìm kiếm động lực tăng trưởng cho tập đoàn trong giai đoạn tới. Trong thời điểm khó khăn do ảnh hưởng của đại dịch, việc triển khai chuỗi F&B không như kỳ vọng của công ty và chúng tôi sẽ đánh giá tác động của chuỗi Chuk Chuk đến mô hình của KDC trong các báo cáo sắp tới khi các cửa hàng mẫu Chuk Chuk dần đi vào hoạt động ổn định.

Hình 9: Sản phẩm của Kido's bakery



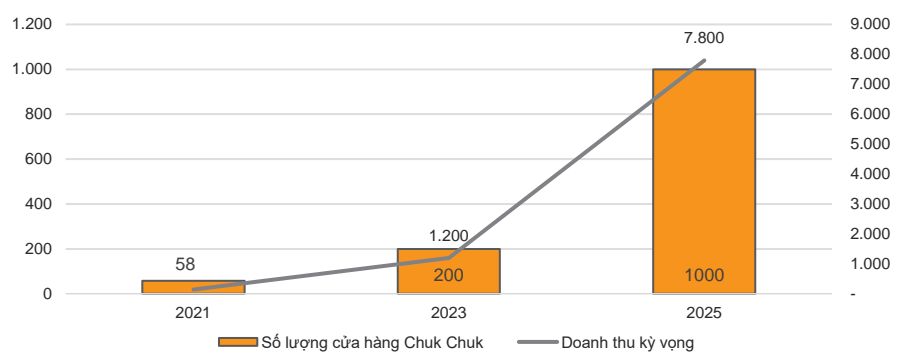
Nguồn: Chuk Chuk website

Hình 10: Chuỗi cửa hàng Chuk Chuk



Nguồn: Chuk Chuk website

Hình 11: Số lượng cửa hàng Chuk Chuk và doanh thu theo kế hoạch của KDC vào T6/21



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

KIDO's Bakery sẽ là động lực tăng trưởng mới cho KDC do KDC có bề dày kinh nghiệm trong ngành bánh kẹo và hệ thống phân phối rộng lớn. Trong năm 2022/23, chúng tôi kỳ vọng KIDO's Bakery sẽ đóng góp 2,3%/2,6% vào doanh thu của KDC và 4,0%/4,4% vào lợi nhuận gộp của KDC để bù đắp mức giảm 35%/29% trong ước tính lợi nhuận gộp mảng bánh trung thu của chúng tôi.

Do đó, chúng tôi tăng doanh thu nhóm hàng thực phẩm năm 2022/23 lên 0,7%/3,4% so với báo cáo trước đây và tăng biên lợi nhuận gộp của mảng này lên 2,8% điểm/2,6% do chúng tôi ước tính các sản phẩm bánh mì và snack có thể đạt được tỷ suất lợi nhuận 50%, cao hơn bánh trung thu (khoảng 30%).

### Thay đổi dự phóng năm 2021-23

Dựa trên những triển vọng trên, chúng tôi thay đổi dự báo của mình cho KDC trong năm 2022/2023 như sau:

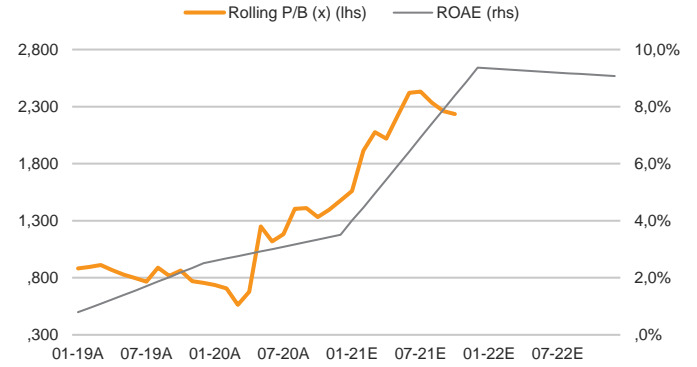
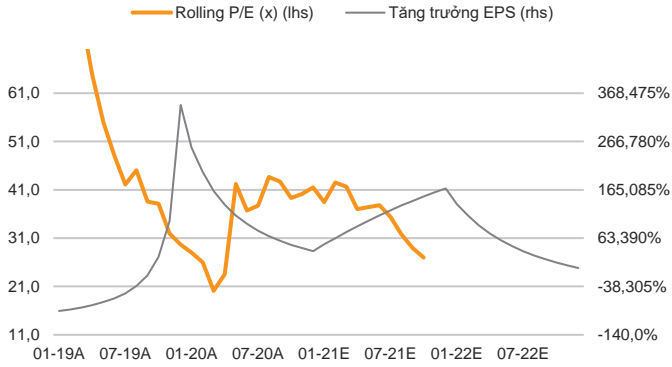
- Chúng tôi tăng doanh thu 11,0%/13,4% so với báo cáo trước sau khi tăng doanh thu mảng dầu ăn lên 13,7%/16,1% và doanh thu nhóm hàng thực phẩm tăng 0,7%/3,4%.
- Biên lợi nhuận gộp giảm 2,0 điểm %/1,3 điểm % so với báo cáo trước do biên lợi nhuận của mảng dầu ăn giảm 2,2 điểm %/1,5 điểm % do điều kiện chi phí nguyên liệu cao.
- Chi phí bán hàng tăng 8,5%/7,9% so với báo cáo trước do KDC đẩy mạnh bán hàng đa kênh và tung ra các sản phẩm mới như KIDO's Bakery.
- Tỷ lệ MI / LNST giảm 6 điểm %/6 điểm % do KDC đẩy mạnh tái cơ cấu và hiệu quả sau khi sáp nhập KDF từ cuối năm 2020 tốt hơn chúng tôi ước tính trước đây.
- Kết quả là, lợi nhuận ròng của KDC trong năm 2022/23 tăng 1,3%/19,2% so với báo cáo trước đó.

Hình 12: Thay đổi dự phóng năm 2021-23

Đơn vị: Tỷ đồng	Mới			Cũ			% thay đổi		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Doanh thu</b>	<b>9.751</b>	<b>11.405</b>	<b>12.786</b>	<b>9.345</b>	<b>10.275</b>	<b>11.277</b>	<b>4,3%</b>	<b>11,0%</b>	<b>13,4%</b>
<b>% svck</b>	17,2%	17,0%	12,1%	12,3%	9,9%	9,7%	4,9 điểm %	7,1 điểm %	2,4 điểm %
Mảng thực phẩm (Kem, snack, bánh kẹo)	1.725	2.174	2.519	1.894	2.158	2.435	-8,9%	0,7%	3,4%
Dầu ăn (TAC, VOC, KDNB)	8.026	9.230	10.268	7.451	8.116	8.841	7,7%	13,7%	16,1%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.931</b>	<b>2.371</b>	<b>2.760</b>	<b>2.110</b>	<b>2.338</b>	<b>2.585</b>	<b>-8,5%</b>	<b>1,4%</b>	<b>6,8%</b>
Mảng thực phẩm (Kem, snack, bánh kẹo)	918	1.137	1.310	944	1.069	1.202	-2,8%	6,4%	9,0%
Dầu ăn (TAC, VOC, KDNB)	1.013	1.234	1.450	1.166	1.269	1.382	-13,1%	-2,8%	4,9%
<b>Biên LNG</b>	<b>19,8%</b>	<b>20,8%</b>	<b>21,6%</b>	<b>22,6%</b>	<b>22,8%</b>	<b>22,9%</b>	<b>-2,8 điểm %</b>	<b>-2,0 điểm %</b>	<b>-1,3 điểm %</b>
Mảng thực phẩm (Kem, snack, bánh kẹo)	53,2%	52,3%	52,0%	49,8%	49,5%	49,4%	3,4 điểm %	2,8 điểm %	2,6 điểm %
Dầu ăn (TAC, VOC, KDNB)	12,6%	13,4%	14,1%	15,6%	15,6%	15,6%	-3,0 điểm %	-2,2 điểm %	-1,5 điểm %
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>-1.417</b>	<b>-1.711</b>	<b>-1.830</b>	<b>-1.467</b>	<b>-1.577</b>	<b>-1.696</b>	<b>-3,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>7,9%</b>
Chi phí BH&QLDN / Doanh thu	-14,5%	-15,0%	-14,3%	-15,7%	-15,4%	-15,0%	1,2 điểm %	0,4 điểm %	0,7 điểm %
Lợi nhuận trước thuế	664,36	723,92	973,86	721,02	770,45	880,70	-7,9%	-6,0%	10,6%
Thuế	-67,77	-144,78	-194,77	-149,97	-160,25	-183,19			
Lợi nhuận sau thuế	596,59	579,14	779,09	571,05	610,20	697,51	4,5%	-5,1%	11,7%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>549</b>	<b>550</b>	<b>740</b>	<b>457</b>	<b>543</b>	<b>621</b>	<b>20,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>19,2%</b>
Lợi ích CĐTS / LNST	8,0%	5,0%	5,0%	20,0%	11,0%	11,0%	-12,0 điểm %	-6,0 điểm %	-6,0 điểm %
<b>EPS</b>	<b>2.399</b>	<b>2.405</b>	<b>3.236</b>	<b>1.997</b>	<b>2.374</b>	<b>2.714</b>	<b>20,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>19,2%</b>
<b>% yoy</b>	167,7%	0,2%	34,5%	122,8%	18,9%	14,3%	44,9 điểm %	-18,7 điểm %	20,2 điểm %

Nguồn: VNDIRECT Research

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	9.751	11.405	12.786
Giá vốn hàng bán	(7.821)	(9.034)	(10.026)
Chi phí quản lý DN	(1.157)	(1.283)	(1.372)
Chi phí bán hàng	(260)	(428)	(457)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>513</b>	<b>660</b>	<b>931</b>
EBITDA thuần	778	925	1.196
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(265)</b>	<b>(265)</b>	<b>(265)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>513</b>	<b>660</b>	<b>931</b>
Thu nhập lãi	89	89	89
Chi phí tài chính	(118)	(204)	(225)
Thu nhập ròng khác	7	7	7
TN từ các Cty LK & LD	172	172	172
<b>LN trước thuế</b>	<b>663</b>	<b>724</b>	<b>974</b>
Thuế	(68)	(145)	(195)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(48)	(29)	(39)
<b>LN ròng</b>	<b>547</b>	<b>550</b>	<b>740</b>
Thu nhập trên vốn	547	550	740
Cổ tức phổ thông	(366)	(366)	(366)
<b>LN giữ lại</b>	<b>181</b>	<b>184</b>	<b>374</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.758	3.081	3.887
Đầu tư ngắn hạn	687	687	687
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.082	1.595	1.800
Hàng tồn kho	1.447	1.671	1.855
Các tài sản ngắn hạn khác	215	251	281
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.189</b>	<b>7.285</b>	<b>8.510</b>
Tài sản cố định	2.495	2.313	2.131
Tổng đầu tư	4.727	4.727	4.727
Tài sản dài hạn khác	394	407	417
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.805</b>	<b>14.732</b>	<b>15.785</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2.487	2.908	3.261
Phải trả người bán	644	753	844
Nợ ngắn hạn khác	859	1.010	1.163
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.990</b>	<b>4.671</b>	<b>5.268</b>
Vay & nợ dài hạn	1.000	1.000	1.000
Các khoản phải trả khác	837	840	843
Vốn điều lệ và	2.797	2.798	2.799
LN giữ lại	1.072	1.285	1.698
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.955</b>	<b>6.169</b>	<b>6.583</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.023	2.052	2.091
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.805</b>	<b>14.732</b>	<b>15.785</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>663</b>	<b>724</b>	<b>974</b>
Khấu hao	265	265	265
Thuế đã nộp	(68)	(145)	(195)
Các khoản điều chỉnh khác	269	385	(314)
<b>Thay đổi VLB</b>	<b>(231)</b>	<b>(124)</b>	<b>(74)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>898</b>	<b>1.105</b>	<b>656</b>
Đầu tư TSCĐ	0	0	0
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	2	3
Các khoản khác	(973)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	158	158	158
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(814)</b>	<b>160</b>	<b>161</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	1	2	3
Tiền vay ròng nhận được	938	422	352
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(366)	(366)	(366)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>573</b>	<b>58</b>	<b>(11)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.101	1.758	3.081
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>657</b>	<b>1.323</b>	<b>806</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.758	3.081	3.887

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	5,6%	4,8%	5,8%
Vòng quay TS	0,74	0,80	0,84
ROAA	4,2%	3,9%	4,8%
Đòn bẩy tài chính	2,24	2,35	2,39
ROAE	9,4%	9,1%	11,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	27,4	27,4	27,4
Số ngày nắm giữ HTK	67,5	67,5	67,5
Số ngày phải trả tiền bán	30,1	30,4	30,7
Vòng quay TSCĐ	3,73	4,74	5,75
ROIC	4,8%	4,5%	5,7%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	1,6	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,2	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,8	0,9
Vòng quay tiền	64,8	64,5	64,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	17,2%	17,0%	12,1%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	68,2%	28,7%	41,1%
Tăng trưởng LN ròng	168,1%	0,5%	34,5%
Tăng trưởng EPS	168,1%	0,5%	34,5%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Phan Như Bách – Chuyên viên phân tích

Email: [bach.phannhu@vndirect.com.vn](mailto:bach.phannhu@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>