

CTCP TẬP ĐOÀN KIDO (KDC) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND50.700

Giá mục tiêu

VND65.000

Tỷ suất cổ tức

3,15%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 10/03/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**
Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:0 Giữ:1 Bán:0

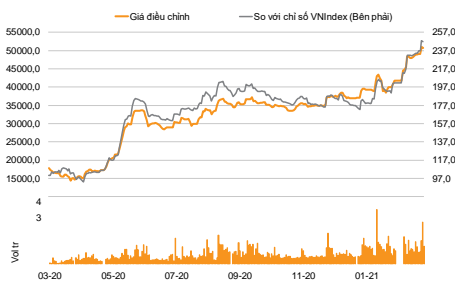
Giá mục tiêu/Consensus:

N/A

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Không.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	51.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14.400
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	36.911tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	11.220
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	56,9
P/B hiện tại (x)	2,0

Cơ cấu sở hữu

Trần Lệ Nguyễn	14,1%
PPK One Member Co.,Ltd	10,2%
KIDO Investment Co.,Ltd	8,2%
Khác	67,5%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Thời điểm tỏa sáng

- KDC đang chiếm thị phần lớn nhất trong ngành kem và chiếm thị phần thứ hai trong ngành dầu ăn vào năm 2020.
- Chúng tôi kỳ vọng LNR của KDC năm 21/22 sẽ tăng trưởng 123%/19% svck nhờ việc thâm nhập sâu hơn vào các mảng dầu ăn và kem.
- Khuyến nghị KHẢ QUAN và giá mục tiêu là 65.000 đồng/cp.

Năm giữ cổ phiếu đầu ngành

KDC là công ty thực phẩm đa mảng và hiện đang sở hữu 30% thị phần dầu ăn và 43,5% thị phần ngành kem tính đến cuối năm 2020. KDC đang tiếp tục hướng đến việc gia tăng sở hữu tại CTCP Dầu thực vật Tường An (TAC) và Tổng công ty Công nghiệp Dầu thực vật Việt Nam (VOC) trong tương lai để gia tăng thị phần mảng dầu ăn lên mức 36%, theo ước tính của chúng tôi. Doanh thu từ mảng dầu ăn dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép 8,9% trong giai đoạn 2021-24, đóng góp khoảng 80% vào tổng doanh thu của KDC.

Sáp nhập với KDF để nắm bắt sự hồi phục của ngành thực phẩm lạnh

Cuối năm 2020, CTCP Thực phẩm Đông lạnh KIDO (KDF) đã được hợp nhất vào KDC để tối ưu hóa chi phí BH&QLDN và tạo đòn bẩy tăng trưởng nhờ vào mạng lưới phân phối của KDC. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của mảng kem và thực phẩm đông lạnh sẽ tăng trưởng 15% trong 2021 và sau đó đạt tăng trưởng kép 12% trong giai đoạn 2022-24 khi nhu cầu phục hồi sau đại dịch.

Thêm “vị ngọt” cho năm 2021

KIDO đã quay trở lại với mảng bánh kẹo vào Q3/20 sau khi bán mảng này cho Mondelez năm 2015. Chúng tôi tin rằng mảng bánh kẹo sẽ là động lực tăng trưởng cho DT và LNR của KDC trong giai đoạn tới nhờ vào 1) 22 năm kinh nghiệm trong ngành bánh kẹo, 2) chuỗi giá trị hoàn thiện để hỗ trợ mảng bánh kẹo và 3) mạng lưới phân phối rộng. Trong năm 2021, chúng tôi ước tính doanh thu mảng bánh kẹo (bánh trung thu) đạt 204 tỷ đồng, tăng 110% svck, sau đó đạt tốc độ tăng trưởng kép 17,2%/năm trong giai đoạn 2022-24.

Sẵn sàng bước vào giai đoạn tăng trưởng

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu 2021/22 của KDC sẽ tăng trưởng 12,3%/9,9% svck, nhờ vào tăng trưởng 1) 15%/12% svck của mảng kem, 2) 8,9%/8,9% svck của mảng dầu ăn và 3) 110%/20,7% svck của mảng bánh kẹo. Chúng tôi kỳ vọng LNR năm 2021/22 tăng 123%/18,9% svck lên 457/543 tỷ do chi phí BH&QLDN và lợi ích cổ đông thiểu số giảm.

Khuyến nghị KHẢ QUAN và giá mục tiêu 65.000 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên trung bình giữa định giá chiết khấu dòng tiền 10 năm và P/E mục tiêu 2021 là 30,0 lần. Tiềm năng tăng giá: 1) quá trình M&A nhanh hơn dự kiến và 2) sự thành công của liên doanh với Vinamilk. Các rủi ro giảm giá: 1) quá trình M&A chậm hơn dự kiến, 2) tăng trưởng các mảng kinh doanh thấp hơn dự kiến và 3) GVHB/chi phí BH&QLDN lớn hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.210	8.322	9.345	10.275
Tăng trưởng DT thuần	(5,2%)	15,4%	12,3%	9,9%
Biên lợi nhuận gộp	22,6%	21,2%	22,6%	22,8%
Biên EBITDA	10,1%	9,9%	12,6%	12,6%
LN ròng (tỷ)	149	205	457	543
Tăng trưởng LN ròng	281,7%	37,8%	122,8%	18,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	650	896	1.997	2.374
EPS điều chỉnh	650	896	1.997	2.374
BVPS	25.762	25.026	25.923	26.994
ROAE	2,5%	3,5%	7,8%	9,0%

Nguồn: VND RESEARCH

THỜI ĐIỂM TỎA SÁNG

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá cao KDC nhờ vào các luận điểm sau: 1) KDC có vị thế hàng đầu trong ngành dầu ăn và kem tại Việt Nam, 2) Chiến lược mua bán và sáp nhập (M&A) nhằm tăng thị phần và tối ưu hóa chi phí trong tập đoàn KDC, và 3) việc quay trở lại mảng bánh kẹo, vốn là thế mạnh truyền thống của KDC từ khi thành lập. Chúng tôi tin rằng năm 2021 là thời điểm “ngọt ngào” để KDC tỏa sáng với mức tăng trưởng LNR kỳ vọng đạt 123% svck.

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu đối với KDC cùng khuyến nghị KHẢ QUAN. Giá mục tiêu của chúng tôi cho KDC là 65.000 đồng, dựa trên trung bình của định giá chiết khấu dòng tiền 10 năm và P/E mục tiêu cho năm 2021 là 30,0 lần. Tỷ lệ P/E mục tiêu của chúng tôi thấp hơn mức hiện tại là 54,6 lần do chúng tôi ước tính KDC sẽ đạt mức tăng trưởng EPS vượt trội trong năm 2021 nhờ tăng trưởng mảng kem và dầu ăn cũng như giảm các chi phí và lợi ích cổ đông thiểu số, giúp cho LNR năm 2021 tăng trưởng mạnh 123% svck.

Các tiềm năng tăng giá gồm 1) quá trình M&A với VOC và TAC nhanh hơn dự kiến, 2) doanh thu từ mảng dầu ăn và kem tăng trưởng tốt hơn dự kiến, 3) giá vốn hàng bán và chi phí bán hàng & quản lý thấp hơn dự kiến, 4) thành công trong việc quay trở lại mảng kinh doanh bánh kẹo và 5) liên doanh với Vinamilk triển khai nhanh hơn với kết quả tốt. Rủi ro giảm giá gồm: 1) quá trình M&A với VOC và TAC chậm hơn dự kiến, 2) tăng trưởng doanh thu từ mảng dầu ăn và kem thấp hơn dự kiến và 3) giá vốn hàng bán và tỷ lệ chi phí BH&QLDN /doanh thu cao hơn dự kiến.

Hình 1: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng	Giá sau điều chỉnh tỷ trọng
Chiết khấu dòng tiền	64.333	50%	32.167
P/E mục tiêu	65.568	50%	32.784
Giá mục tiêu			65.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các giả định

Giả định	Giá trị	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Giá trị
Beta	0,77	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	8.677
Phần bù rủi ro thị trường	10,1%	Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	9.685
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	-
Chi phí sử dụng vốn	10,8%	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	18.362
Chi phí sử dụng nợ	6,0%	Trừ: tổng nợ (tỷ đồng)	3.383
Thuế TNDN	20,0%	Trừ: cổ phiếu ưu đãi (tỷ đồng)	-
WACC	9,0%	Trừ: tổng lợi ích CDTS (tỷ đồng)	2.090
		Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	1.828
			-
		Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	14.716
		Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	229
		Giá cổ phiếu (đồng)	64.333

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Mô hình chiết khấu dòng tiền

	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F
EBIT	1.001	1.118	1.246	1.347	1.450	1.550	1.662	1.769	1.885	2.010
Thuế	-150	-160	-183	-200	-217	-233	-270	-288	-309	-331
EBIAT	851	958	1.063	1.147	1.233	1.317	1.392	1.481	1.576	1.679
Khấu hao	265	265	265	265	265	265	265	265	265	265
Chi phí vốn đầu tư	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	236	434	-288	-317	-339	-246	-264	-269	-287	-307
Dòng tiền tự do	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
Dòng tiền tự do hiện tại	1.244	1.392	801	777	753	802	766	739	715	630

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Định giá: Hệ số (P/E)

LNR năm 2021-22 thuộc về cổ đông phổ thông (tỷ đồng)	499,96
Số cổ phiếu lưu hành 2021-22 (triệu cp)	228,7
EPS 2021-22F	2185,6
P/E trung bình ngành dầu ăn (x)	30,0
Giá cổ phiếu 2021	65.568,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền bản địa)	Giá mục tiêu (tiền bản địa)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	FY21F	FY22F		TTM	FY21F	FY22F	TTM	FY21F	FY22F	TTM	FY21F	FY22F
Wilmar International Ltd	WIL SP	Na	5,00	Na	24.595	16,2	15,8	14,8	9,1%	1,3	1,3	1,2	8,6%	8,4%	8,5%	3,1%	3,1%	3,3%
Fuji Oil Holdings Inc	2607 JT	Na	3.100	Na	2.495	20,6	26,1	22,0	13,1%	1,7	1,7	1,6	8,4%	6,5%	7,4%	3,5%	4,0%	4,7%
D&L Industries Inc	DNL PM	Na	7,00	Na	1.098	26,4	21,7	19,2	-10,6%	3,1	2,8	2,7	11,6%	12,5%	13,2%	8,3%	8,9%	9,2%
Agro Tech Foods Ltd	ATFL IN	Na	826,0	Na	275	57,5	47,7	40,9	6,6%	4,9	4,6	4,2	8,6%	10,0%	11,4%	6,9%	Na	Na
Trung bình						30,2	27,8	24,2	4,6%	2,8	2,6	2,4	10,0%	9,4%	10,1%	5,5%	5,3%	5,7%
KIDO Group Corp	KDC VN	KQ	50.700	65.000	503	56,5	25,4	21,4	21,0%	2,0	2,0	1,9	3,5%	7,8%	9,0%	1,7%	3,5%	3,9%

Dữ liệu ngày 9/3/2021

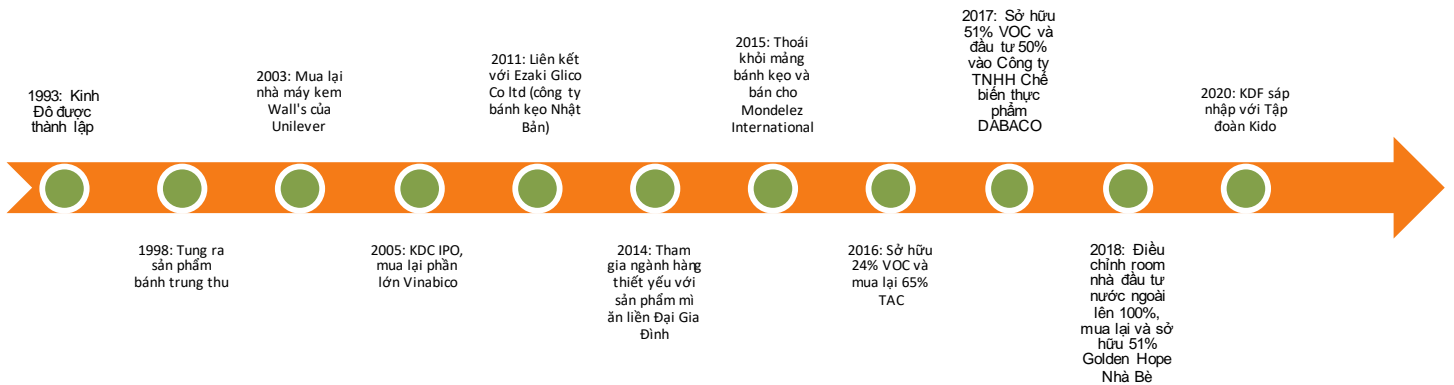
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Sẵn sàng bước vào giai đoạn tăng trưởng

Doanh thu và LNR tăng trưởng trở lại sau khi thoái vốn khỏi mảng bánh kẹo

Sau hai thập kỷ phát triển và chiếm lĩnh thị trường bánh kẹo với thị phần khoảng 30% vào năm 2014, KDC đã quyết định chuyển nhượng mảng bánh kẹo cho tập đoàn Mondelez International với hợp đồng trị giá khoảng 490 triệu USD để tham gia vào một lĩnh vực kinh doanh mới với quy mô lớn hơn là mảng thực phẩm thiết yếu (FMCG). Mondelez sau khi mua lại mảng bánh kẹo Kinh Đô đã nhanh chóng đổi tên từ Kinh Đô Bình Dương thành Mondelez Kinh Đô và tiếp tục dẫn đầu thị trường, chiếm khoảng 35% thị phần bánh kẹo vào năm 2020 (theo Babuki).

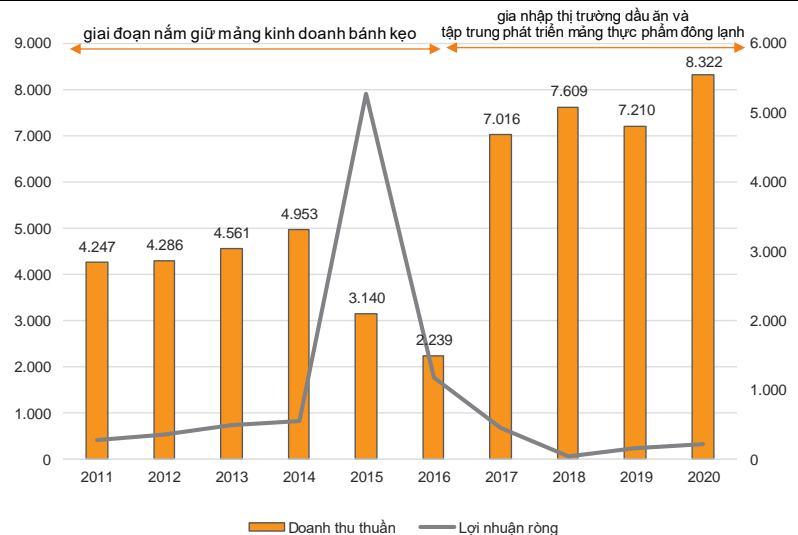
Hình 7: Các cột mốc quan trọng của Kido



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Từ năm 2015, KIDO bắt đầu tập trung vào ngành kem và sữa chua thông qua công ty con - KIDO Ltd. (sau đổi tên thành Công ty Thực phẩm Đông lạnh KIDO - KIDO Foods - KDF) và sản phẩm mì gói Đại Gia Đình. Sau đó, KDC đã mua lại ba thương hiệu dầu ăn hàng đầu Việt Nam là Tường An (TAC), Vocarimex (VOC) và Dầu ăn Golden Hope Nhà Bè (KIDO Nhà Bè). Ngoài ra, KIDO cũng đã tham gia vào phân khúc thực phẩm tươi sống, đông lạnh và đóng hộp thông qua việc mua lại 50% cổ phần của Công ty TNHH Chế biến Thực phẩm Dabaco (Dabaco Foods).

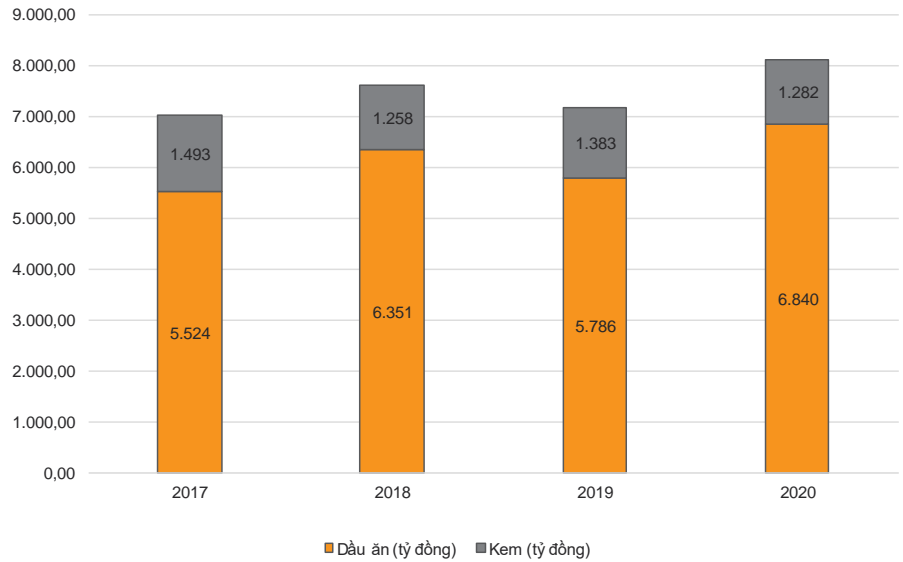
Hình 8: Doanh thu của KDC (tỷ đồng – cột trái) và lợi nhuận ròng (tỷ đồng – cột phải) trở lại đã tăng trưởng sau khi bán mảng kinh doanh bánh kẹo vào năm 2015



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Sau 5 năm thực hiện các thương vụ M&A trong mảng dầu ăn và tập trung phát triển mảng kem, đến cuối năm 2020, KDC đã trở thành công ty dẫn đầu ngành kem và đứng thứ hai trong ngành dầu ăn, chiếm thị phần lần lượt là 43,5% và 30%. Lợi nhuận ròng của công ty đã tăng trưởng trở lại trong giai đoạn 2019-20, tăng 280% svck vào năm 2019 và 38% svck vào năm 2020.

Hình 9: Doanh thu của KDC (tỷ đồng) theo hoạt động kinh doanh từ 2017 – 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

KDC tiếp tục thực hiện các bước nhằm tối ưu hóa chuỗi giá trị ngành dầu ăn để giảm chi phí bán hàng và quản lý trong những năm tới, đồng thời hưởng lợi từ đà phục hồi sau Covid-19 của thị trường bán lẻ Việt Nam.

Ban lãnh đạo nhiều kinh nghiệm

Hình 10: Ban lãnh đạo của Kido

 <p>Bà VƯƠNG NGỌC XIÊM Đồng sáng lập Thành viên HĐQT Phó TGD Tập đoàn</p>	 <p>Ông TRẦN LỆ NGUYỄN Đồng sáng lập Phó chủ tịch HĐQT TGD Điều hành Tập đoàn</p>	 <p>Ông TRẦN KIM THÀNH Thành viên sáng lập Chủ tịch HĐQT Tập đoàn</p>	 <p>Bà VƯƠNG BỬU LINH Đồng sáng lập Thành viên HĐQT Phó TGD Tập đoàn</p>	 <p>Ông WANG CHING HUA Đồng sáng lập Thành viên HĐQT Phó TGD Tập đoàn</p>
--	---	---	---	---

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Tập đoàn Kido được thành lập bởi nhóm cổ đông là hai vợ chồng: ông Trần Kim Thành và vợ là Vương Bửu Linh; Ông Trần Lệ Nguyễn và vợ là Vương Ngọc Xiêm, cả 4 người đều là doanh nhân gốc Hoa, và thành viên sáng lập còn lại là ông Wang Ching Hua. Những người sáng lập, đặc biệt là ông Trần Lệ Nguyễn và ông Trần Kim Thành, đã làm việc trong lĩnh vực thực phẩm từ đầu những năm 1990, tương đương với hơn 30 năm kinh nghiệm cho đến nay và đã phát

triển thành công Tập đoàn Kido từ một nhà máy sản xuất thực phẩm quy mô nhỏ tại Quận 6, Hồ Chí Minh với giá trị đầu tư khoảng 1,4 tỷ đồng trở thành một công ty lớn có giá trị vốn hóa thị trường hơn 11.000 tỷ đồng tính đến T3/21. Chúng tôi cho rằng rất ít công ty niêm yết có đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm trong ngành thực phẩm và có gắn bó lâu dài với công ty như KDC, đây là điểm nổi bật của KDC để chúng tôi tin tưởng vào tăng trưởng trong tương lai của công ty.

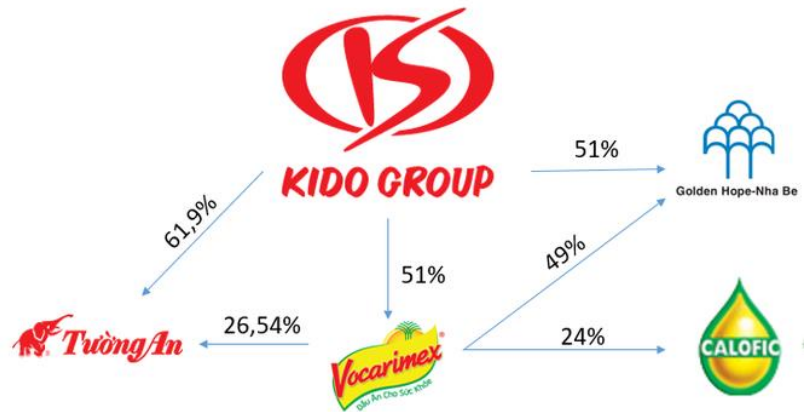
Mảng dầu ăn: Mở rộng thị phần và tối ưu hóa chi phí thông qua M&A

Động lực tăng trưởng cho cả doanh thu và LNR

Với việc đầu tư và sở hữu 3 công ty dầu ăn gồm TAC, VOC và Kido Nhà Bè, KDC hiện đứng thứ 2 trong ngành dầu ăn tại Việt Nam với thị phần khoảng 30%. Đến cuối năm 2020, tỷ lệ sở hữu của KDC tại TAC là 75%, Kido - Nhà Bè là 76%, VOC 51% và Calofic 24% (thông qua VOC).

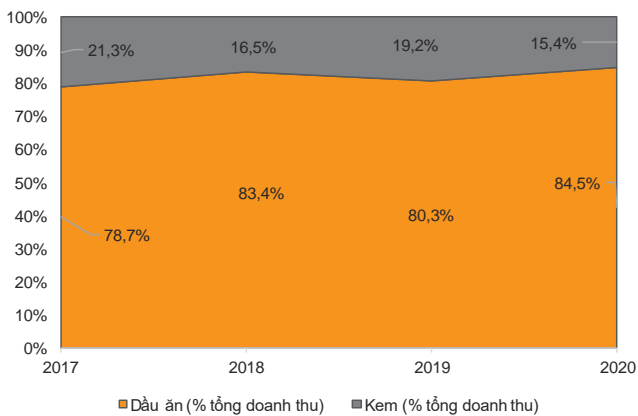
Với cơ cấu sở hữu này, doanh thu từ mảng dầu ăn của KDC chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tổng doanh thu của KDC, tăng từ 78,7% năm 2017 lên 84,5% năm 2020. Đóng góp của lợi nhuận gộp từ mảng dầu ăn vào tổng lợi nhuận gộp của KDC cũng tăng từ 45,1% trong năm 2017 lên mức 55,3% trong năm 2020.

Hình 11: Cấu trúc sở hữu của KDC trong ngành dầu ăn



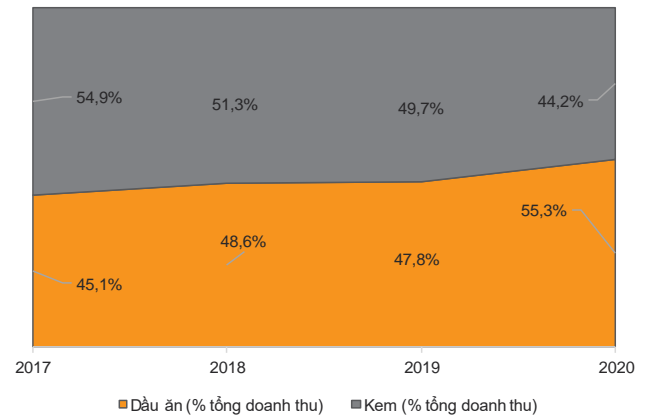
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 12: Cơ cấu doanh thu của KDC trong giai đoạn 2017 - 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 13: Cơ cấu lợi nhuận gộp của KDC trong giai đoạn 2017 - 20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**TAC: là công ty có hơn 40 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực dầu ăn, đứng thứ 2 về thị phần dầu ăn với các sản phẩm phục vụ cho nhu cầu sử dụng hàng ngày*

của người tiêu dùng với 2 thương hiệu nổi tiếng là dầu Tường An và dầu Tường An Premium, được phân phối qua hơn 450 ngàn điểm bán lẻ của KDC.

*VOC: là công ty cung cấp nguyên liệu dầu thực vật cho các công ty trong các ngành sản xuất sữa, bánh kẹo, thủy sản (dầu olein, shortening, dầu đậu nành tinh luyện, dầu đậu nành thô ...), cung cấp nguyên liệu cho các công ty sản xuất dầu thực vật (dầu olein, dầu thô dầu đậu nành, dầu đậu nành tinh luyện ...), xuất khẩu sang Nhật Bản, Hàn Quốc, Myanmar, Campuchia ... (dầu mè, dầu đậu nành tinh luyện, dầu đậu nành thô, dầu ăn ...) Việc sáp nhập VOC vào KDC sẽ tối ưu hóa nguồn nguyên liệu và chi phí khi VOC là nhà cung cấp dầu ăn cho 30% thị trường, cũng như cải thiện chi phí quản lý và điều hành khi tỷ lệ sở hữu của VOC tại SCIC sẽ giảm trong thời gian tới.

Hình 14: Các nhãn sản phẩm của Tường An (TAC)

Hình 15: Các nhãn sản phẩm của Vocarimex (TAC)



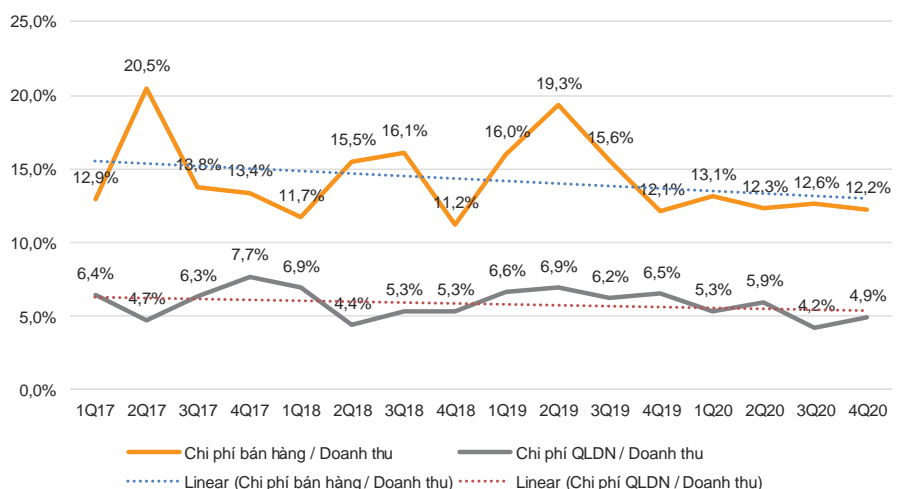
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

KDC tiếp tục tăng sở hữu tại các công ty liên kết để tối ưu hóa chuỗi giá trị ngành dầu ăn

Chúng tôi nhận thấy KDC đã liên tục tối ưu hóa chuỗi giá trị của mảng dầu ăn và toàn tập đoàn với tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu có sự cải thiện trong thời gian vừa qua. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu giai đoạn 2017-20 đã giảm từ hơn 21% năm 2017 xuống chỉ còn khoảng 17,5% trong năm 2020.

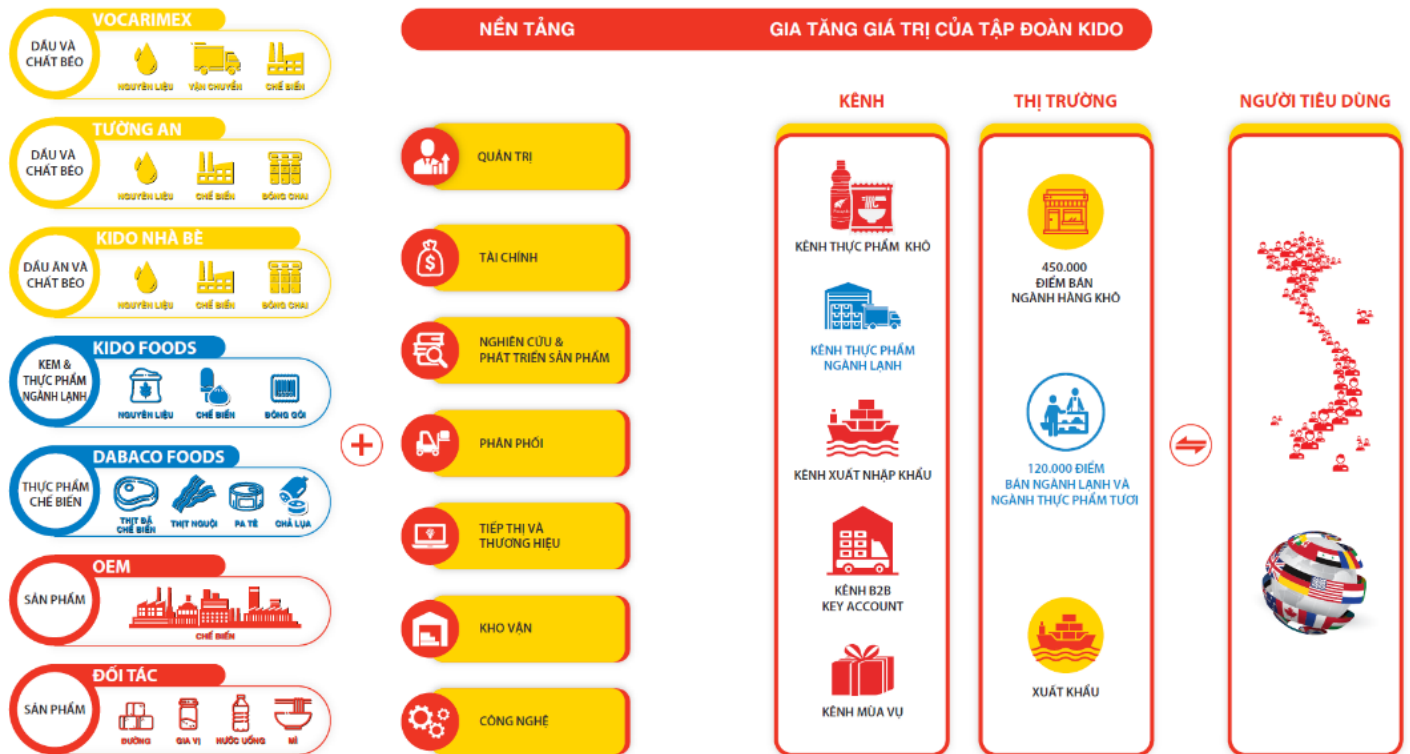
Hình 16: Chi phí BH&QLND duy trì xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2017-2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

KDC sẽ tiếp tục thực hiện các thương vụ M&A trong những năm tới để gia tăng thị phần trong ngành dầu ăn cũng như cải thiện chuỗi cung ứng trong tập đoàn Kido. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng trong năm 202F, Kido có thể 1) đầu giá thành công để tăng tỷ lệ sở hữu tại VOC từ 51% lên 87,3%, qua đó sáp nhập TAC vào KDC; 2) tiếp tục quá trình tái cơ cấu để nâng cao sức mạnh của KDC bằng cách nâng cao hiệu quả và giảm lợi ích cổ đông thiểu số để tăng lợi nhuận ròng của KDC.

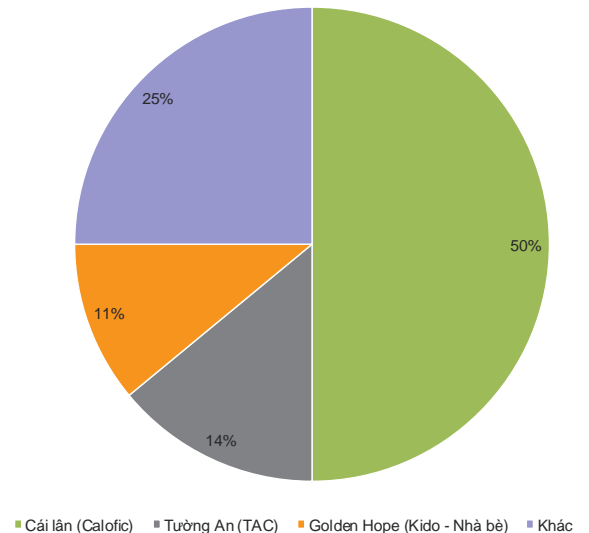
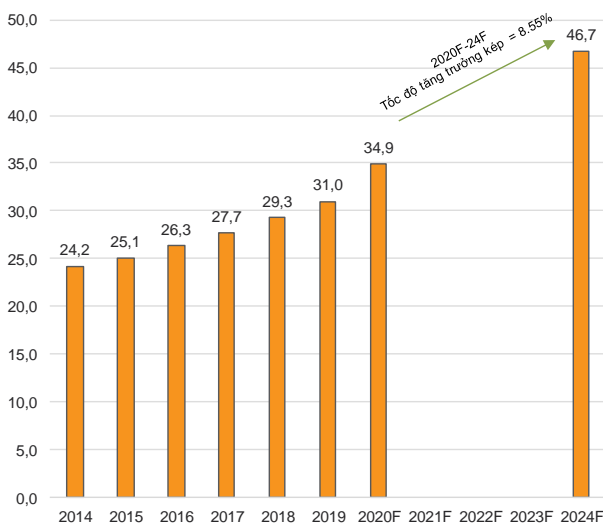
Hình 17: Chuỗi giá trị của tập đoàn Kido



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi tin rằng thị trường dầu ăn của Việt Nam sẽ tiếp tục xu hướng tăng trưởng trong giai đoạn 2020-24

Hình 18: Quy mô và tốc độ tăng trưởng doanh thu của thị trường dầu ăn tại Việt Nam, giai đoạn 2014 - 2024F (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: Euromonitor, VNDIRECT RESEARCH

Nguồn: Euromonitor, VNDIRECT RESEARCH

Giai đoạn 2014 - 2019, doanh thu ngành dầu ăn có sự tăng trưởng nhẹ qua các năm ở mức khoảng 5% mỗi năm. Ngành dầu ăn ghi nhận doanh thu bán lẻ đạt 30.974 tỷ đồng trong năm 2019. Hiện tại, ngành dầu ăn gồm các sản phẩm đa dạng như dầu ô liu, dầu ngô, dầu cọ, dầu hạt cải, dầu đậu nành, ... Các sản phẩm dầu ăn trên thị trường thường được phân phối thông qua hệ thống cửa hàng bán lẻ, cửa hàng tạp hóa trên cả nước. Tính đến năm 2019, doanh thu bán lẻ từ các cửa hàng bán lẻ truyền thống chiếm 90,2% tổng doanh thu. Tuy nhiên, tỷ lệ này có xu hướng giảm nhẹ trong giai đoạn 2014-19 do người tiêu dùng có xu hướng mua sắm tại các kênh thương mại hiện đại như cửa hàng tiện lợi, siêu thị và đại siêu thị.

Trong giai đoạn 2020–24, dựa trên số liệu của Euromonitor, dự báo quy mô ngành dầu ăn sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 8,6% để đạt tổng doanh thu khoảng 46.700 tỷ đồng trong năm 2024.

Bên cạnh đó, theo dự báo của Bộ Công Thương, đến năm 2020, người Việt Nam tiêu thụ dầu ăn bình quân 16,2-17,4kg/người/năm và đến năm 2025 là 18,6-19,9kg/người/năm.

Mảng kem: đóng góp nhiều hơn vào lợi nhuận ròng của KDC

KDF được hợp nhất vào KDC để cải thiện quy trình quản lý và tối ưu hóa chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp

Đến cuối năm 2020, CTCP Thực phẩm Đông lạnh KIDO (KDF) chính thức được sáp nhập vào KDC với tỷ lệ hoán đổi 1 cổ phiếu KDF lấy 1,3 cổ phiếu KDC. Do đó, KDC đã trở thành công ty hàng đầu trong ngành kem với thị phần hơn 43,5% (theo Euromonitor 2020).

Theo KDC, việc chỉ nắm giữ 65% cổ phần của KDF không cho phép KDC có toàn quyền kiểm soát KDF. Cơ cấu sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ khoảng 20% cổ phần tại KDF và cá nhân trong nước nắm giữ khoảng 15% sẽ khiến KDC khó đưa ra các quyết định cần thông qua 75% tổng số cổ phần có quyền biểu quyết. Do đó, với việc sáp nhập KDF vào KDC, KDC có thể tập trung nguồn lực để cải thiện tất cả các mảng kinh doanh để hoạt động hiệu quả hơn.

Thị phần kem và đồ tráng miệng đông lạnh của Kido Group tăng từ 41% năm 2019 lên 43,5% vào năm 2020, tiếp tục dẫn đầu thị trường kem và đồ tráng miệng đông lạnh. Unilever đứng thứ hai với thị phần 11,1% và Vinamilk đứng ở vị trí thứ 3 với thị phần 9,2%.

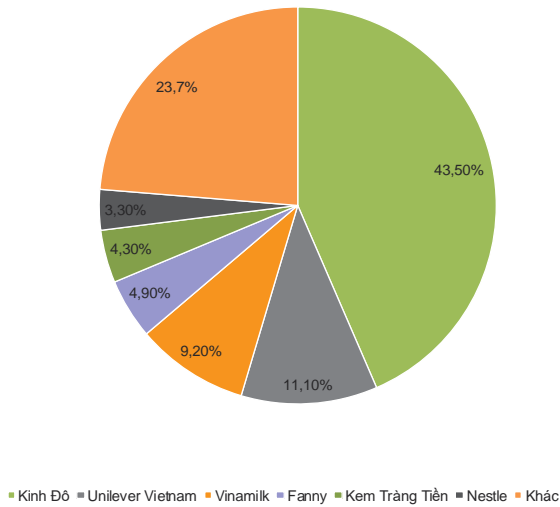
KDC có 3 thương hiệu kem lọt vào top 10 gồm Merino (thị phần 24,8%), Celano (thị phần 17,4%) và Wel Yo - các sản phẩm từ sữa (thị phần 1,3%). Hiện nay, hai thương hiệu kem chính của KDC là Merino và Celano, với hơn 60 loại sản phẩm, đa dạng về chủng loại và hình thức.

Hình 20: Các thương hiệu kem và sữa chua của KDC



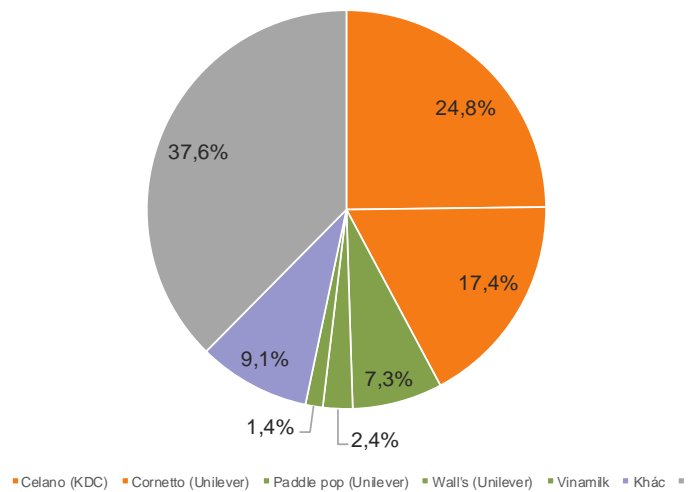
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 21: Thị phần kem và đồ tráng miệng đông lạnh vào năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Euromonitor

Hình 22: 10 thương hiệu kem và món tráng miệng đông lạnh hàng đầu năm 2020

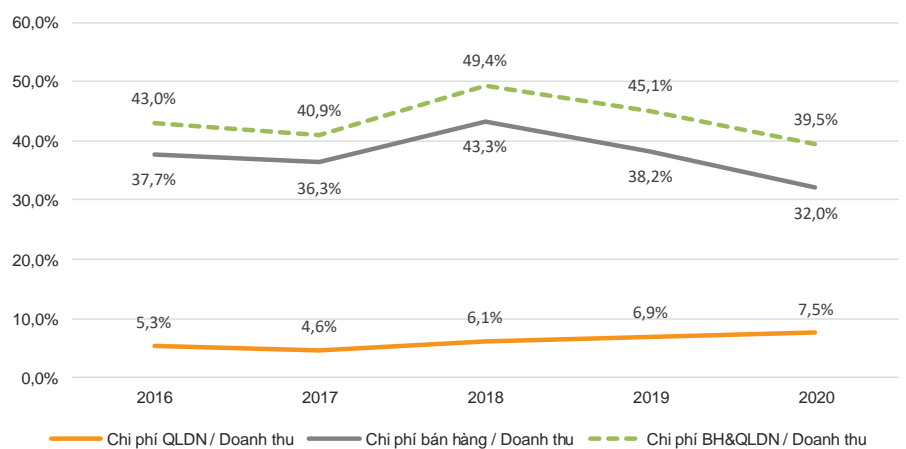


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Euromonitor

Mảng kem của KDC có biên lợi nhuận gộp cao, dao động từ 50-60% trong giai đoạn 2016 - 2020 và đóng góp khoảng 44-55% vào lợi nhuận gộp của KDC. Biên lợi nhuận gộp của mảng kem dần phục hồi từ năm 2018-2020 nhờ sự cải thiện về cơ cấu chi phí và sự phục hồi sau khoảng thời gian gặp cạnh tranh mạnh mẽ trong năm 2018.

Trong giai đoạn từ năm 2018-20, chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu mảng kem của KDC đã giảm mạnh từ 49,4% trong năm 2018 xuống chỉ còn 39,5% trong năm 2020, chủ yếu do giảm chi phí bán hàng. Chúng tôi tin rằng mảng kem của KDC đã và sẽ tiếp tục được tối ưu hóa chi phí hoạt động thông qua chiến lược phát triển tổng thể của KDC và việc sáp nhập KDF vào KDC sẽ duy trì xu hướng tối ưu hóa này trong vài năm tới. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng chi phí bán hàng/doanh thu kem của KDC sẽ giảm 2 điểm % xuống 30%, giúp cho chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu của KDC giảm 1,8 điểm%.

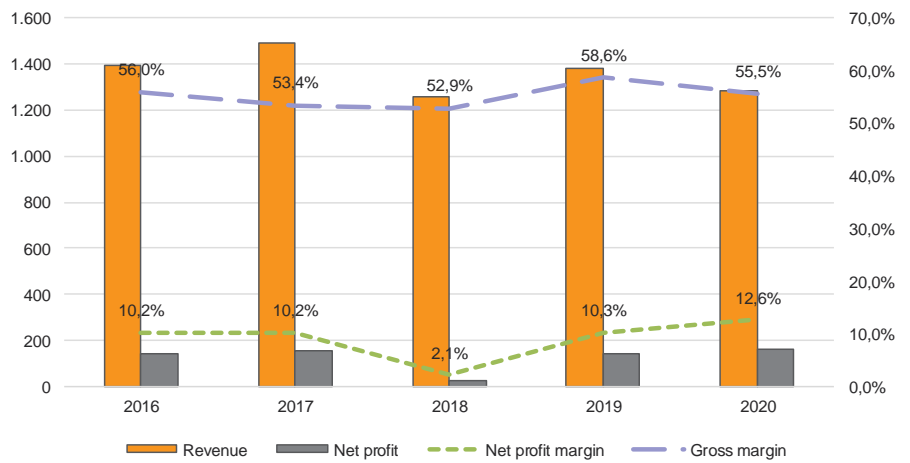
Hình 23: Chi phí bán hàng & quản lý của KDF (mảng kem của KDC) giai đoạn 2016-2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Mảng kem bị ảnh hưởng bởi Covid-19 do nhu cầu thấp

Hình 24: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế mảng kem và sữa chua của KDC giai đoạn 2016-20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

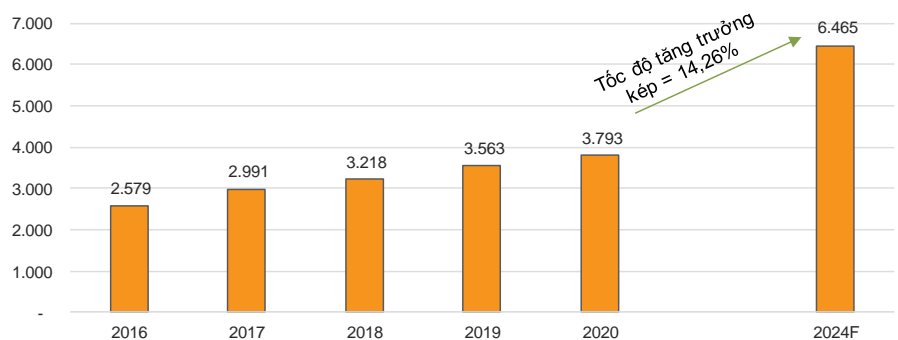
Năm 2020, Covid-19 ảnh hưởng đến doanh thu của ngành kem trong lĩnh vực giải trí và du lịch, khiến doanh thu của KDF trong năm 2020 giảm 7% svck xuống 1.282 tỷ đồng, đóng góp 15,4% vào tổng doanh thu của KDC. Tuy nhiên, nhờ việc tối ưu hóa chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp với tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp / doanh thu giảm 5,6 điểm% xuống 39,5%, giúp LNR của mảng kem vẫn đạt mức tăng 12,6% vào năm 2020.

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ phục hồi sau Covid-19, trong đó nhờ vào sự phục hồi của ngành du lịch, đặc biệt là du lịch nội địa vào năm 2021 kết hợp với thị phần lớn nhất của KDC sẽ thúc đẩy doanh thu mảng kem của KDC năm 2021 phục hồi mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng 15 % svck, cao hơn tốc độ CAGR của thị trường kem, lên 1.474 tỷ đồng, chiếm 16% doanh thu của KDC năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần từ mảng kem sẽ tăng 90% svck lên hơn 300 tỷ đồng vào năm 2021.

Chúng tôi kỳ vọng ngành kem và đồ tráng miệng đông lạnh sẽ đạt mức tăng trưởng hai con số trong giai đoạn 2020-2024

Dựa trên dữ liệu của Euromonitor, thị trường kem và đồ tráng miệng đông lạnh có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong giai đoạn 2014 - 2019 là 13% và giá trị thị trường của ngành này đạt 3.793 tỷ đồng vào năm 2020. Thị trường kem và đồ tráng miệng đông lạnh được dự báo đạt 6.465 tỷ đồng vào năm 2024, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép là 14,3% trong giai đoạn 2021-24.

Hình 25: Doanh thu thị trường kem giai đoạn 2016 - 24 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Euromonitor

Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tổng thị trường bán lẻ sẽ phục hồi trở lại mức trước đại dịch với tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng dự kiến sẽ tăng 8,5-9% svck trong năm 2021. Theo dự báo của Bộ Công Thương, đến năm 2025, giá trị gia tăng của ngành thương mại nội địa sẽ đóng góp khoảng 13,5% GDP và tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng khoảng 9-9,5%/năm trong giai đoạn 2021-25.

Do đó, với sự phục hồi của nền kinh tế sau đại dịch cũng như tiềm năng tăng trưởng của thị trường bán lẻ Việt Nam có thể thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ hàng hóa, thực phẩm không thiết yếu với kỳ vọng tăng trưởng các sản phẩm này cao hơn mức tăng tiêu dùng bán lẻ. Do vậy, ước tính tốc độ tăng trưởng quy mô thị trường kem và đồ tráng miệng đông lạnh ở mức 12% - 14% có thể đạt được trong giai đoạn 2021-2024.

Bánh kẹo: thêm “vị ngọt” cho năm 2021

KDC đã quay trở lại ngành bánh kẹo từ Q3/20 sau khi cam kết không cạnh tranh với Mondelez, một điều khoản trong thỏa thuận với Mondelez vào năm 2015, đã hết hiệu lực vào T7/2020. KDC quay trở lại thị trường bánh kẹo với thương hiệu Kingdom và mục tiêu vươn lên vị trí thứ 2 về thị phần trong ngành bánh kẹo, tương đương hơn 4.000 tỷ đồng doanh thu theo quy mô thị trường hiện tại và một nửa tổng doanh thu năm 2020 của KDC, theo ước tính của chúng tôi.

Theo KDC, ngành bánh kẹo với quy mô 51.000 tỷ đồng vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm từ 8 - 10%. Theo Kabuki, đến cuối năm 2020, các công ty bánh kẹo dẫn đầu là Mondelez Kinh Đô, chiếm khoảng 35% thị phần và thứ hai là công ty bánh kẹo Bibica với khoảng 8% thị phần.

KDC đặt kế hoạch bán khoảng 8 triệu chiếc bánh trung thu với doanh thu khoảng 400 tỷ đồng trong Q3/20. Tuy nhiên, đợt Covid-19 thứ 2 bùng phát ở Việt Nam, KDC đã thay đổi kế hoạch chỉ sản xuất 4 triệu chiếc bánh với doanh thu dự kiến 200 tỷ đồng và tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến là 30%. Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam phục hồi trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng bánh kẹo của KDC sẽ đạt 204 tỷ đồng, tăng 110% svck nhờ vào 1) sản lượng bánh trung thu có thể đạt 8 triệu, tương đương với dự báo của KDC trong Q3/20 và 2) giá bán trung bình tăng 5 % svck. Trong giai đoạn 2022-24, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của mảng này sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép 17,2%.

Hình 26: Sản phẩm Kingdom của KDC khi tái gia nhập thị trường bánh kẹo



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2021 của KDC sẽ tăng trưởng lần lượt 12,3% và 123% svck nhờ vào:

- Doanh thu mảng kem tăng trưởng 15% khi kinh tế phục hồi sau đại dịch Covid-19 và KDC có thị phần lớn nhất trong ngành kem.
- Doanh thu mảng dầu ăn tăng 8,9% svck nhờ đà tăng trưởng mạnh mẽ của TAC khi đã tăng 26,7% svck trong năm 2020.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 1,4 điểm % lên 22,6% do biên lợi nhuận gộp mảng dầu ăn mở rộng với chiến lược của KDC tập trung vào các sản phẩm dầu ăn cao cấp, và kỳ vọng biên LNG trở lại mức trước Covid.
- Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu giảm 1,8 điểm % xuống 15,7% nhờ quá trình tối ưu hóa của KDC sau khi hợp nhất với KDF.
- Tỷ lệ lợi ích cổ đông thiểu số/lợi nhuận sau thuế giảm từ khoảng 35% trong năm 2020 xuống còn 20% trong năm 2021 sau khi hợp nhất với KDF.

Đối với năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của KDC sẽ tăng 9,9% svck và lợi nhuận ròng tăng 18,9% svck nhờ vào:

- Doanh thu mảng kem tăng trưởng 12% svck sau khi tăng trưởng mạnh mẽ 15% trong năm 2021.
- Doanh thu mảng dầu ăn tăng 8,9% svck trong giai đoạn 2021-24.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 0,2 điểm % lên 22,8% nhờ KDC tiếp tục chiến lược tập trung vào các sản phẩm dầu ăn cao cấp.
- Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp / doanh thu giảm 0,3% xuống 15,4% nhờ quá trình tối ưu hóa của KDC sau khi hợp nhất với KDF và M&A trên thị trường dầu ăn.
- Tỷ lệ lợi ích cổ đông thiểu số/lợi nhuận sau thuế giảm từ khoảng 20% trong năm 2021 xuống còn 11% trong năm 2022 sau khi thành công M&A với TAC và VOC.

Hình 27: Dự phóng của VNDirect đối với KDC trong giai đoạn 2020-23

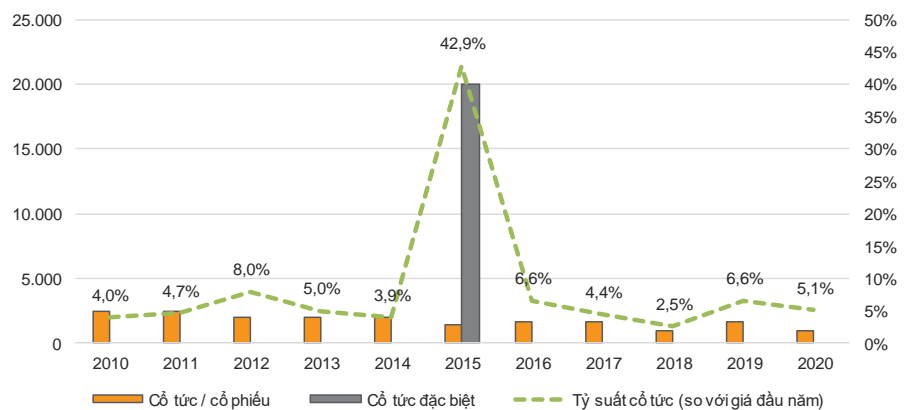
Đơn vị: tỷ đồng	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	8.322	9.345	10.275	11.277
% svck	15,4%	12,3%	9,9%	9,7%
KDF (Kem)	1.282	1.474	1.651	1.849
TAC (Dầu ăn)	5.247	5.698	6.188	6.720
VOC, KDNB (Dầu ăn)	1.594	1.753	1.928	2.121
Bánh kẹo (Bánh trung thu)	200	420	507	586
% tổng doanh thu				
KDF	15,4%	15,8%	16,1%	16,4%
TAC	63,0%	61,0%	60,2%	59,6%
VOC, KDNB	19,2%	18,8%	18,8%	18,8%
Bánh kẹo (Bánh trung thu)	2,4%	4,5%	4,9%	5,2%
Lợi nhuận gộp	1.764	2.110	2.338	2.585
Biên lợi nhuận gộp	21,2%	22,6%	22,8%	22,9%
KDF (Kem)	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%
TAC (Dầu ăn)	14,5%	16,0%	16,0%	16,0%
VOC, KDNB (Dầu ăn)	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Bánh kẹo (Bánh trung thu)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Chi phí BH&QLDN	-1.459	-1.467	-1.577	-1.696
Chi phí BH&QLDN / Doanh thu	-17,5%	-15,7%	-15,4%	-15,0%
LNTT	417,64	721,02	770,45	880,70
Thuế	-86,90	-149,97	-160,25	-183,19
%Thuế	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%
LNST	330,77	571,05	610,20	697,51
LNR	205	457	543	621
%LNR / LNST	62,0%	80,0%	89,0%	89,0%
EPS	896	1.997	2.374	2.714
%svck	37,8%	122,8%	18,9%	21,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cổ tức tiền mặt ổn định là một lợi thế

Kể từ năm 2010, KDC đã duy trì chính sách cổ tức tiền mặt với mức cổ tức dao động từ 2.000-2.400 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2010-14 và 1.000-1.600 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2015-20. Đặc biệt trong năm 2015, công ty đã trả cổ tức tiền mặt đặc biệt với giá trị 20.000 đồng/cổ phiếu sau khi chuyển nhượng mảng bánh kẹo cho Mondelez với giá trị thương vụ xấp xỉ 490 triệu USD. Mức cổ tức tiền mặt trên tương ứng với tỷ suất cổ tức khoảng 4-5% theo thị giá đầu năm của KDC trong hơn 10 năm qua.

Hình 28: Cổ tức tiền mặt cho KDC giai đoạn 2010-20

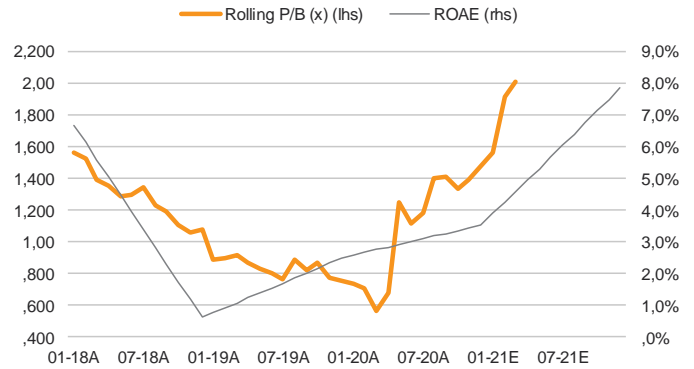
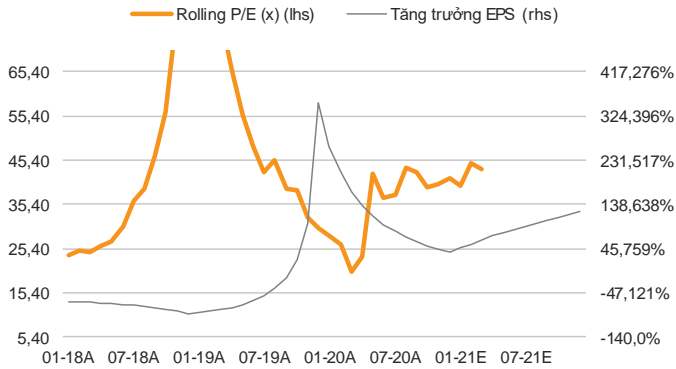


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Các rủi ro

- Rủi ro về nguyên liệu: Giá nguyên liệu tăng do nhu cầu nguyên liệu sản xuất của thế giới sau Covid-19 tăng cao sẽ tác động lớn đến biên lợi nhuận gộp của KDC, đặc biệt là nguyên liệu nhập khẩu dầu ăn.
- Rủi ro mảng kem: sự kéo dài của Covid-19 ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh kem / du lịch, khiến tăng trưởng của mảng kem thấp hơn dự kiến. Chúng tôi hiện dự báo mảng kem sẽ phục hồi 15% svck trong năm 2021 và duy trì tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 12% trong giai đoạn 2022-24.
- Rủi ro mảng bánh kẹo: sự chậm chạp trong thủ tục nhập khẩu khiến hệ thống máy móc, thiết bị sản xuất bánh kẹo của KDC không thể chuyển về Việt Nam, dẫn đến việc tung ra thị trường sản phẩm bánh kẹo chậm hơn so với dự kiến.
- Rủi ro thủ tục pháp lý liên quan đến M&A: Phiên đấu giá cổ phần VOC do Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) sở hữu vào T12/20 đã thất bại khi Chính phủ ban hành Nghị định 140/2020/NĐ-CP ngày 30/11 mà chưa có thông tư hướng dẫn cụ thể. Do đó, các thương vụ M&A sắp tới trong mảng dầu ăn khó có thể được thực hiện nhanh chóng.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	8.322	9.345	10.275
Giá vốn hàng bán	(6.558)	(7.235)	(7.937)
Chi phí quản lý DN	(1.043)	(1.049)	(1.128)
Chi phí bán hàng	(416)	(418)	(450)
LN hoạt động thuần	305	644	760
EBITDA thuần	570	908	1.025
Chi phí khấu hao	(265)	(265)	(265)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	305	644	760
Thu nhập lãi	77	89	89
Chi phí tài chính	(144)	(191)	(258)
Thu nhập ròng khác	7	7	7
TN từ các Cty LK & LD	172	172	172
LN trước thuế	418	721	770
Thuế	(87)	(150)	(160)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(126)	(114)	(67)
LN ròng	205	457	543
Thu nhập trên vốn	205	457	543
Cổ tức phổ thông	(482)	(366)	(366)
LN giữ lại	(277)	91	177

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	1.101	1.828	3.169
Đầu tư ngắn hạn	687	687	687
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.355	1.991	1.428
Hàng tồn kho	1.211	1.338	1.468
Các tài sản ngắn hạn khác	149	206	226
Tổng tài sản ngắn hạn	5.504	6.051	6.979
Tài sản cố định	2.732	2.495	2.313
Tổng đầu tư	3.754	4.727	4.727
Tài sản dài hạn khác	385	393	399
Tổng tài sản	12.375	13.665	14.417
Vay & nợ ngắn hạn	2.541	2.383	2.620
Phải trả người bán	547	617	678
Nợ ngắn hạn khác	742	809	949
Tổng nợ ngắn hạn	3.830	3.809	4.248
Vay & nợ dài hạn	8	1.000	1.000
Các khoản phải trả khác	837	836	838
Vốn điều lệ và	2.797	2.797	2.798
LN giữ lại	842	1.047	1.291
Vốn chủ sở hữu	5.725	5.930	6.175
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.975	2.090	2.157
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	12.375	13.665	14.417

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	418	721	770
Khấu hao	265	265	265
Thuế đã nộp	(141)	(150)	(160)
Các khoản điều chỉnh khác	(479)	395	452
Thay đổi VLD	35	(159)	(19)
LC tiền thuần HĐKD	97	1.071	1.308
Đầu tư TSCĐ	(111)	0	0
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	22	1	2
Các khoản khác	299	(973)	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	104	158	158
LC tiền từ HĐĐT	315	(814)	160
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	1	2
Tiền vay ròng nhận được	647	834	237
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(482)	(366)	(366)
LC tiền thuần HĐTC	165	469	(127)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	525	1.101	1.828
LC tiền thuần trong năm	577	726	1.341
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.101	1.828	3.169

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	2,5%	4,9%	5,3%
Vòng quay TS	0,68	0,72	0,73
ROAA	1,7%	3,5%	3,9%
Đòn bẩy tài chính	2,09	2,23	2,32
ROAE	3,5%	7,8%	9,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	25,9	27,4	27,4
Số ngày nắm giữ HTK	67,6	67,5	67,5
Số ngày phải trả tiền bán	30,5	31,1	31,2
Vòng quay TSCĐ	2,97	3,58	4,27
ROIC	2,0%	4,0%	4,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,6	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,2	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,7	0,9
Vòng quay tiền	62,9	63,8	63,7
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	15,4%	12,3%	9,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	618,9%	110,9%	18,2%
Tăng trưởng LN ròng	37,8%	122,8%	18,9%
Tăng trưởng EPS	37,8%	122,8%	18,9%

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

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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