

## BÁO CÁO NGẪN CTCP GTNFOODS (GTN)

### Báo cáo cập nhật 08/05/2020

Khuyến nghị	<b>KHẢ QUAN</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	18.900
Tiềm năng tăng giá	14,9%

### Dự phóng KQKD

Tỷ VNĐ	2018	2019	2020F
Doanh thu	3.008	2.970	2.900
Tăng trưởng	-20%	-1%	-2%
LNST CT mẹ	8	-66	37
BVS (VNĐ)	15.055	14.224	14.515
EPS (VNĐ)	32	-265	149
P/B forward			1,13
Cổ tức (VNĐ)	-	-	N/A
ROE (%)	0,2%	-1,8%	1,0%

### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



### Thông tin cổ phiếu, ngày 07/05/2020

Giá hiện tại (VND)	16.450
Số lượng CP lưu hành	250.000.000
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	2.500
Vốn hóa TT (tỷ VNĐ)	4.112
Khoảng giá 52 tuần (VND)	13.000-22.600
% Sở hữu nước ngoài	0,24%
% Giới hạn sở hữu NN	100%

*Nguồn: MBS tổng hợp*

### TÁI CƠ CẤU TẠO TIỀN ĐỀ TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ

#### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu GTN của CTCP GTNfoods với **giá mục tiêu 18.900 đồng/cổ phiếu** trên cơ sở (i) nâng cao hiệu quả hoạt động nhờ sự tham gia quản trị của VNM, (ii) giá nguyên liệu có xu hướng giảm khi nhu cầu toàn cầu yếu đi dưới tác động của dịch bệnh, (iii) thoái vốn khỏi các hoạt động kinh doanh không cốt lõi nhằm tinh giản bộ máy quản trị và tập trung vào hoạt động cốt lõi, và (iv) cơ hội xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc.

- **Tập trung vào hoạt động cốt lõi tạo tiền đề tăng trưởng.** GTN đã chuyển nhượng toàn bộ vốn tại GTNfarm, Công ty khai thác tài sản GTNfoods, và Công ty Hàng tiêu dùng GTNfoods trong năm 2019 nhằm tinh giản bộ máy hoạt động và tập trung vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi. Việc tái cấu trúc đem lại cho GTN khoản tiền nhàn rỗi khoảng 2.000 tỷ đồng, sẵn sàng đầu tư vào các dự án hiệu quả hơn trong tương lai
- **Đẩy mạnh tham gia của VNM trong hệ thống quản trị của GTN.** Tính đến thời điểm hiện tại, VNM đang sở hữu 75% vốn của GTN. Với sự tham gia điều hành của các cán bộ cấp cao từ VNM cùng với kinh nghiệm quản lý và quản trị hiệu quả, chúng tôi kỳ vọng hoạt động của GTN trong tương lai sẽ có những thay đổi đáng kể, trước mắt là tập trung cải thiện và tăng trưởng hiệu quả hoạt động của Mộc Châu Milk.
- **Cơ hội xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc.** Đây là quốc gia có mức tiêu thụ sữa lớn thứ 2 trên thế giới nhưng nguồn cung nội địa mới chỉ đáp ứng được 75% nhu cầu tiêu dùng. Năm 2019, sau hơn 6 năm đàm phán, Nghị định thư về xuất khẩu sữa và sản phẩm sữa của Việt Nam sang Trung Quốc đã được ký kết. Trung Quốc đã vượt qua giai đoạn tồi tệ nhất của dịch Covid-19 và đang phục hồi kéo theo nhu cầu lớn hơn về thực phẩm tiêu dùng trong nước vốn bị giảm do cách ly xã hội và hạn chế nhập khẩu, các sản phẩm sữa của Việt Nam vì vậy sẽ có nhiều cơ hội sau dịch bệnh tại thị trường này.

Hiện tại có 5 thương hiệu sữa được xuất khẩu theo chính ngạch sang Trung Quốc, gồm: Vinamilk, TH true MILK, Nutifood, Mộc Châu Milk và Hanoimilk.

#### Thông tin cập nhật

**LNST Q1 2020 tăng mạnh 130% so với cùng kỳ**, đạt 40 tỷ đồng nhờ (i) biên LN gộp cải thiện, (ii) ghi nhận 28 tỷ đồng lãi tiền gửi nhờ khoản tiền gửi ngắn hạn lớn, và (iii) lợi nhuận từ Mộc Châu Milk tăng sau khi tổ chức lại hệ thống phân phối, tối ưu bán hàng và giảm chi phí hoạt động

#### Dự phóng và định giá

Cho năm 2020, chúng tôi dự phóng LNST đạt khoảng 73 tỷ đồng, LNST công ty mẹ 37 tỷ đồng, tăng mạnh so với kết quả thực hiện năm ngoái trên cơ sở: (i) biên LN gộp được cải thiện nhờ giá nguyên liệu sữa giảm, bình quân khoảng 18%, (ii) thu nhập tài chính tăng mạnh nhờ khoản tiền gửi ngắn hạn, và (iii) tỷ lệ chi phí BH & QLDN / doanh thu thuần tăng từ 17% lên 19%.

Chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu GTN dựa trên kết hợp 2 phương pháp so sánh P/B và EV/EBITDA, trong đó P/B và EV/EBITDA mục tiêu được xác định dựa trên mức P/B và EV/EBITDA bình quân của các doanh nghiệp hoạt động cùng lĩnh vực trong khu vực.

## LNST Q1 2020 cao gấp 2,3 lần cùng kỳ nhờ lãi tiền gửi

Kết thúc Q1 2020, GTN ghi nhận doanh thu tăng nhẹ khoảng 1,6% lên 633 tỷ đồng nhưng lợi nhuận sau thuế của Công ty lại tăng mạnh 130% n/n, đạt tương ứng 40 tỷ đồng, nhờ:

- (i) Biên LN gộp cải thiện khá, tăng từ 16,8% lên 26,3% nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào giảm so với cùng kỳ;
- (ii) Ghi nhận 28 tỷ đồng lãi tiền gửi nhờ khoản tiền gửi ngắn hạn tăng mạnh từ 690 tỷ đồng cuối năm 2019 lên 1.929 tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 3/2020;
- (iii) Lợi nhuận từ Mộc Châu Milk tăng sau khi tổ chức lại hệ thống phân phối, tối ưu bán hàng & giảm chi phí hoạt động, giúp lợi nhuận của Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam (VLC) – công ty mẹ của Mộc Châu Milk và là công ty con của GTNfoods (tỷ lệ sở hữu 74,5% vốn) – đạt ~50 tỷ đồng, tăng 30% n/n.

## Tập trung vào hoạt động cốt lõi tạo tiền đề tăng trưởng

Cuối năm 2019, VNM thực hiện M&A với GTN và nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty này lên 75%. Với sự tham gia của cổ đông lớn VNM, GTN chủ trương đẩy mạnh quá trình tái cơ cấu thoái vốn khỏi các khoản đầu tư không cốt lõi, trong đó đặc biệt tập trung cải thiện tăng trưởng và hiệu quả hoạt động của Mộc Châu Milk bên cạnh việc đầu tư xây dựng trang trại theo công nghệ tiên tiến.

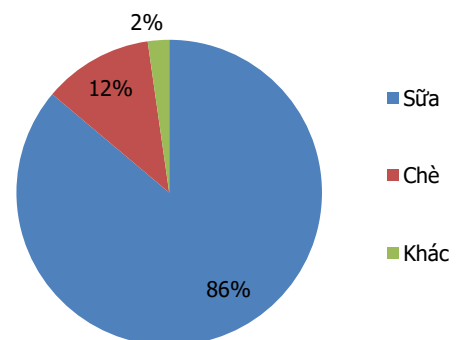
Theo đó, GTN đã thực hiện chuyển nhượng toàn bộ 99,99% vốn CTCP Nông nghiệp GTN (GTNfarm), 99,95% vốn Công ty khai thác Tài sản GTNfoods, và 100% vốn Công ty Hàng Tiêu dùng GTNfoods với tổng mức giá chuyển nhượng là hơn 734 tỷ đồng. Có thể nhận thấy rằng, việc tái cấu trúc sẽ giúp mô hình hoạt động của GTN trở nên tinh gọn hơn với nguồn tiền nhàn rỗi khoảng 2.000 tỷ đồng có thể sẵn sàng đầu tư vào các dự án có hiệu quả hơn trong tương lai.

Là thương hiệu sữa lớn trên thị trường Việt Nam, đặc biệt tại miền Bắc và Bắc Trung Bộ, Mộc Châu Milk đem lại nguồn thu chủ yếu cho GTN với tỷ trọng trên 85% doanh thu và 100% lợi nhuận gộp trong năm 2019. Cần lưu ý rằng, hoạt động kinh doanh GTN ghi nhận lỗ ròng 66 tỷ đồng trong năm 2019 chủ yếu do ảnh hưởng từ thị trường chăn nuôi và lỗ từ hoạt động thoái vốn.

### Mô hình hoạt động của GTN



### Cơ cấu doanh thu 2019



(Nguồn: GTN)

Hiện tại, Mộc Châu Milk đang sở hữu hơn 2.000 con bò sữa, thu mua từ khoảng 23.000 con bò sữa khác thông qua việc liên kết chặt chẽ với hơn 600 hộ chăn nuôi bò sữa và có bat rung tâm giống bò sữa lớn. Quy mô đàn bò Mộc Châu Milk tăng trưởng trung bình 14% một năm và năng suất bình quân đạt 25 lít sữa mỗi con một ngày.

Với sự tham gia điều hành từ đội ngũ cán bộ quản lý của VNM, chúng tôi cho rằng các sản phẩm của Mộc Châu Milk sẽ được đẩy mạnh định vị hơn nữa nhờ các hoạt động

truyền thông, xúc tiến bán hàng, củng cố và phát triển kênh phân phối cũng như có cơ hội mở rộng thị trường trong tương lai.

### **Cơ hội từ thị trường Trung Quốc**

Trung Quốc hiện là quốc gia có mức tiêu thụ sữa lớn thứ 2 trên thế giới, chỉ sau Hoa Kỳ, với tổng giá trị khoảng 60 tỷ USD. Năm 2018, mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại quốc gia này đạt 22,5kg/năm, tuy nhiên nguồn cung nội địa chỉ đáp ứng được 75% nhu cầu, theo Bộ Nông nghiệp Trung Quốc.

Năm 2019, sau hơn 6 năm đàm phán, Nghị định thư về xuất khẩu sữa và sản phẩm sữa của Việt Nam sang Trung Quốc đã được ký kết, tạo cơ hội rộng mở cho các doanh nghiệp sản xuất sữa của Việt Nam xuất khẩu sang thị trường 1,4 tỷ dân này. Nếu như trước đây Mộc Châu Milk xuất khẩu sang Trung Quốc theo hình thức tiểu ngạch với sản lượng khoảng 25.000 tấn/năm, thì hiện tại có thể xuất khẩu theo chính ngạch bên cạnh các thương hiệu sữa Vinamilk, TH true MILK, Nutifood, và Hanoimilk.

Tính đến thời điểm hiện tại, Trung Quốc đã vượt qua giai đoạn tồi tệ nhất của dịch Covid-19 và đang phục hồi kéo theo nhu cầu lớn hơn về thực phẩm tiêu dùng trong nước vốn bị giảm do cách ly xã hội và hạn chế nhập khẩu, các sản phẩm sữa của Việt Nam vì vậy sẽ có nhiều cơ hội sau dịch bệnh tại thị trường này.

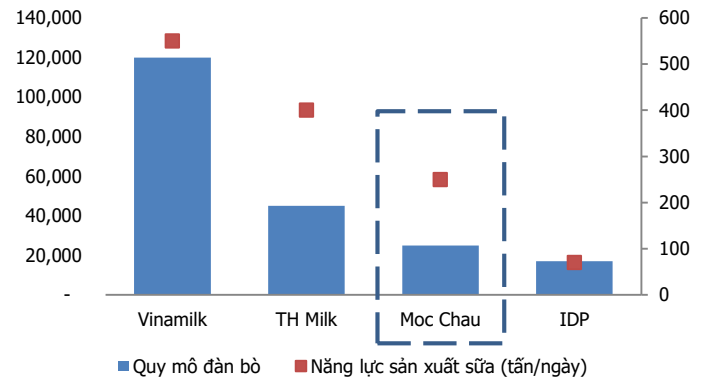
Ngoài ra, công ty mẹ VNM cũng đặt kỳ vọng tăng ít nhất gấp đôi lượng sữa xuất khẩu sang Trung Quốc trong năm 2020, đồng thời xác định đây cũng sẽ là 1 trong 3 thị trường xuất khẩu lớn nhất của VNM trong 3-5 năm tới.

Với lợi thế về nguồn nguyên liệu, sản xuất, kênh phân phối và hậu thuẫn từ Công ty mẹ VNM, chúng tôi cho rằng Mộc Châu Milk nói riêng và GTN nói chung sẽ chứng kiến tăng trưởng hơn nữa cả về doanh thu và lợi nhuận trong tương lai.

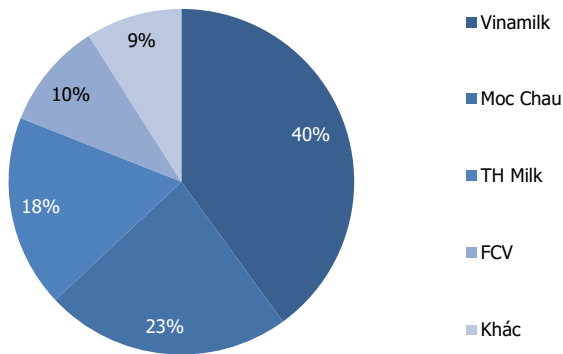
### Sản lượng sữa (lít/bò/ngày)



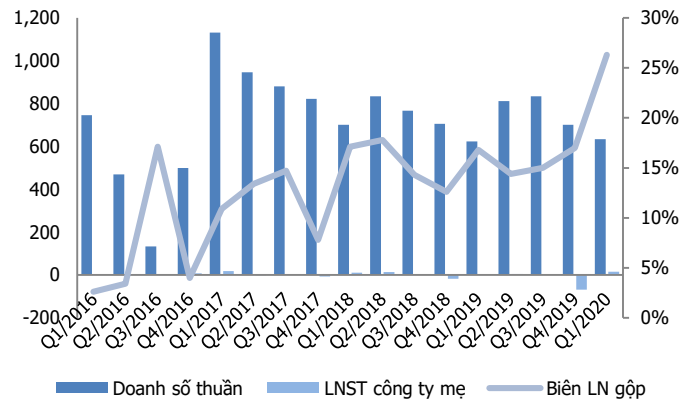
### Quy mô và năng lực sản xuất sữa



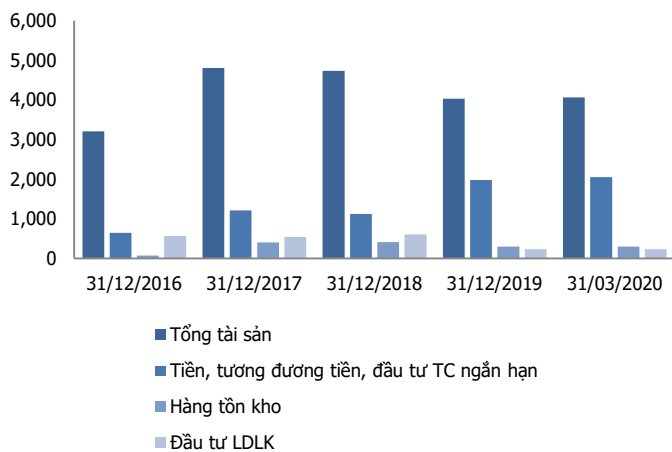
### Thị trường sữa miền Bắc Việt Nam



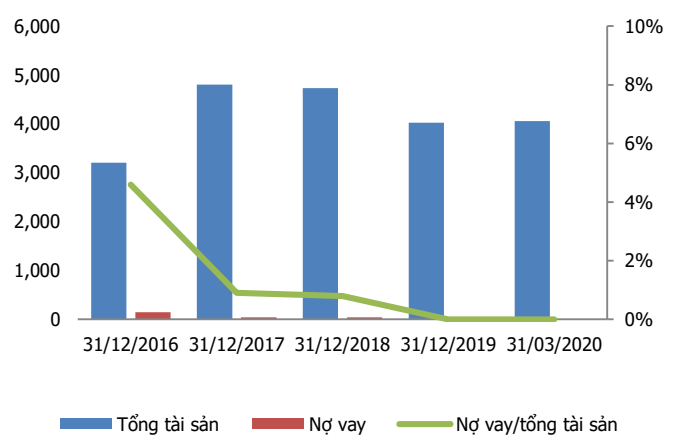
### Kết quả kinh doanh theo quý



### Cơ cấu tài sản



### Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: GTN

## TÓM TẮT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD	2017	2018	2019
<b>1. Doanh thu</b>	<b>3.788</b>	<b>3.014</b>	<b>2.976</b>
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	7	6	5
<b>3. Doanh thu thuần</b>	<b>3.781</b>	<b>3.008</b>	<b>2.970</b>
4. Giá vốn hàng bán	3.342	2.541	2.504
<b>5. Lợi nhuận gộp</b>	<b>439</b>	<b>468</b>	<b>467</b>
6. Doanh thu hoạt động tài chính	132	105	84
7. Chi phí tài chính	6	11	21
Trong đó: Chi phí lãi vay	5	1	2
8. Lãi/lỗ trong công ty liên kết	0	12	-20
9. Chi phí bán hàng	266	302	343
10. Chi phí quản lý doanh nghiệp	146	158	166
11. Lợi nhuận thuần từ HĐKD	153	113	1
12. Thu nhập khác	36	25	35
13. Chi phí khác	27	19	27
14. Lợi nhuận khác	9	6	9
<b>15. Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>162</b>	<b>119</b>	<b>9</b>
16. Chi phí thuế TNDN hiện hành	14	21	19
17. Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-4	-6	-16
<b>18. Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>152</b>	<b>105</b>	<b>7</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế Công ty mẹ</b>	<b>40</b>	<b>8</b>	<b>-66</b>
19. Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VNĐ)	162	18	-302

Chỉ số tài chính	2017	2018	2019
EPS 4 quý gần nhất	162	32	-265
BVPS	15.254	15.055	14.224
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>			
EV/EBIT	23,0	20,0	303,0
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11,6	15,6	15,7
Tỷ suất LN ròng	4,0	3,5	0,2
ROEA	1,2	0,2	-1,8
ROAA	1,0	0,2	-1,5
<b>Tăng trưởng (%)</b>			
Tăng trưởng doanh thu thuần	107,7	-20,4	-1,3
Tăng trưởng LNST Công ty mẹ	153,1	-80,4	-935,0
<b>Khả năng thanh toán (lân)</b>			
Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt	0,3	0,3	4,5
Tỷ số thanh toán nhanh	1,6	1,5	6,9
Tỷ số thanh toán hiện hành	3,0	3,2	8,3
<b>Hiệu quả hoạt động (ngày)</b>			
Thời gian thu tiền khách hàng	14,4	13,9	8,9
Thời gian tồn kho bình quân	25,9	58,2	51,6
Thời gian trả tiền khách hàng	10,5	16,3	12,7

Cân đối kế toán	2017	2018	2019
<b>TÀI SẢN</b>	<b>4.802</b>	<b>4.730</b>	<b>4.025</b>
<b>A. TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>2.301</b>	<b>2.404</b>	<b>2.397</b>
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	240	257	1.289
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	967	865	690
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	657	846	102
IV. Hàng tồn kho	400	410	297
V. Tài sản ngắn hạn khác	38	25	18
<b>B. TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>2.500</b>	<b>2.326</b>	<b>1.628</b>
I. Các khoản phải thu dài hạn	5	29	0
II. Tài sản cố định	829	649	480
1. Tài sản cố định hữu hình	828	649	478
2. Tài sản cố định vô hình	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	0	16	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	29	31	0
V. Đầu tư tài chính dài hạn	539	602	234
1. Đầu tư vào công ty LKLD	286	344	210
2. Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	257	253	33
VI. Tài sản dài hạn khác	682	630	591
VII. Lợi thế thương mại	417	371	323
<b>NGUỒN VỐN</b>	<b>4.802</b>	<b>4.730</b>	<b>4.025</b>
<b>A. NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>988</b>	<b>966</b>	<b>469</b>
I. Nợ ngắn hạn	767	756	288
1. Phải trả người bán ngắn hạn	112	115	59
2. Người mua trả tiền trước ngắn hạn	50	24	28
3. Phải trả ngắn hạn khác	564	579	201
4. Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	41	38	0
II. Nợ dài hạn	409	245	149
1. Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	409	245	149
<b>B. VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>3.814</b>	<b>3.764</b>	<b>3.556</b>
I. Vốn chủ sở hữu	3.814	3.764	3.556
1. Vốn góp của chủ sở hữu	2.500	2.500	2.500
8. Quỹ đầu tư phát triển	14	24	6
10. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	27	10	-209
11. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.171	1.102	1.042
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0

(Nguồn: MBS)

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: [hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn](mailto:hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn)

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: [Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:Son.tranhoang@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
----------	--

MUA	>=15%
-----	-------

KHẢ QUAN	Từ 10% đến 15%
----------	----------------

TRUNG LẬP (GIỮ)	Từ -10% đến +10%
-----------------	------------------

BÁN	<= -10%
-----	---------

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam, Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)