

# BÁO CÁO NGẮN- CÔNG TY CỔ PHẦN GTNFOODS (GTN-HSX)

## Báo cáo chi tiết 16/06/2017

|                    |         |
|--------------------|---------|
| Khuyến nghị        | Năm giữ |
| Giá mục tiêu (VND) | 19.100  |
| Tiềm năng tăng giá | 14,71%  |
| Cổ tức (VND)       |         |
| Lợi suất cổ tức    |         |

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 15/06/2017

|                          |               |
|--------------------------|---------------|
| Giá hiện tại (VND)       | 16.650        |
| Số lượng CP niêm yết     | 250.000.000   |
| Vốn điều lệ (tỷ VND)     | 2.500         |
| Vốn hóa TT(tỷ VND)       | 4.050         |
| Khoảng giá 52 tuần (VND) | 14.750-24.400 |
| % Sở hữu nước ngoài      | 49,84%        |
| % Giới hạn sở hữu NN     |               |

## Chỉ số tài chính:

| Chỉ tiêu     | 2014   | 2015   | 2016   |
|--------------|--------|--------|--------|
| EPS (vnd)    | 1.271  | 767    | 106    |
| BVPS (vnd)   | 11.693 | 13.334 | 11.284 |
| Cổ tức (vnd) |        |        |        |
| ROA(%)       | 9,16%  | 3,45%  | 0,6%   |
| ROE(%)       | 11,5%  | 6,13%  | 0,84%  |

## Hoạt động kinh doanh chính

GTNfoods tập trung đầu tư vào lĩnh vực nông nghiệp và hàng tiêu dùng thông qua việc đầu tư vào các Tổng Công ty của nhà nước với thương hiệu phổ biến, cơ sở hạ tầng tốt, nhưng đang gặp nhiều rào cản trong phát triển kênh phân phối, bán hàng và marketing. Trong đó, Công ty đầu tư sở hữu 35% Công ty Cổ phần thực phẩm Lâm Đồng, 95% Tổng Công ty Chè, 65% Tổng Công ty Chăn nuôi, trong đó sở hữu 51% Công ty Cổ phần Giống bò sữa Mộc Châu.

Nguồn: MBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

| Chỉ tiêu      | 2013  | 2014   | 2015  | 2016  |
|---------------|-------|--------|-------|-------|
| VĐL ( tỷ VNĐ) | 680   | 680    | 748   | 2.500 |
| DTT ( tỷ VNĐ) | 123   | 635,47 | 2.109 | 1.821 |
| LNG ( tỷ VNĐ) | 19,68 | 53,55  | 63    | 77,51 |
| LNR ( tỷ VNĐ) | 23,49 | 86,45  | 55    | 15,96 |
| Biên LNG (%)  | 16,0% | 8,4%   | 3,0%  | 4,3%  |
| Biên LNR (%)  | 19,1% | 13,6%  | 2,6%  | 0,9%  |
| EPS (VNĐ)     | 345   | 1.271  | 767   | 106   |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi khuyến nghị năm giữ đối với cổ phiếu GTN của Công ty Cổ phần GTNFOODS với mức định giá trên cơ sở thận trọng 19.100 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~14,71% so với 16.650 đồng/cp ngày 15/06/2017 trên cơ sở:**

### ■ Triển vọng tăng trưởng của ngành bán lẻ và hàng tiêu dùng

Năm 2016 thị trường bán lẻ Việt Nam đạt trị giá trên 118 tỷ USD với mức tăng trưởng 10%. Trong đó, ngành ăn uống dịch vụ phát triển nhanh, doanh thu đạt mức kỉ lục khoảng 41 tỷ USD. Với ngành hàng tiêu dùng nhanh, theo đánh giá của Nielsen Việt Nam năm 2016 tăng trưởng đạt 6,5% về giá trị. Dự báo quy mô thị trường bán lẻ Việt Nam sẽ tăng lên 180 tỷ USD vào năm 2020, Việt Nam được đánh giá là một trong 30 thị trường bán lẻ hấp dẫn nhất thế giới. Vì vậy, đối với những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp và hàng tiêu dùng như GTN sẽ được hưởng lợi từ triển vọng khả quan của ngành.

### ■ Các hoạt động M&A đã tạo nền tảng cơ bản vững chắc cho GTNfoods thực hiện mảng kinh doanh cốt lõi của mình là ngành Nông nghiệp và Thực phẩm.

Năm 2016, GTN tiếp tục đánh dấu những bước chuyển mình mạnh mẽ về quy mô vốn, tái cấu trúc hoạt động doanh nghiệp. Với việc phát hành thành công cổ phần riêng lẻ trong 2 lần trong năm 2016 không những giúp tăng vốn điều lệ từ 748 tỷ đồng lên 2.500 tỷ đồng, tăng vốn hóa thị trường từ khoảng 600 tỷ đồng lên khoảng 4.500 tỷ đồng mà còn giúp GTNfoods thực hiện thành công các kế hoạch đầu tư vào các công ty tiềm năng, tiêu biểu là việc Công ty đã hoàn thành nâng tỷ lệ sở hữu lên 95% tại Tổng công ty Chè Việt Nam và 65% tại Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam để hợp nhất công ty con là CTCP Giống bò sữa Mộc Châu.

### ■ Kết quả kinh doanh Quý 1/2017 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ

Quý 1/2017 doanh thu hợp nhất đạt 1.132 tỷ đồng, LNST đạt 54 tỷ đồng, lần lượt tăng 52% và 1.412% so với cùng kỳ năm 2016. Trong quý 1, GTN đã tiến hành mua thành công 65% sở hữu của TCT Chăn nuôi Việt Nam. Kết quả, GTN hợp nhất thêm hai công ty con là Vilico và CTCP Giống bò sữa Mộc Châu, giúp doanh thu cũng như lãi ròng quý 1/2017 hợp nhất tăng mạnh so với cùng kỳ. Cùng với đó, quá trình tái cơ cấu và tăng hiệu quả hoạt động tại Vinatea cơ bản hoàn thành đã góp phần tác động tốt đến lợi nhuận hợp nhất của GTN. Năm 2017, GTN kỳ vọng sẽ có bước tăng trưởng mạnh mẽ về cả doanh thu và lợi nhuận. Các chỉ tiêu của Công ty mẹ và các công ty con được xây dựng dựa vào các đánh giá thị trường, tình hình cạnh tranh và kế hoạch hoạt động của từng công ty trong năm 2017.

### ■ Tình hình tài chính lành mạnh, hợp nhất được dòng tiền lớn đảm bảo cho các hoạt động M&A trong tương lai

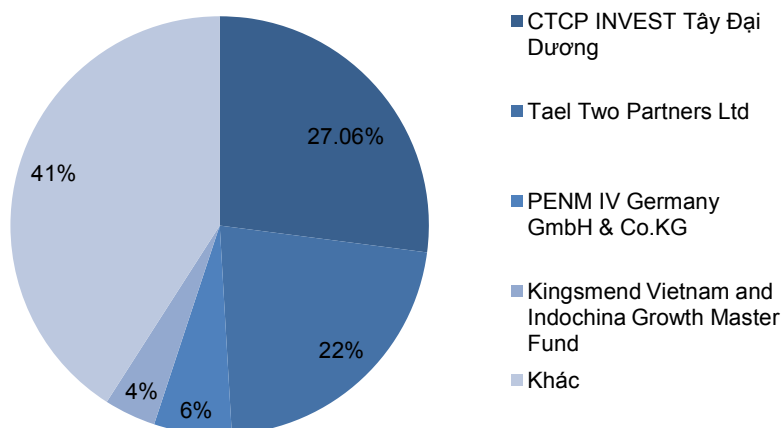
Với đặc thù hoạt động chính của Công ty mẹ là huy động vốn để thực hiện các giao dịch đầu tư vào các công ty con, công ty liên kết, VCSH chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nguồn vốn. Tính đến 31/03/2017, VCSH của Công ty chiếm 87,5% so với nguồn vốn. Đáng chú ý, nợ phải trả đến cuối kỳ giảm 34% xuống còn 727,81 tỷ đồng. Đáng chú ý, sau khi hợp nhất khoản tiền và tương đương tiền của toàn hệ thống tính đến hết năm 2016 đạt gần 611 tỷ đồng. Với khoản tiền và tương đương tiền dồi dào sẽ đảm bảo cho Công ty tiếp tục thực hiện các hoạt động M&A đối với các doanh nghiệp của ngành trong thời gian tới.

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP GTNFOODS

Công ty Cổ phần GTNfoods (GTN) được hình thành thông qua sự hợp nhất của các công ty đã có bề dày lịch sử. Năm 2014, GTN xác định lại chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp, đẩy mạnh đầu tư vào lĩnh vực nông nghiệp và hàng tiêu dùng thông qua việc đầu tư vào các Tổng Công ty của nhà nước với thương hiệu phổ biến, cơ sở hạ tầng tốt, nhưng đang gặp nhiều rào cản trong phát triển kênh phân phối, bán hàng và marketing. Trong đó, Công ty đầu tư sở hữu 35% Công ty Cổ phần thực phẩm Lâm Đồng, 95% Tổng Công Ty Chè, 65% Tổng Công ty Chăn nuôi, trong đó sở hữu 51% Công ty Cổ phần Giống bò sữa Mộc Châu.

Mục tiêu của GTNfoods là xây dựng một nền tảng nông nghiệp lớn vững chắc, từ đó phát triển chuỗi cung ứng, cung cấp thực phẩm có chất lượng tốt và sạch nhất đến người tiêu dùng.

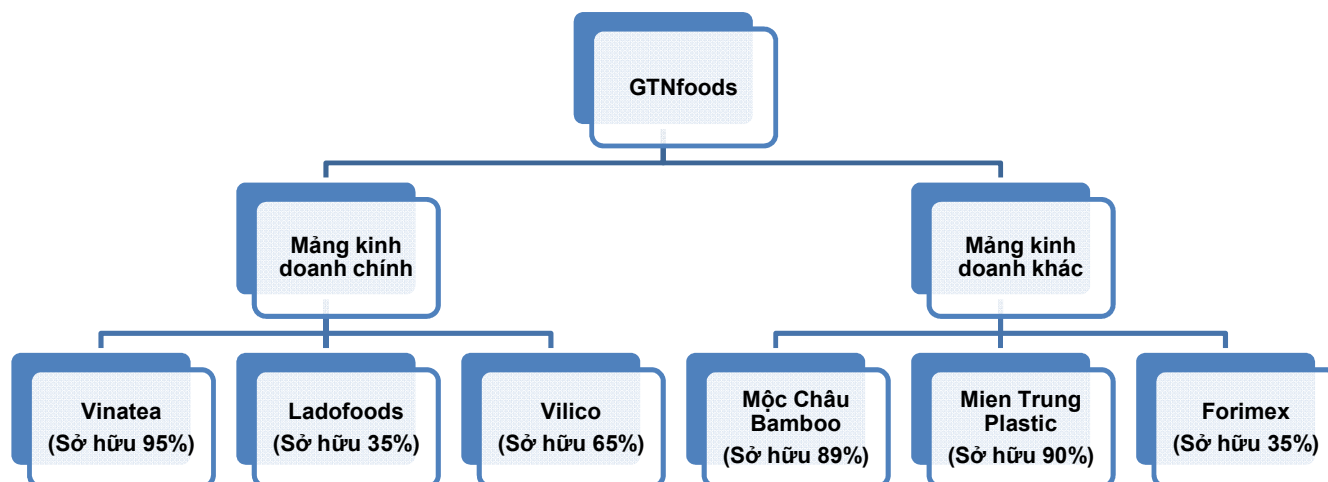
**Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông của GTNfoods:**



Nguồn: GTN

### Hoạt động kinh doanh chính của GTNfoods

GTNfoods là một công ty hoạt động đa ngành bao gồm nhiều công ty con và công ty liên kết hoạt động trong các lĩnh vực khác nhau:



Trong năm 2016, GTN tiếp tục thực hiện chuyển đổi mạnh mẽ trọng tâm kinh doanh đồng thời tái cấu trúc, sắp xếp lại các mảng kinh doanh chính nhằm tối ưu hóa quản lý và hiệu quả sản xuất. **Hiện tại các mảng kinh doanh của toàn Công ty bao gồm:**

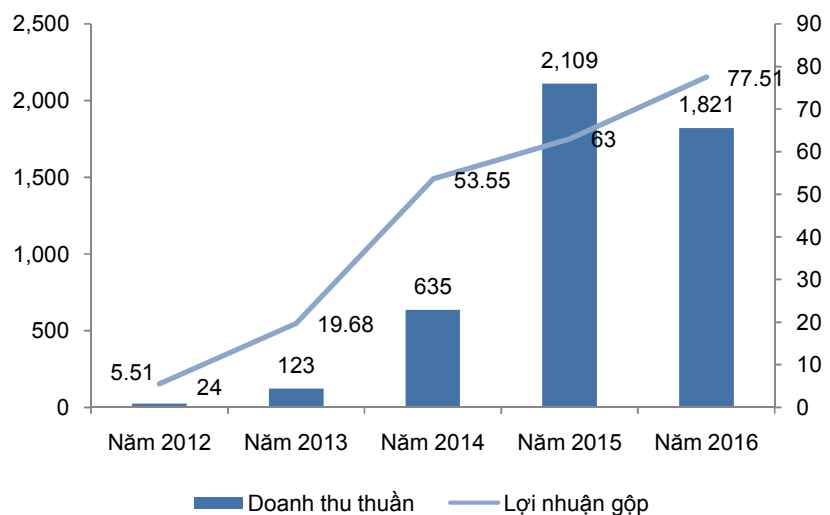
- ❖ Mảng sản xuất kinh doanh Chè hoạt động thông qua Tổng Công ty Chè Việt Nam - CTCP (Vinatea).
- ❖ Mảng sản xuất kinh doanh sản phẩm Nhựa hoạt động thông qua Công ty Cổ phần Nhựa Miền Trung (Nhựa Miền Trung).
- ❖ Mảng kinh doanh thương mại nông sản và phân bón thực hiện bởi GTNfoods.
- ❖ Ngoài ra kết quả kinh doanh hợp nhất của Công ty còn được đóng góp bởi các thu nhập khác như: sản xuất kinh doanh sản phẩm tre, thu nhập hoạt động tài chính, cho thuê văn phòng,....

*Sau các thương vụ M&A giúp cho hoạt động kinh doanh của GTN bền vững với chuỗi giá trị cao trong ngành Nông nghiệp và thực phẩm*

■ **Các hoạt động M&A đang tạo nền tảng cơ bản vững chắc cho GTNfoods thực hiện mảng kinh doanh cốt lõi của mình là ngành Nông nghiệp và Thực phẩm.**

Năm 2016, GTN tiếp tục đánh dấu những bước chuyển mình mạnh mẽ về quy mô vốn, tái cấu trúc hoạt động doanh nghiệp. Với việc phát hành thành công cổ phần riêng lẻ trong 2 lần trong năm 2016 không những giúp tăng vốn điều lệ từ 748 tỷ đồng lên 2.500 tỷ đồng, tăng vốn hóa thị trường từ khoảng 600 tỷ đồng lên khoảng 4.500 tỷ đồng mà còn giúp GTNfoods thực hiện thành công các kế hoạch đầu tư vào các công ty tiềm năng, đáng chú ý là việc Công ty đã hoàn thành nâng tỷ lệ sở hữu lên 95% tại Tổng công ty Chè Việt Nam và 65% tại Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam để hợp nhất công ty con là Công ty Cổ phần Giống bò sữa Mộc Châu. **Sau các hoạt động M&A cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của toàn hệ thống bền vững hơn, điều này giúp hoạt động kinh doanh của GTNfoods tăng trưởng ổn định trong tương lai.**

**Biểu đồ 2: Tình hình hoạt động kinh doanh từ năm 2012-2016 (tỷ đồng)**



Nguồn: GTN

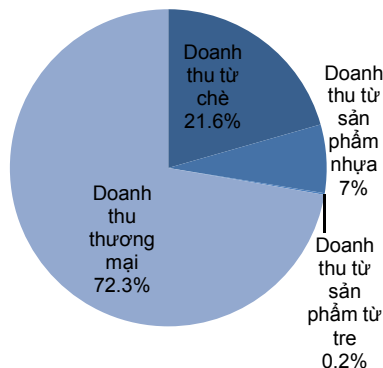
**Tốc độ tăng trưởng CAGR doanh thu trong giai đoạn 2012-2016 đạt 264%/năm. Năm 2016, LNST giảm do chi phí gia tăng phát sinh từ quá trình tái cấu trúc và xử lý hàng tồn kho, khoản nợ tồn đọng lâu ngày từ Công ty con mới tiếp quản là Vinatea. Bên cạnh đó, việc hoàn thành M&A công ty con Vilico muộn hơn dự kiến cũng khiến các chỉ tiêu không đạt được như kế hoạch.**

Hoạt động kinh doanh của GTN có bước tăng trưởng vượt bậc về doanh thu. Năm 2012, doanh thu của toàn Công ty chỉ đạt 23,57 tỷ đồng thì đến năm 2016 doanh thu đạt mức 1.821 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng CAGR về doanh thu đạt 264%/năm. Trong đó, doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động thương mại, doanh thu từ bán chè và doanh thu từ sản phẩm nhựa.

Năm 2016, doanh thu của GTN giảm 13,7% so với thực hiện năm 2015 đạt 1.821 tỷ đồng. Trong đó doanh thu từ hoạt động thương mại đạt 1.316 tỷ đồng, doanh thu từ bán chè đạt 375 tỷ đồng, doanh thu từ sản phẩm Nhựa đạt 127 tỷ đồng.

Lợi nhuận sau thuế năm 2016 đạt 15,96 tỷ đồng giảm 71% so với thực hiện năm 2015. Nguyên nhân là do chi phí gia tăng phát sinh từ quá trình tái cấu trúc và xử lý hàng tồn kho, khoản nợ tồn đọng lâu ngày từ Công ty con mới tiếp quản là Vinatea, ngoài ra với việc cắt giảm nguồn lực và đầu tư tại các hoạt động sản xuất kinh doanh không trọng tâm khiến doanh thu và lợi nhuận giảm. Bên cạnh đó, việc hoàn thành M&A công ty con Vilico muộn hơn dự kiến cũng khiến các chỉ tiêu không đạt được như kế hoạch.

Cơ cấu doanh thu năm 2016



Bảng 1: Cơ cấu doanh thu của GTNfoods ( tỷ đồng)

| Chỉ tiêu                     | Năm 2016     | Năm 2015     | Tăng/giảm     |
|------------------------------|--------------|--------------|---------------|
| Doanh thu từ chè             | 375          |              |               |
| Doanh thu từ sản phẩm nhựa   | 127          | 171          | -25,7%        |
| Doanh thu từ sản phẩm từ tre | 3            | 3.1          | -3,2%         |
| Doanh thu thương mại         | 1.316        | 1.889        | -30,3%        |
| Doanh thu từ các đơn vị khác |              | 46           | -100,0%       |
| <b>Tổng doanh thu</b>        | <b>1.821</b> | <b>2.109</b> | <b>-13,7%</b> |

Nguồn: GTN

■ **Quý 1 năm 2017, lãi ròng của GTN đạt 1.132 tỷ đồng tăng tăng 4,8 lần so với cùng kỳ**

Quý 1/2017 doanh thu hợp nhất đạt 1.132 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 54 tỷ đồng, lần lượt tăng 52% và 1.412% so với cùng kỳ năm 2016. Trong quý 1/2017, GTN đã tiến hành mua thành công 65% sở hữu của Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam. Kết quả GTN hợp nhất thêm hai công ty con là Vilico và CTCP Giống bò sữa Mộc Châu, điều này giúp doanh thu cũng như lãi ròng quý 1/2017 hợp nhất tăng mạnh so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, quá trình tái cơ cấu và tăng hiệu quả hoạt động tại Vinatea cơ bản hoàn thành cũng góp phần tác động tốt đến lợi nhuận hợp nhất của GTN. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng tăng trưởng tích cực lần lượt đạt 11,1% và 1,6%.

Bảng 2: Bảng chỉ tiêu kết quả kinh doanh ( tỷ đồng)

| Chỉ tiêu            | Quý 1/2017 | Quý 1/2016 | Tăng trưởng |
|---------------------|------------|------------|-------------|
| Doanh thu thuần     | 1.132      | 746        | 51,7%       |
| Lợi nhuận gộp       | 125,18     | 19,65      | 537%        |
| Lợi nhuận ròng      | 18,3       | 3,81       | 380,3%      |
| Biên lợi nhuận gộp  | 11,1%      | 2,6%       | 319,8%      |
| Biên lợi nhuận ròng | 1,6%       | 0,5%       | 216,5%      |

Nguồn: GTN

■ **Triển vọng kinh doanh tăng trưởng khả quan trong năm 2017**

Bảng 3: Chỉ tiêu kế hoạch kinh doanh năm 2017 ( tỷ đồng)

| Chỉ tiêu                     | Năm 2016 | Năm 2017 | Tăng/giảm |
|------------------------------|----------|----------|-----------|
| Doanh thu hợp nhất           | 1.821    | 3.950    | 116,9%    |
| Lợi nhuận sau thuế hợp nhất  | 16,3     | 225      | 1.280,4%  |
| Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ | 16       | 70       | 337,5%    |

Nguồn: GTN

Năm 2017, GTN kỳ vọng sẽ có bước tăng trưởng mạnh mẽ về cả doanh thu và lợi nhuận. Các chỉ tiêu của Công ty mẹ và các công ty con được xây dựng dựa vào các đánh giá thị trường, tình hình cạnh tranh và kế hoạch hoạt động của từng công ty trong năm 2017.

**Mảng sản xuất kinh doanh Sữa:** Việc hợp nhất thành công Vilico vào đầu năm 2017 giúp Công ty Cổ phần Giống bò sữa Mộc Châu gián tiếp trở thành công ty con của GTNfoods. Điều này được kỳ vọng sẽ mang lại doanh thu và lợi nhuận cao từ mảng sản xuất kinh doanh sữa và các sản phẩm từ sữa.

**Mảng sản xuất kinh doanh Chè:** Vinatea trong năm 2017 sẽ có những bước tăng trưởng khả quan nhờ kết quả từ việc sở hữu vùng nguyên liệu chất lượng cao, phát triển thị trường tiêu thụ, chất lượng sản phẩm được nâng cao đem lại lợi nhuận gộp tốt hơn và quá trình tái cơ cấu giúp cắt giảm chi phí quản lý mà GTN đang thực hiện tại Công ty.

**Mảng Chăn nuôi:** Hoạt động chăn nuôi lợn tại Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam - CTCP với kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh rất khả quan năm 2016 hứa hẹn sẽ tiếp tục được duy trì để đem về nguồn doanh thu và lợi nhuận hợp nhất tốt cho toàn Công ty.

■ **Tình hình tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ vay ở mức thấp**

Với đặc thù hoạt động chính của Công ty mẹ là huy động vốn để thực hiện các giao dịch đầu tư vào các công ty con, công ty liên kết, vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nguồn vốn. Tính đến 31/03/2017, vốn chủ sở hữu của Công ty chiếm 87,5% so với nguồn vốn.

Trong tài sản dài hạn, GTN có khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết gần 274 tỷ đồng ( khoản đầu tư vào Công ty Chè Phú đa 143 tỷ đồng; CTCP Thực phẩm Lâm Đồng 65,5 tỷ đồng; CTCP Lâm Nghiệp Sài Gòn 41,4 tỷ đồng,...); khoản đầu tư góp vốn vào đơn vị khác gần 224 tỷ đồng ( Cty TNHH Thống Nhất 79,5 tỷ; CTCP Năng Lượng Thống Nhất 95 tỷ; CTCP Granite Phú Yên 30,6 tỷ,...). Ngoài ra, chi phí xây dựng cơ bản dở dang cuối kỳ đạt gần 24 tỷ đồng. Công ty còn có khoản tài sản dài hạn khác hơn 124 tỷ đồng nhưng chưa được thuyết minh.

Nợ phải trả đến cuối kỳ giảm 34% xuống còn 727,81 tỷ đồng. Trong đó, vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn giảm 80,5% xuống 76,05 tỷ đồng; nợ vay và thuê tài chính dài hạn giảm 54,4% xuống 97,37 tỷ đồng.

**Bảng 4: Các chỉ tiêu tài chính của GTNfoods**

| Chỉ tiêu                    | 2014   | 2015   | 2016   |
|-----------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Khả năng thanh khoản</b> |        |        |        |
| KN thanh toán hiện hành     | 2,99   | 1,12   | 4,19   |
| Khả năng thanh toán nhanh   | 1,48   | 1,02   | 0,38   |
| KN thanh toán tiền mặt      | 0,28   | 0,07   | 0,05   |
| CFO/ Tổng nợ                | -60,82 | -40,80 | -88,76 |
| <b>Cơ cấu vốn</b>           |        |        |        |
| Nợ/ Tổng tài sản%           | 2,84   | 28,72  | 4,88   |
| Nợ/ Vốn chủ sở hữu%         | 3,54   | 60,56  | 6,14   |
| <b>Khả năng hoạt động</b>   |        |        |        |
| Vòng quay khoản phải thu    | 3,93   | 3,40   | 6,95   |
| Vòng quay hàng tồn kho      | 8,20   | 19,91  | 18,81  |
| Vòng quay khoản phải trả    | 5,61   | 6,13   | 3,51   |
| Vòng quay tổng tài sản      | 0,67   | 1,00   | 0,52   |

*Nguồn: MBS tổng hợp*

Trong giai đoạn 2015-2016, GTNfoods luôn duy trì khả năng thanh khoản tốt nhờ nguồn số dư tiền mặt lớn từ các hoạt động tăng vốn, điều này giúp Công ty mẹ chủ động trong quá trình thực hiện chiến lược mua lại cổ phần chi phối tại các Công ty mục tiêu cũng như khả năng hỗ trợ về tài chính cho hoạt động sản xuất kinh doanh của các đơn vị thành viên trong toàn Công ty.

Khả năng sinh lời của GTNfoods trong giai đoạn này chưa cao, do chi phí gia tăng phát sinh từ quá trình tái cấu trúc và xử lý hàng tồn kho, khoản nợ tồn đọng lâu ngày từ Công ty con mới tiếp quản là Vinatea; ngoài ra là việc hoàn thành M&A công ty con Vilico tại ngày muộn hơn dự kiến khiến kết quả kinh doanh không được như kỳ vọng. Năm 2016, là một năm bản lề khi các nguồn lực được tập trung tối đa vào các hoạt động tái cấu trúc tại các công ty con, huy động vốn và thực hiện các thương vụ M&A và đây là động lực để toàn hệ thống GTNfoods có thể phát triển bền vững trong tương lai.

## ĐÁNH GIÁ CÁC MẢNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA GTN

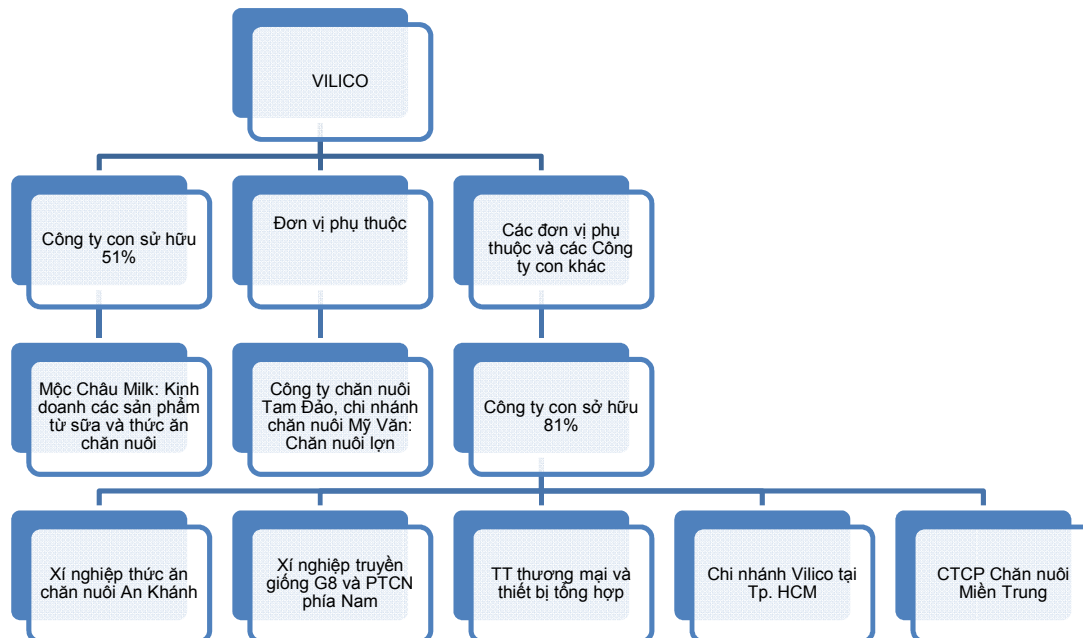
### A. Tổng công ty chăn nuôi Việt Nam (VLC)

#### 1. Tổng quan doanh nghiệp

Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam (VLC) được thành lập ngày 21/6/1996 theo quyết định của Bộ NN&PTNT bao gồm các đơn vị thành viên hoạt động trong ngành chăn nuôi. Năm 2005, Tổng công ty chuyển sang hoạt động theo mô hình Công ty mẹ - Công ty con và đến năm 2010, Công ty mẹ - Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty TNHH một thành viên do Nhà nước làm chủ sở hữu. Từ tháng 7/2013, Vilico chính thức hoạt động theo mô hình CTCP với vốn điều lệ hơn 631 tỷ đồng. Ngày 26/10/2015, cổ phiếu là VLC của Công ty chính thức được giao dịch trên sàn UPCOM với giá đóng cửa cuối phiên là 13.800 đồng/cp.

Hiện tại, VLC đang tập trung phát triển các lĩnh vực kinh doanh chính: (1) Ngành sản xuất chăn nuôi lợn; (2) Ngành chăn nuôi bò sữa và chế biến sữa; (3) Ngành giết mổ, chế biến sản phẩm từ gia súc, gia cầm.

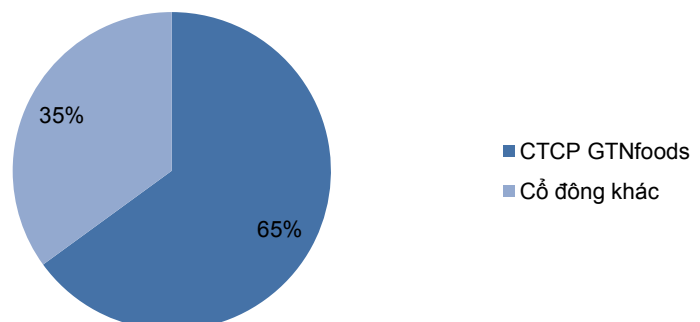
#### Cơ cấu của Tổng công ty chăn nuôi Việt Nam:



Nguồn: GTN

**Biểu đồ 3: Cơ cấu cổ đông của Tổng công ty chăn nuôi Việt Nam**

#### Cơ cấu cổ đông





Ngày 03/01/2017, GTN hoàn tất việc mua vào 36,18 triệu cổ phiếu VLC của Tổng công ty chăn nuôi Việt Nam. Như vậy, GTN Foods đã nâng sở hữu tại Vilco lên 41,02 triệu cổ phiếu, tương ứng tỷ lệ 65%. Ngoài ra, các cổ đông khác nắm giữ 35% cổ phần của VLC.

**VLC sở hữu tình hình tài chính lành mạnh và hiệu quả**

**Các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động được cải thiện tích cực:** Các chỉ tiêu ROA và ROE tăng đều qua các năm từ 2013-2016, biên lợi nhuận được duy trì ở mức tốt, điều này cho thấy hiệu quả sử dụng vốn và tài sản của doanh nghiệp đang được cải thiện. Tại thời điểm cuối năm 2016, chỉ tiêu ROA, ROE lần lượt đạt 7,46% và 9,43%, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng lần lượt đạt 17,39% và 4,2%.

**Các hệ số khả năng thanh toán ở mức an toàn:** Hệ số thanh toán hiện hành và hệ số thanh toán nhanh của VLC luôn duy trì ở mức an toàn và ngày càng được cải thiện (lần lượt ở mức 3,48 và 2,49 lần trong năm 2016), do đó doanh nghiệp có đủ khả năng tài trợ cho hoạt động kinh doanh và các khoản vay nợ đến hạn.

**Cơ cấu vốn của VLC khá ổn định và lành mạnh:** VLC duy trì cơ cấu nợ tương đối thấp và đang có xu hướng giảm dần, tỷ lệ nợ/tổng tài sản thường ở mức 15-20%, nợ/vốn chủ sở hữu ở mức 20-40% (năm 2016, tỷ lệ này lần lượt là 19,43% và 28,42%) cho thấy đòn bẩy tài chính của công ty luôn ở mức an toàn.

**VLC luôn duy trì được lượng tiền mặt tương đối dồi dào:** Tính tại thời điểm cuối 2016, tiền và tương đương tiền của VLC đạt gần 215 tỷ đồng, chiếm đến 18% tài sản ngắn hạn và 13,4% tổng tài sản.

**2. Phân tích hoạt động kinh doanh**

- **Tổng công ty đang sở hữu cơ sở vật chất với quy mô lớn tạo sức cạnh tranh bền vững trong thị trường nội địa**

**Bảng 5: Cơ sở vật chất của Tổng công ty**

| Cơ sở vật chất                                                        | Địa chỉ                                                | Lĩnh vực hoạt động                                                                                                                                |
|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>TRỤ SỞ VĂN PHÒNG CÔNG TY</b>                                       | 519 Minh Khai, Hai Bà Trưng, Hà Nội                    | Trụ sở điều hành sản xuất kinh doanh và kinh doanh xuất nhập khẩu với diện tích hơn 1.761 m2                                                      |
| <b>XÍ NGHIỆP THỨC ĂN CHĂN NUÔI AN KHÁNH</b>                           | Xã An Khánh, Huyện Hoài Đức, Hà Nội                    | Gia công, sản xuất thức ăn chăn nuôi và cho thuê kho bãi với diện tích 12.978 m2                                                                  |
| <b>TRUNG TÂM THƯƠNG MẠI VÀ THIẾT BỊ TỔNG HỢP</b>                      | Số 6 Nguyễn Công Trứ, Hai Bà Trưng, Hà Nội             | Kinh doanh, gia công vật tư thiết bị trang trại chăn nuôi và nhà xưởng với diện tích 3.658 m2                                                     |
| <b>CÔNG TY CHĂN NUÔI TAM ĐẢO</b>                                      | Xã Trung Mỹ, huyện Bình Xuyên, Vĩnh Phúc               | Chăn nuôi lợn, sở hữu đàn lợn nái ngoại 3.000 con, tiêu thụ chủ yếu sản phẩm lợn choai thương phẩm, đạt 55.000 con 1 năm với diện tích 756.151 m2 |
| <b>CHI NHÁNH CHĂN NUÔI MỸ VĂN</b>                                     | Xã Phùng Chí Kiên, huyện Mỹ Hào, tỉnh Hưng Yên         | chăn nuôi lợn, sở hữu đàn lợn nái ngoại 600 con, tiêu thụ chủ yếu sản phẩm lợn giống sau cai sữa, đạt 11.500 con 1 năm với diện tích 249.589 m2   |
| <b>XÍ NGHIỆP TRUYỀN GIÁO GIA SÚC VÀ PHÁT TRIỂN CHĂN NUÔI MIỀN NAM</b> | 42/18 Nguyễn Bình Khiêm, Phường 1, Quận Gò Vấp, TP.HCM | Mua bán tinh gia súc đông lạnh, vật tư thú y, thuốc thú y, thức ăn chăn nuôi, với diện tích 1.105 m2                                              |

Nguồn: GTN

- **Hoạt động kinh doanh của VLC duy trì tốc độ tăng trưởng tích cực nhờ lợi nhuận hợp nhất từ mảng sữa.**

**Bảng 6: Chỉ tiêu kinh doanh giai đoạn 2014-2016 ( tỷ đồng)**

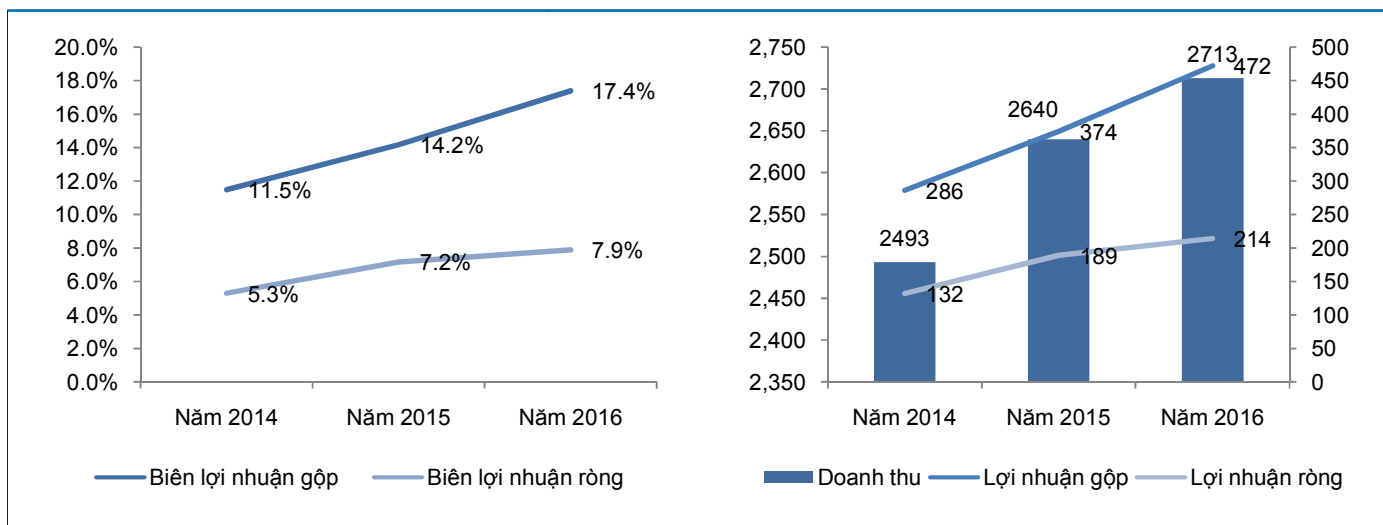
| Chỉ tiêu             | 2014  | 2015  | 2016  |
|----------------------|-------|-------|-------|
| <b>Vốn điều lệ</b>   | 631   | 631   | 631   |
| <b>Tổng tài sản</b>  | 1.371 | 1.454 | 1.607 |
| <b>Doanh thu</b>     | 2.493 | 2.640 | 2.713 |
| <b>Lợi nhuận gộp</b> | 286   | 374   | 472   |

*Vilco sở hữu nhiều khu đất có quỹ mô và diện tích lớn*

|                     |       |       |       |
|---------------------|-------|-------|-------|
| Lợi nhuận ròng      | 132   | 189   | 214   |
| Biên lợi nhuận gộp  | 11,5% | 14,2% | 17,4% |
| Biên lợi nhuận ròng | 5,3%  | 7,2%  | 7,9%  |

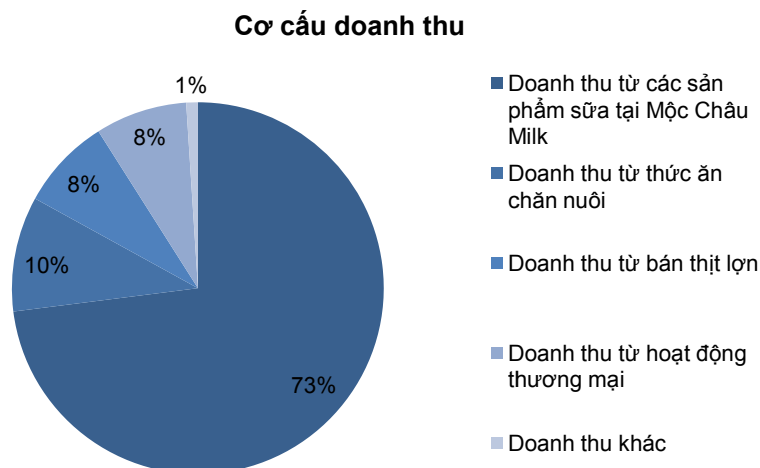
Hoạt động kinh doanh của Tổng công ty liên tục tăng trưởng trong những năm gần đây. Doanh thu tăng từ 2.493 tỷ đồng năm 2012 lên 2.713 tỷ đồng năm 2016, tương đương tăng 8,82% và lợi nhuận sau thuế tăng từ 132 tỷ đồng năm 2012 lên 214 tỷ đồng năm 2016, tương đương tăng 62,1%. Biên lợi nhuận được cải thiện tích cực với biên lợi nhuận ròng đạt 7,9% và biên lợi nhuận gộp đạt 17,4%.

**Biểu đồ 4: Doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2014-2016 (tỷ đồng)**



Nguồn: GTN

**Biểu đồ 5: Cơ cấu doanh thu năm 2016**



Trong cơ cấu doanh thu của Tổng công ty, doanh thu từ các sản phẩm sữa tại Mộc Châu Milk chiếm tỷ trọng cao nhất đạt 73% tương đương gần 2.000 tỷ đồng; doanh thu từ thức ăn chăn nuôi chiếm 10%; doanh thu từ bán thịt lợn chiếm 8% và doanh thu từ hoạt động thương mại chiếm 8%.

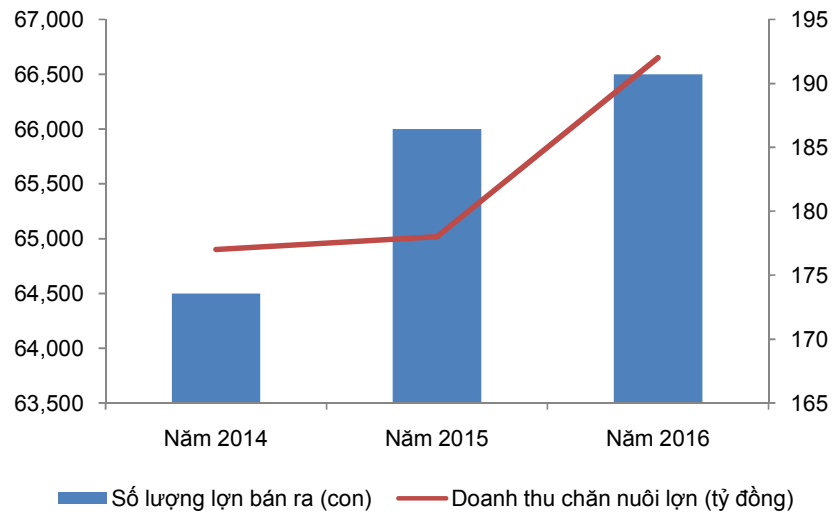
- **Vilico đang tập trung thực hiện đề án phát triển chăn nuôi lợn giai đoạn 2017-2021.**

Với lịch sử hơn 20 năm phát triển trong ngành chăn nuôi với nguồn gen và chất lượng con giống đảm bảo, hai cơ sở Công ty Chăn nuôi Tam Đảo và Chi nhánh Chăn nuôi Mỹ Văn của Tổng công ty đã tận dụng được các lợi thế về kinh nghiệm lâu năm và các



điều kiện môi trường, địa điểm phù hợp để duy trì phát triển và đạt được những thành quả nhất định. Sản phẩm tiêu thụ ổn định với thị trường chính là Trung Quốc. Doanh thu từ chăn nuôi lợn tăng từ 177 tỷ đồng năm 2014 lên 192 tỷ đồng năm 2016.

**Biểu đồ 6: Sản lượng lợn tiêu thụ và doanh thu**



Tuy nhiên, thị trường chăn nuôi năm 2017 sẽ cạnh tranh ngày càng gay gắt và khốc liệt khi nhiều doanh nghiệp lớn đầu tư vào chăn nuôi đã bắt đầu tung sản phẩm ra thị trường. Có thể thấy trong những năm qua, nhiều doanh nghiệp ngành khác đã nhảy vào thị trường này với sự đầu tư mạnh mẽ về giống và công nghệ như Hòa Phát, Hùng Vương, Masan... Bên cạnh đó, việc cắt giảm thuế nhập khẩu sản phẩm nông nghiệp, thực phẩm theo cam kết hội nhập sẽ ảnh hưởng lớn đến sản xuất và thị trường tiêu thụ.

Việc tiêu thụ sản phẩm lợn bị sụt giảm từ những tháng cuối năm 2016 do Trung Quốc hạn chế mua lợn từ Việt Nam, giá bán sản phẩm cũng giảm so với bình quân năm 2016. **Tuy nhiên, Vilico là doanh nghiệp lớn trong ngành, chi phí giá thành ổn định, nguồn đầu ra giúp doanh nghiệp không bị thiệt hại trước những khó khăn chung của ngành.**

■ **Tổng công ty định hướng tập trung phát triển theo quy mô lớn để chiếm lĩnh thị trường nội địa**

Năm 2017 này là năm Tổng công ty tái cơ cấu theo mô hình mới theo định hướng chiến lược của Công ty mẹ là CTCP GTNFoods. Hiện nay, Tổng công ty cùng với sự hỗ trợ của GTNFoods về tài chính và nhân sự quản lý đang xây dựng và thực hiện những kế hoạch tham vọng để từng bước cải tiến, tập trung phát triển theo quy mô lớn, đưa ra các hướng đi phù hợp tạo sức cạnh tranh để chiếm lĩnh thị trường nội địa. Đối với hoạt động chăn nuôi lợn, sẽ tập trung thực hiện để án phát triển chăn nuôi lợn giai đoạn 2017 – 2021, nâng cao chất lượng, cơ cấu đàn giống, đa dạng sản xuất hướng tới hình thành chuỗi sản xuất khép kín. Cụ thể:

- (1) Tập trung đầu tư để xây dựng cơ cấu đàn giống đa nguồn gen, có năng suất, chất lượng tốt; Nâng cao năng suất, chất lượng đảm bảo sản phẩm đủ sức cạnh tranh với các thị trường tiêu thụ khác nhau như xuất bán nội địa, xuất cho Trung Quốc hay nuôi thịt và giết mổ chế biến...;
- (2) Xây dựng riêng biệt các khu chăn nuôi đàn giống GGP, GP theo hướng hiện đại, đồng bộ để theo dõi, quản lý chặt chẽ chính xác hơn.
- (3) Đầu tư xây mới các trại chăn nuôi quy mô lớn theo quỹ đất sẵn có để nâng quy mô tổng đàn;
- (4) Đầu tư xây mới 1 trại chăn nuôi lợn thịt; Đầu tư xây dựng nhà máy giết mổ và chế biến; Hoàn thành chuỗi sản xuất khép kín, đa dạng sản phẩm (lợn thịt, thịt lợn và các sản phẩm từ thịt lợn); Đảm bảo sản phẩm đạt tiêu chuẩn, chất lượng cao đáp ứng được yêu cầu của thị trường tiêu dùng nội địa cũng như xuất khẩu.

■ **Kế hoạch kinh doanh năm 2017 của Vilico với doanh thu tăng nhẹ và cổ tức dự kiến chia 6,5%-8% bằng tiền mặt.**

Năm 2017, Tổng công ty đặt kế hoạch kinh doanh hợp nhất với doanh thu đạt 2.712 tỷ đồng

doanh thu, bao gồm CTCP Giống bò sữa Mộc Châu (2.280 tỷ đồng) và CTCP Chăn nuôi Miền Trung (22 tỷ đồng). Các công ty liên kết đóng góp về cho tổng doanh thu 530 tỷ đồng. Như vậy, kế hoạch kinh doanh năm 2017 tăng nhẹ về mặt doanh thu nhưng lại giảm về mặt lợi nhuận sau thuế. Năm 2017, công ty dự kiến chia cổ tức 6,5%-8% bằng tiền mặt.

■ **Vilico lãi gần 53 tỷ đồng quý 1/2017, tăng trưởng 11% so với cùng kỳ**

Quý 1/2017 ngành chăn nuôi lợn gặp khó khăn tuy nhiên hoạt động chăn nuôi bò sữa và chế biến các sản phẩm từ sữa bò tiếp tục tăng trưởng tốt. Doanh thu trong quý 1 đạt 662,4 tỷ đồng, tăng 9,2% so với quý 1/2016, trong khi giá vốn tăng 8,2% nên lợi nhuận gộp thu về hơn 121 tỷ đồng, tăng 14,2% so với cùng kỳ.

**Bảng 7: Chỉ tiêu kinh doanh quý 1/2017 ( Tỷ đồng)**

| Chỉ tiêu               | Quý 1/2017 | Quý 1/2016 | Tăng/giảm |
|------------------------|------------|------------|-----------|
| Doanh thu              | 662        | 606        | 9,2%      |
| Giá vốn hàng bán       | 541        | 500        | 8,2%      |
| Lợi nhuận gộp          | 121        | 106        | 14,2%     |
| Doanh thu tài chính    | 8          | 8          | 0.0%      |
| Chi phí tài chính      | 0          | 0          |           |
| Chi phí bán hàng +QLDN | 74         | 69         | 7,2%      |
| Lợi nhuận khác         | 2          | 7          | -71,4%    |
| Lợi nhuận sau thuế     | 53         | 47         | 12,8%     |

Phần lớn doanh thu của VLC từ bán sản phẩm sữa, đạt gần 530 tỷ đồng, chiếm 78% tổng doanh thu. Các sản phẩm chăn nuôi mang về 44 tỷ đồng và mảng thuốc thú y, thức ăn gia súc đạt hơn 71 tỷ đồng. Doanh thu từ hoạt động bán bò, bê giống đạt hơn 15 tỷ đồng, còn lại là các doanh thu khác. **Các sản phẩm sữa tiếp tục là nguồn mang lại lợi nhuận chính cho công ty.**

Kết quả, riêng quý 1/2017 Vilico lãi sau thuế 52,8 tỷ đồng, tăng trưởng 11% so với quý 1/2016 và hoàn thành 24,5% chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế cả năm (215 tỷ đồng).

■ **Dự phóng kết quả kinh doanh của VLC**

Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của VLC sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định và có triển vọng khá tích cực trong thời gian tới, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2017 đạt khoảng 2.876 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ dự kiến đạt 115 tỷ đồng tăng nhẹ so với thực hiện năm 2016, EPS forward năm 2017 đạt 1.822 đồng/cp.

## **B. Công ty cổ phần Giống bò sữa Mộc Châu (Mộc Châu Milk)**

### **1. Tổng quan doanh nghiệp**

Công ty Cổ Phần Giống bò sữa Mộc Châu (Mộc Châu Milk) tiền thân là Nông trường Quân đội Mộc Châu được thành lập từ năm 1958, chỉ với 100 con bò nội, 24 con bò cho sữa. Hiện nay, Công ty có 11 đơn vị chăn nuôi, hơn 22.000 con bò sữa với sản lượng sữa sản xuất lên tới 100.000 tấn/ năm. Công ty sữa Mộc châu liên tục phát triển, mở rộng, lớn mạnh trở thành một trong 4 công ty sữa lớn trên thị trường Việt Nam.

Mô hình kinh doanh hiện nay tập trung vào kinh doanh hộ gia đình, trong tổng số 22.000 con bò sữa thì hộ gia đình chiếm 20.000 con bò, đạt trung bình 38 con/hộ kinh doanh. Theo lãnh đạo của công ty, trong thời gian tới Công ty tục mở rộng hoạt động kinh doanh, đến năm 2020 phấn đấu đạt 32.000- 35.000 con bò sữa.

Công ty đang quản lý trung tâm giống bò sữa, tiếp tục xây dựng cơ sở hạ tầng như đường đi, đường điện và hơn 20 điểm thu mua sữa. Nhằm đảm bảo tốt nhất về chất lượng của sữa và các sản phẩm từ sữa, Mộc Châu Milk đang vận hành hai nhà máy sản xuất sữa với hệ thống dây chuyền sản xuất hiện đại của Tetra Pak ( Một trong những công ty dẫn đầu thế giới về ngành công nghiệp sản xuất sữa và đóng gói). Nhà máy này có 6 lines sản xuất sữa UHT và 2 lines sản xuất sữa chua và sữa thanh trùng với năng suất hơn 200 tấn/ngày. Ngoài ra, công ty vận hành một nhà máy sản xuất thức ăn gia súc đảm bảo cung cấp đủ thức ăn cho đàn bò sữa của Công ty đang quản lý.

**Nhà máy sữa Mộc Châu**



**Trang trại bò sữa**



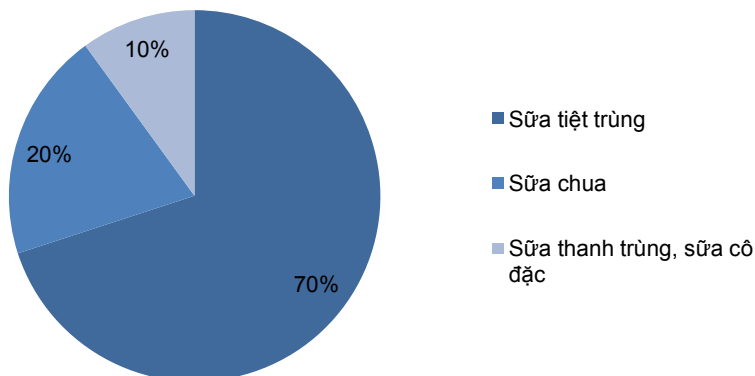
**Dây chuyền nhà máy sữa**



**Sản phẩm chính của công ty:** Trong cơ cấu sản phẩm của công ty, hơn 70% sản phẩm sữa tiệt trùng, 20% là sản phẩm sữa chua, 10% sản phẩm sữa thanh trùng và sữa cô đặc. Định hướng của công ty trong thời gian tới là tập trung đẩy mạnh phát triển mảng sữa tiệt trùng. Ngoài ra, công ty cũng cố vị trí số 1 về các mặt hàng sữa chua, sữa thanh trùng với sản lượng tiêu thụ khoảng 300 tấn/năm.

**Biểu đồ 8: Cơ cấu sản phẩm của Mộc Châu Milk**

**Cơ cấu sản phẩm**



**Sữa tiệt trùng UHT** (Không đường, có đường, vị socola, vị dừa, vị dâu, vị cam): Được tiệt trùng ở nhiệt độ 140-150 độ C trong khoảng thời gian ngắn 3-5s. Sữa UHT có thời hạn sử dụng lên tới 6 tháng và bảo quản ở nhiệt độ thường.

**Sữa tươi thanh trùng** (có đường và không đường): Lấy nguyên liệu từ nguồn sữa tươi mới vắt, đem đun ở 82 độ C trong vòng 30s rồi làm lạnh ngay lập tức. Bằng cách này sữa được giữ nguyên vẹn dinh dưỡng, tự nhiên và trong lành. Tuy nhiên sản phẩm này có thời hạn sử dụng chỉ trong khoảng từ 7-10 ngày tại điều kiện nhiệt độ 30C.

**Sữa chua:** Từ nguồn nguyên liệu sữa tươi được cho lên men với các chủng vi khuẩn có lợi cho đường ruột, sữa chua Mộc châu có thời hạn sử dụng lên tới 45 ngày.

**Sữa chua uống** (hương dâu và hương cam): Sữa tươi lên men tự nhiên, thời hạn sử dụng 6 tháng kể từ ngày sản xuất.



**Thị trường tiêu thụ chính của công ty:** Hiện nay, công ty có 2 chi nhánh và 76 nhà phân phối chính thức trên 45 tỉnh thành trong cả nước. Với hơn 50.000 cửa hàng to nhỏ giúp sản phẩm của Mộc Châu Milk tiếp cận được hầu hết các khách hàng trên cả nước. Trong tương lai, Công ty dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng thị trường tiêu thụ tại Thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh Tây Nam Bộ.

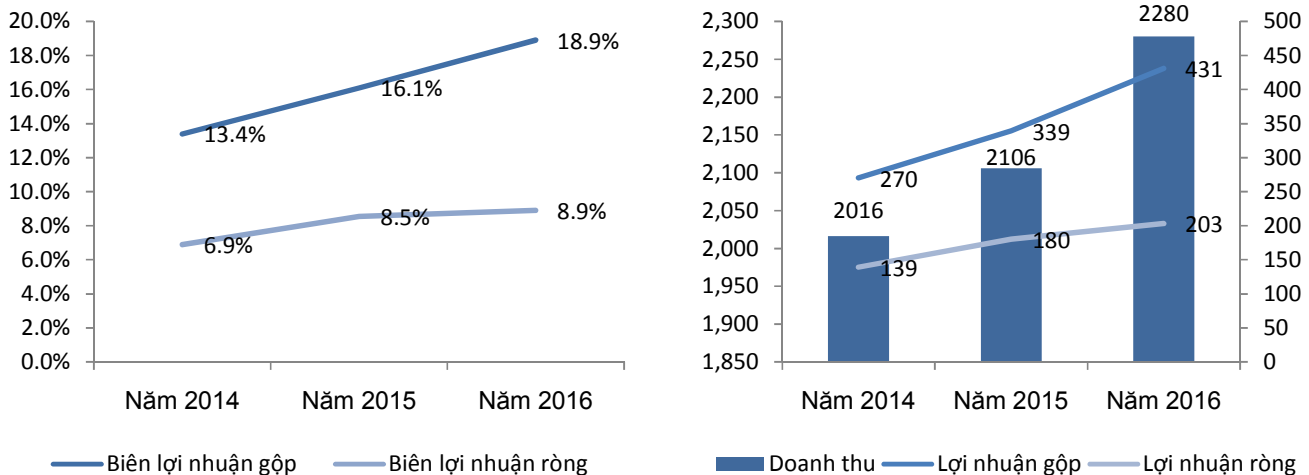
## 2. Phân tích hoạt động kinh doanh

**Bảng 8: Chỉ tiêu tài chính- kinh doanh giai đoạn 2014-2016 (tỷ đồng)**

| Chỉ tiêu              | 2014  | 2015  | 2016  |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| <b>Vốn điều lệ</b>    | 368   | 568   | 568   |
| <b>Doanh thu</b>      | 2.016 | 2.106 | 2.280 |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>  | 270   | 339   | 431   |
| <b>Lợi nhuận ròng</b> | 139   | 180   | 203   |
| <b>Tổng tài sản</b>   | 882   | 947   | 1063  |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b> | 610   | 662   | 709   |

Trong 2016, Công ty sữa Mộc Châu tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu đạt 2.300 tỷ đồng, tổng số đàn bò đạt hơn 21.000 con, tổng sản lượng sữa đạt 100.000 tấn. Trong quý 2/2016, Mộc Châu đã tung ra sản phẩm sữa chua ống với 2 hương vị cam, dâu và sữa thanh trùng hộp giấy, bước đầu được thị trường đánh giá tốt.

**Biểu đồ 9: Hoạt động kinh doanh giai đoạn 2014-2016 (tỷ đồng)**



Hoạt động kinh doanh của Công ty sữa Mộc Châu liên tục tăng trưởng trong những năm gần đây. Doanh thu tăng từ 2.016 tỷ đồng năm 2014 lên 2.280 tỷ đồng năm 2016, tương đương tăng 13% và lợi nhuận sau thuế tăng từ 139 tỷ đồng năm 2014 lên 203 tỷ đồng năm 2016, tương đương tăng 46%. Biên lợi nhuận được cải thiện tích cực với biên lợi nhuận ròng đạt 8,9% và biên lợi nhuận gộp đạt 18,9%.

### ■ Sản lượng sữa tươi nguyên liệu mới đáp ứng khoảng 39 - 40% nhu cầu sản xuất trong nước, trên 60% còn lại phải nhập từ bên ngoài

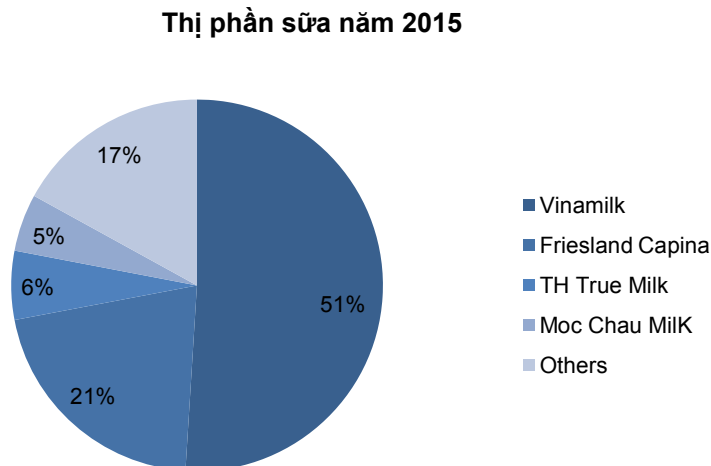
**Đối với phân khúc sữa:** Đây là phân khúc luôn duy trì được tốc độ tăng trưởng nhanh và tỷ suất lợi nhuận cao. Với thị trường trên 90 triệu dân và tốc độ tăng dân số khoảng 1,2%/năm, ngành sữa tại Việt Nam vẫn rất hấp dẫn. Hiện ngành chăn nuôi bò sữa của nước ta mới đáp ứng được gần 32% nhu cầu về sữa tiêu dùng, 68% còn lại phải nhập khẩu. Theo dự báo của Cục Chăn nuôi, ngành sữa vẫn có tiềm năng lớn khi nhu cầu tiêu thụ sản phẩm sữa bình quân đầu người dự báo sẽ tăng trưởng khoảng 9%/năm, đạt 27-28 lít/người/năm vào năm 2020. Con số này so ra vẫn thấp hơn Singapore (45 lít) hoặc Thái Lan (35 lít).

Hiện nay, ở phân khúc sản phẩm giá trị cao là sữa bột, các công ty ngoại chiếm đến 75% thị phần, dẫn đầu là Abbott, tiếp theo là Mead Johnson, Dutch Lady, Dumex, Nestlé. Công ty Vinamilk (VNM) khoảng 25% thị phần. Trong phân khúc sữa nước (sản phẩm chủ lực của



chiếm gần 51% thị phần, cùng hàng loạt các thương hiệu nội địa khác như: TH True Milk, Mộc Châu, Ba Vì, Dalatmilk, Lothamilk, Vixumilk, Nutifood.

**Biểu đồ 10: Thị phần sữa năm 2015**



Nguồn: GTN

Hiện nay, Sản lượng sữa tươi nguyên liệu mới đáp ứng khoảng 39 - 40% nhu cầu sản xuất trong nước, trên 60% còn lại phải nhập từ bên ngoài. Theo Phó Chủ tịch Thường trực Hiệp hội chăn nuôi Gia súc lớn cho biết Sản lượng sữa tươi nguyên liệu sản xuất đạt gần 800.000 tấn/ngày nhưng mới đáp ứng khoảng 39 - 40% nhu cầu tiêu thụ sữa của người tiêu dùng trong nước, trên 60% còn lại phải nhập từ bên ngoài.

■ **Năm 2017, Mộc Châu Milk đặt kế hoạch kinh doanh khả quan, dự kiến niêm yết cổ phiếu trên sàn HSX**

Tiếp nối thành công từ năm 2016, Mộc Châu Milk đặt kế hoạch kinh doanh năm 2017 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế cùng tăng 10% so với thực hiện năm 2016. Cụ thể doanh thu và lợi nhuận lần lượt đạt 2.500 tỷ đồng và 223 tỷ đồng.

Trong năm, công ty tiếp tục củng cố thị trường tiêu thụ với 60-65% doanh thu từ thị trường thành thị, 35-40% thị trường nông thôn. Đáng chú ý, trong năm 2017 Mộc Châu Milk có kế hoạch niêm yết toàn bộ cổ phiếu trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX).

## **C. Tổng công ty chè Việt Nam- Công ty cổ phần Vinatea**

### **1. Tổng quan doanh nghiệp**

Tổng công ty chè Việt Nam - Công ty cổ phần (Vinatea) tiền thân là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn được thành lập từ năm 1973. Thực hiện việc chuyển đổi mô hình doanh nghiệp sang công ty cổ phần, Vinatea chính thức chuyển đổi mô hình thành công vào tháng 12/2015.

Vinatea là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sở hữu các vườn chè tập trung rộng lớn có năng suất cao, các nhà máy chế biến hiện đại, hệ thống phụ trợ và phục vụ sản xuất kinh doanh hoàn chỉnh cùng đội ngũ cán bộ có trình độ chuyên môn và nhiều năm kinh nghiệm làm chè, đồng thời là doanh nghiệp có quy mô và địa bàn hoạt động lớn nhất trong ngành chè Việt Nam.

**Các sản phẩm chè rời và chè túi lọc của Vinatea bao gồm:**

- ❖ Chè xanh chế biến theo công nghệ CTD;
- ❖ Chè Sencha Nhật Bản;
- ❖ Chè đen chế biến theo công nghệ Orthodox, CTC;
- ❖ Chè Ô long, chè Pouchung, chè Gunpowder
- ❖ Các loại chè thảo dược, chè ướp hương hoa quả

## 2. Phân tích hoạt động kinh doanh

### ■ Vinatea hiện sở hữu vùng nguyên liệu lớn nhất Việt Nam

Với 4.700 hecta đồi chè và khu sản xuất, tập trung chủ yếu tại Mộc Châu (1.138 ha) và Phú Đa (2.000 ha) với quy trình khép kín từ những đồi cây chè cho đến các sản phẩm trà cuối cùng, được củng cố bằng mối quan hệ bền chặt giữa các nhà máy chế biến chè và người nông dân với mô hình khoán hộ đã được áp dụng hiệu quả qua nhiều thập kỷ.

**Hình ảnh vườn chè tại Nông trường Mộc Châu:**



Thị trấn Nông trường Mộc Châu với thời tiết được thiên nhiên thuận lợi giúp cho cây chè luôn xanh tốt, chất lượng tốt nhất và luôn duy trì ổn định. Với vùng nguyên liệu rộng lớn đảm bảo cho Vinatea phát triển bền vững trong tương lai.

Vinatea sở hữu 10 nhà máy chế biến chè đặt tại vị trí trung tâm của các vùng trồng chè, tập trung sản xuất bốn loại thành phẩm bao gồm trà ô long, trà xanh, Sencha và trà đen, với ít nhất sáu loại phẩm cấp khác nhau chính xác theo các đơn đặt hàng của đối tác trong nước và quốc tế. Tổng diện tích nhà máy và văn phòng trên 140.000m<sup>2</sup>, bao gồm 34.000m<sup>2</sup> tại Nhà máy chè Kim Anh, đặt tại Mai Đình - Sóc Sơn, với quy mô kho chứa hơn 5.000 tấn, tập trung sản xuất các sản phẩm trà rời và trà túi lọc mang thương hiệu Vinatea với công suất ban đầu 10.000 hộp/ngày, công suất tối đa 19.000 hộp/ngày phục vụ cho thị trường nội địa.

**Bảng 9: Hệ thống nhà máy sản xuất**

| Hình thức nhà máy       | Địa điểm | Số lượng nhà máy         | Công suất nhà máy (tấn/ngày) | Diện tích (m <sup>2</sup> ) | Diện tích vùng trồng (ha) | Công suất kho (tấn) | Loại trà sản xuất    |
|-------------------------|----------|--------------------------|------------------------------|-----------------------------|---------------------------|---------------------|----------------------|
| <b>Chi nhánh</b>        | Mộc Châu | 3 nhà máy (3 dây chuyền) | 120                          | 35.426                      | 1.138                     | 1.000               | Trà xanh, trà ô long |
|                         | Sông Cầu | 1 nhà máy (2 dây chuyền) | 40                           | 14.299                      | 300                       | 500                 | Sencha, trà xanh     |
|                         | Yên Bái  | 1 nhà máy (2 dây chuyền) | 40                           | 21.980                      | 400                       | 500                 | Trà đen, trà xanh    |
| <b>Công ty con</b>      | Nghĩa Lộ | 1 nhà máy (2 dây chuyền) | 40                           | 5.000                       | 700                       | 500                 | Trà đen, trà xanh    |
|                         | Liên Sơn | 1 nhà máy (2 dây chuyền) | 40                           | 5.000                       | 700                       | 500                 | Trà đen, trà xanh    |
| <b>Công ty liên kết</b> | Phú Đa   | 3 nhà máy                | 180                          | 18.000                      | 2.000                     | 500                 | Trà đen              |

Nguồn: GTN

### ■ Hoạt động tái cấu trúc bước đầu mang lại hiệu quả

Năm 2016, Vinatea đẩy mạnh tái cấu trúc với việc nâng cao chất lượng hệ thống nhân sự, đẩy mạnh hoạt động sản xuất, xây dựng thương hiệu và các kênh phân phối. Nhờ đó mà hoạt động kinh doanh được cải thiện với doanh thu đạt 380 tỷ đồng.

Trong năm 2017, Công ty tiếp tục tinh giảm bộ máy nhân sự, nâng cao hiệu quả quản lý nhằm giảm thiểu chi phí. Ngoài ra, Công ty tiếp tục mở rộng quy mô sản xuất và cho ra mắt 4 sản phẩm trà thượng hạng cho phân khúc cao cấp.



**Bảng 10: Chỉ tiêu kinh doanh giai đoạn 2015-2016**

| Chỉ tiêu             | Năm 2015 | Năm 2016 | Năm 2017 |
|----------------------|----------|----------|----------|
| Nhân sự              | 110      | 74       | 55       |
| Sản lượng chè ( tấn) | 6.000    | 8.000    | 10.000   |
| Lợi nhuận ( tỷ đồng) | -2,47    | 0,1      | 10       |

Nguồn: GTN

■ **Thành công trong việc xây dựng thương hiệu chè Vinatea**

Năm 2016, Công ty thực hiện xây dựng thương hiệu chè Vinatea. Logo của Vinatea mang kỳ vọng về việc xác lập một vị trí khác biệt, dựa trên cơ sở lịch sử hoạt động lâu đời với giai đoạn rất dài xây dựng và dẫn dắt ngành chè tại Việt Nam.

Năm 2016, Vinatea cho ra mắt 10 nhãn hiệu sản phẩm được chia thành 3 dòng: dòng trà thượng đỉnh (Bạch Trà Trăm Năm, Sencha Nhật Bản, Shan Tuyết Cổ Thụ, Oolong Thượng hạng); dòng trà phổ thông (Trà xanh Thái Nguyên, Trà Hoa nhài, Trà Anh Quốc); dòng trà thảo mộc (Trà Gừng, Trà Hoa cúc mật ong, Trà Ngủ ngon).



■ **Vinatea tiếp tục đầu tư mạnh để gia tăng năng lực xuất khẩu và xây dựng vị thế mới cho trà Việt Nam trên thị trường toàn cầu.**

Ngoài việc tập trung vào các dòng trà hộp ra mắt thị trường nội địa, Vinatea duy trì mảng sản xuất và chế biến trà nguyên liệu quy mô lớn. Công ty vẫn duy trì sản lượng các loại chè thành phẩm thô để đáp ứng các đơn hàng lớn quốc tế, chủ yếu là chè xanh và chè đen với phẩm cấp và phương pháp chế biến khác nhau.

Chè của Vinatea đã có độ phủ phần lớn diện tích châu Á, Đông Âu và thậm chí đã có mặt tại một số thị trường khát khe về chất lượng như thị trường Đức tại Tây Âu.

■ **Hoạt động kinh doanh được cải thiện nhờ tái cấu trúc mạnh mẽ**

Sau một năm trở thành công ty cổ phần với việc tái cấu trúc mạnh mẽ, doanh thu năm 2016

của Vinatea tăng hơn 2 lần so với năm 2015, đạt gần 380 tỷ đồng. Doanh thu tài chính đạt gần 7 tỷ đồng, tăng gấp 2,5 lần so với cùng kỳ năm trước do ngân hàng điều chỉnh tăng lãi suất tiền gửi tiết kiệm. Các khoản mục chi phí tài chính, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp giảm rõ rệt so với năm 2015. Bước đầu công ty tái cấu trúc đạt hiệu quả, kết quả kinh doanh chuyển từ lỗ sang hoạt động có lãi.

Tình hình tài chính của Vinatea đã được cải thiện rõ rệt. Tiền mặt và tương đương tiền của công ty luôn được duy trì ở mức gần 30% tổng tài sản, bảo đảm không bị thiếu hụt vốn lưu động, không phát sinh nhu cầu đi vay, đặc biệt là trong các giai đoạn bước vào vụ sản xuất. Lượng hàng tồn kho duy trì ở mức trên 10% tổng tài sản để đáp ứng các đơn hàng phát sinh.

## **D. Công ty Cổ phần Thực phẩm Lâm Đồng**

### **1. Tổng quan doanh nghiệp**

Công ty Cổ phần Thực phẩm Lâm Đồng - Ladofoods được kế thừa trên nền tảng xưởng rượu Lafaro của người Pháp, xây dựng và tích lũy từ thế kỷ 19, chuyên sản xuất các loại rượu dâu tằm, được ưa chuộng bởi người Đà Lạt trong thời tiết giá lạnh vùng cao nguyên.

Trong 25 năm phát triển, Ladofoods đã không ngừng thay đổi, chuyển từ doanh nghiệp nhà nước sang doanh nghiệp cổ phần. Ngoài ra Ladofoods cũng thành công trong việc xây dựng thương hiệu Vang Đà Lạt, uy tín và tạo ấn tượng tốt đối với người tiêu dùng trong và ngoài nước.

Hiện nay, sản phẩm chủ yếu của công ty gồm: Dòng rượu vang truyền thống, dòng rượu vang cao cấp và dòng rượu vang Sparkling.

**Hình ảnh nhà máy Rượu Vang Đà Lạt**



**Hình ảnh sản phẩm Rượu Vang Đà Lạt**

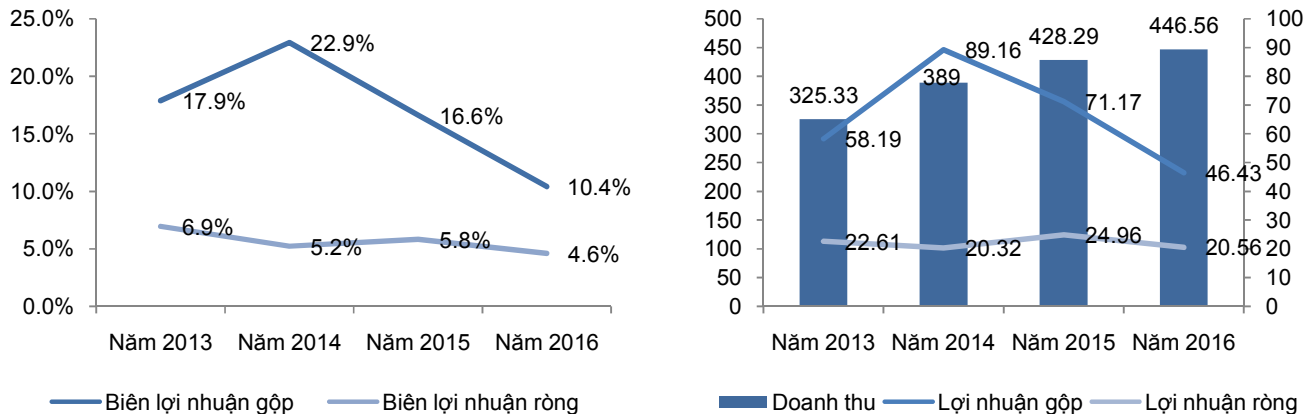


Nguồn: GTN

## 2. Phân tích tình hình kinh doanh

Trong năm 2016, Ladofoods tiếp tục ghi nhận những thay đổi tích cực với doanh thu tăng trưởng hơn 15% so với thực hiện năm 2015 đạt 446,56 tỷ đồng. Trong năm, Công ty tiếp tục ổn định sản xuất, đồng thời khánh thành nhà máy Vang Ladora Winery. Tuy nhiên, giá vốn hàng bán tăng mạnh khiến lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng năm 2016 đều sụt giảm. Lợi nhuận sau thuế năm 2016 đạt 20,56 tỷ đồng, tương đương EPS đạt 1.403 đồng/cp.

**Biểu đồ 11: Chỉ tiêu hoạt động kinh doanh giai đoạn 2013-2016 (tỷ đồng)**



Nguồn: GTN

### ■ Xây dựng Nhà máy Vang Ladora Winery là tiền đề giúp hoạt động kinh doanh tăng trưởng trong tương lai

Quy mô của Ladora Winery gồm có nhà làm vang nằm trên khuôn viên 6 hecta đặt tại Điểm công nghiệp Phát Chi - Thành phố Đà Lạt, tỉnh Lâm Đồng và vùng nho nguyên liệu chuẩn quốc tế rộng 20 hecta tại Ninh Sơn, tỉnh Ninh Thuận. Năm 2016, Ladora Winery tiến hành nâng cấp và khánh thành nhà máy mới nâng công suất lên 10 triệu lít/năm. Ngoài ra, Ladora Winery còn sở hữu quy trình sản xuất hiện đại theo chuẩn công nghệ làm vang hàng đầu tại châu Âu.

### ■ Triển vọng kinh doanh khả quan trong năm 2017

Trong 2017, Công ty sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động quảng bá sản phẩm để tiêu thụ sản phẩm. Đặc biệt là các sản phẩm mới cao cấp như dòng Chateau, Vivazz. Ngoài ra, Công ty cũng sẽ tiếp tục củng cố hệ thống phân phối cho kênh nhà hàng khách sạn là kênh chính của ngành bia rượu nhằm có doanh thu ổn định trong năm.

Năm 2017, Công ty đặt kế hoạch kinh doanh với doanh thu đạt 540 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 28 tỷ đồng tăng lần lượt 20,81% và 8,95% so với thực hiện năm 2016.

## II. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU GTN

### ■ Dự phóng kết quả kinh doanh trong giai đoạn từ 2017-2021

**Bảng 11: Dự phóng kết quả kinh doanh GTN**

| Đơn vị: Tỷ VND              | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>            | <b>4,033</b> | <b>4,445</b> | <b>4,963</b> | <b>5,399</b> | <b>5,873</b> |
| Vinatea                     | 397          | 461          | 526          | 525          | 525          |
| Vilico                      | 2,876        | 3,234        | 3,697        | 4,140        | 4,616        |
| Khác                        | 761          | 750          | 740          | 734          | 731          |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>        | <b>627</b>   | <b>734</b>   | <b>883</b>   | <b>1,022</b> | <b>1,180</b> |
| <b>EBIT</b>                 | <b>189</b>   | <b>225</b>   | <b>299</b>   | <b>388</b>   | <b>484</b>   |
| Doanh thu tài chính         | 66           | 55           | 62           | 76           | 99           |
| Chi phí tài chính           | 10           | 11           | 12           | 13           | 14           |
| Lợi nhuận từ công ty LK     | 14           | 19           | 27           | 31           | 36           |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>259</b>   | <b>289</b>   | <b>375</b>   | <b>482</b>   | <b>605</b>   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>   | <b>230</b>   | <b>251</b>   | <b>328</b>   | <b>380</b>   | <b>480</b>   |
| Lợi ích cổ thiểu số         | 164          | 174          | 211          | 239          | 297          |
| <b>Lợi nhuận công ty mẹ</b> | <b>67</b>    | <b>77</b>    | <b>116</b>   | <b>141</b>   | <b>182</b>   |
| EPS                         | 266          | 309          | 465          | 565          | 729          |

Với triển vọng kinh doanh khả quan từ các mảng hoạt động chính, chúng tôi dự phóng năm 2017 GTN đạt 4.033 tỷ đồng doanh thu và 230 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế lần lượt tăng 2,21 lần và 4,19 lần so với thực hiện năm 2016. Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 67 tỷ đồng tương đương EPS năm 2017 đạt 266 đồng/cp.

### ■ Định giá cổ phiếu GTN

#### Định giá tài sản của Vinatea

Hiện tại, Vinatea đang sở hữu một số các Bất động sản có vị trí tốt, diện tích lớn. **Tổng giá trị ước tính theo giá thị trường đạt hơn 560 tỷ đồng.**

**Bảng 12: Danh mục dự án bất động sản của Vinatea**

| Danh mục dự án Bất động sản                                 | Diện tích (m2) |
|-------------------------------------------------------------|----------------|
| 92, Võ Thị Sáu, Hà Nội                                      | 689,5          |
| Tầng Bạt Hổ, Hà nội                                         | 600            |
| Phùng Khoang                                                | 557,7          |
| 59 An Bình, Phường 6, Quận 5, Tp.HCM                        | 490            |
| Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3, Tp.HCM                           | 446,8          |
| <b>Tổng giá trị ước tính theo giá thị trường ( tỷ đồng)</b> | <b>563</b>     |

Vinatea đang sở hữu 3.530 ha diện tích đất nông nghiệp tại Yên Bái , Sông Cầu, Mộc Châu trong đó diện tích trồng chè là 1261 ha. Đây là lợi thế lớn của vinatea khi có quỹ đất nông nghiệp rộng lớn.

| Đất nông nghiệp | Yên bái | Sông Cầu | Mộc Châu |
|-----------------|---------|----------|----------|
| <b>3.530</b>    | 451     | 1.944    | 1.135    |

**Bảng 14: Định giá cổ phiếu GTN**

| Công ty            | Phương pháp       | Định giá | Sở hữu | Giá trị    |
|--------------------|-------------------|----------|--------|------------|
| Vilico             | DCF + Giá trị đất | 3.657    | 65%    | 2.377      |
| Vinatea            | DCF + Giá trị đất | 941      | 95%    | 894        |
| Ladofoods          | DCF               | 794      | 35%    | 278        |
| Nhựa miền trung    | BV                | 163      | 90%    | 147        |
| Tre Mộc Châu       | BV                | 304      | 96.70% | 294        |
| Forimex            | BV                | 109      | 35%    | 38         |
| Đầu tư khác        |                   |          |        | 250        |
| <b>Dư tiền mặt</b> |                   |          |        | <b>345</b> |

|                        |        |
|------------------------|--------|
| Tài sản khác           | 200    |
| Tổng cộng              | 4.779  |
| Số lượng cp (triệu cp) | 250    |
| Giá cổ phiếu (VNĐ/cp)  | 19.114 |

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là DCF, bookvalue để định giá cổ phiếu GTN. Giá hợp lý đối với cổ phiếu GTN là 19.100 đồng/cp, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ đối với cổ phiếu GTN tại vùng giá hiện tại.



**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

| BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH       |                 |                 |                 | CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH                     |        |        |        |
|----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------------------------------|--------|--------|--------|
| Đvt: Tỷ VNĐ                      | 2014            | 2015            | 2016            |                                         | 2014   | 2015   | 2016   |
| Doanh thu bán hàng và CCDV       | 635,70          | 2.109,30        | 1.822,40        | <b>Hệ số đánh giá thu nhập</b>          |        |        |        |
| Các khoản giảm trừ doanh thu     | 0,30            | 0,40            | 1,50            | EPS                                     | 1.271  | 767    | 106    |
| Doanh thu thuần                  | 635,50          | 2.108,90        | 1.820,90        | BVPS                                    | 11.693 | 13.334 | 11.284 |
| Giá vốn hàng bán                 | 581,90          | 2.045,90        | 1.743,40        | PE                                      | 10,07  | 22,75  | 260    |
| Lợi nhuận gộp                    | 53,60           | 63,00           | 77,50           | PB                                      | 1,09   | 1,25   | 1,47   |
| Doanh thu hoạt động tài chính    | 78,30           | 35,00           | 26,00           | PS                                      | 1,37   | 0,59   | 2,28   |
| Chi phí tài chính                | 4,20            | 15,90           | 24,60           | Tỷ suất cổ tức                          | 0      | 0      | 0      |
| Trong đó: Chi phí lãi vay        | 0,70            | 14,90           | 23,70           | <b>Hệ số khả năng sinh lời</b>          |        |        |        |
| Chi phí bán hàng                 | 4,60            | 8,80            | 19,50           | Tỷ suất lợi nhuận gộp biên              | 8,43   | 2,99   | 4,26   |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp     | 9,90            | 15,00           | 54,60           | Tỷ lệ lãi EBIT                          | 18,02  | 3,94   | 2,61   |
| Lợi nhuận thuần từ HĐKD          | 113,10          | 63,90           | 15,60           | Tỷ lệ lãi EBITDA                        | 21,18  | 4,97   | 4,22   |
| Thu nhập khác                    | 3,60            | 14,60           | 18,70           | Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu thuần   | 14,16  | 2,72   | 0,89   |
| Chi phí khác                     | 3,40            | 10,30           | 10,30           | ROE                                     | 11,51  | 6,13   | 0,84   |
| Lợi nhuận khác                   | 0,20            | 4,20            | 8,40            | ROA                                     | 9,16   | 3,45   | 0,60   |
| Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết | 0,50            | 0               | 0               | Tăng trưởng doanh thu thuần             | 416,66 | 231,87 | -13,66 |
| Lợi nhuận trước thuế             | 113,80          | 68,10           | 23,90           | Tăng trưởng lợi nhuận gộp               | 172,06 | 17,64  | 23,04  |
| Chi phí thuế TNDN hiện hành      | 23,80           | 10,70           | 5,50            | Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế        | 258,04 | -40,16 | -64,85 |
| Chi phí thuế TNDN hoãn lại       | 0               | 0               | 2,10            | Tăng trưởng LNST của CĐ công ty mẹ      | 268,04 | -36,50 | -70,93 |
| Lợi nhuận sau thuế               | 90,00           | 57,40           | 16,30           | <b>Hệ số khả năng thanh toán</b>        |        |        |        |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số     | 3,50            | 2,50            | 0,30            | Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt          | 0,05   | 0,48   | 2,19   |
| Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ    | 86,50           | 54,90           | 16,00           | Tỷ số thanh toán nhanh                  | 2,58   | 1,40   | 8,15   |
|                                  |                 |                 |                 | Tỷ số thanh toán nhanh                  | 0,28   | 0,56   | 2,30   |
|                                  |                 |                 |                 | Tỷ số thanh toán hiện hành              | 2,99   | 1,54   | 8,42   |
|                                  |                 |                 |                 | Khả năng thanh toán lãi vay             | 156,28 | 5,56   | 2,01   |
| <b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>          | <b>2014</b>     | <b>2015</b>     | <b>2016</b>     | <b>Hệ số về hiệu quả hoạt động</b>      |        |        |        |
| Tiền và tương đương tiền         | 644,50          | 1.339,40        | 2.349,90        | Vòng quay phải thu khách hàng           | 3,93   | 6,99   | 6,91   |
| Tiền và tương đương tiền         | 11,50           | 416,40          | 610,60          | Thời gian thu tiền khách hàng bình quân | 92,90  | 52,19  | 52,84  |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn        | 48,10           | 67,10           | 30,30           | Vòng quay hàng tồn kho                  | 8,20   | 19,32  | 17,55  |
| Các khoản phải thu               | 464,10          | 712,70          | 1.618,60        | Thời gian tồn kho bình quân             | 44,50  | 18,89  | 20,80  |
| Hàng tồn kho                     | 87,40           | 124,30          | 74,40           | Vòng quay phải trả nhà cung cấp         | 5,31   | 17,42  | 21,56  |
| Tài sản ngắn hạn khác            | 33,40           | 18,90           | 16,20           | Thời gian trả tiền khách hàng bình quân | 68,80  | 20,95  | 16,93  |
| <b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>           | <b>437,10</b>   | <b>761,60</b>   | <b>856,40</b>   | Vòng quay tài sản cố định               | 2,86   | 7,61   | 6,70   |
| Phải thu dài hạn                 | 0               | 36,90           | 40,00           | Vòng quay tổng tài sản                  | 0,67   | 1,33   | 0,69   |
| Tài sản cố định                  | 227,40          | 326,60          | 216,50          | Vòng quay vốn chủ sở hữu                | 0,85   | 2,35   | 0,95   |
| Bất động sản đầu tư              | 0               | 0               | 0               | <b>Hệ số về cơ cấu vốn</b>              |        |        |        |
| Đầu tư tài chính dài hạn         | 203,90          | 383,80          | 564,70          | Tăng trưởng tổng tài sản                | 34,09  | 94,24  | 52,61  |
| Lợi thế thương mại               | 0               | 5,60            | 2,50            | Tăng trưởng nợ dài hạn                  | 0      | 0      | -54,95 |
| Tài sản dài hạn khác             | 5,80            | 6,60            | 9,00            | Tăng trưởng nợ phải trả                 | 174,61 | 411,57 | -65,08 |
| <b>TỔNG TÀI SẢN</b>              | <b>1.081,60</b> | <b>2.101,00</b> | <b>3.206,40</b> | Tăng trưởng vốn chủ sở hữu              | 12,37  | 25,44  | 182,83 |
|                                  |                 |                 |                 | Tăng trưởng vốn điều lệ                 | 0      | 10,00  | 234,22 |
| <b>NỢ PHẢI TRẢ</b>               | <b>215,70</b>   | <b>1.103,60</b> | <b>385,30</b>   | Giá vốn hàng bán/Doanh thu thuần        | 91,57  | 97,01  | 95,74  |
| Nợ ngắn hạn                      | 215,70          | 867,80          | 279,10          | Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần        | 0,72   | 0,42   | 1,07   |
| Vay và nợ ngắn hạn               | 30,70           | 390,70          | 51,20           | Chi phí QLDN/Doanh thu thuần            | 1,56   | 0,71   | 3,00   |
| Phải trả người bán               | 154,40          | 80,40           | 81,30           |                                         |        |        |        |
| Người mua trả tiền trước         | 7,20            | 25,50           | 25,70           |                                         |        |        |        |
| Nợ dài hạn                       | 0               | 235,70          | 106,20          |                                         |        |        |        |
| Vay và nợ dài hạn                | 0               | 213,60          | 97,40           |                                         |        |        |        |
| <b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>            | <b>795,20</b>   | <b>997,40</b>   | <b>2.821,00</b> |                                         |        |        |        |
| Vốn đầu tư của CSH               | 680,00          | 748,00          | 2.500,00        |                                         |        |        |        |
| Thặng dư vốn cổ phần             | 0               | 0               | 245,00          |                                         |        |        |        |
| Cổ phiếu quỹ                     | 0               | 0               | 0               |                                         |        |        |        |
| Lãi chưa phân phối               | 115,20          | 102,00          | 21,20           |                                         |        |        |        |
| Vốn và quỹ khác                  | 0               | 0               | 4,50            |                                         |        |        |        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 70,80           | 0               | 0               |                                         |        |        |        |
| <b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>       | <b>1.081,60</b> | <b>2.101,00</b> | <b>3.206,40</b> |                                         |        |        |        |

**Liên hệ trung tâm nghiên cứu:**

**Chuyên viên phân tích: Phạm Văn Quỳnh**

Email: [Quynh.phamvan@mbs.com.vn](mailto:Quynh.phamvan@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                | $\geq 20\%$                                    |
| KHẢ QUAN           | Từ 10% đến 20%                                 |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG | Từ -10% đến +10%                               |
| KÉM KHẢ QUAN       | Từ -10% đến - 20%                              |
| BÁN                | $\leq -20\%$                                   |

#### **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)