



We Create Fortune

## Công ty cổ phần GTNfoods

## Báo cáo định giá lần đầu

### Khuyến nghị: NĂM GIỮ

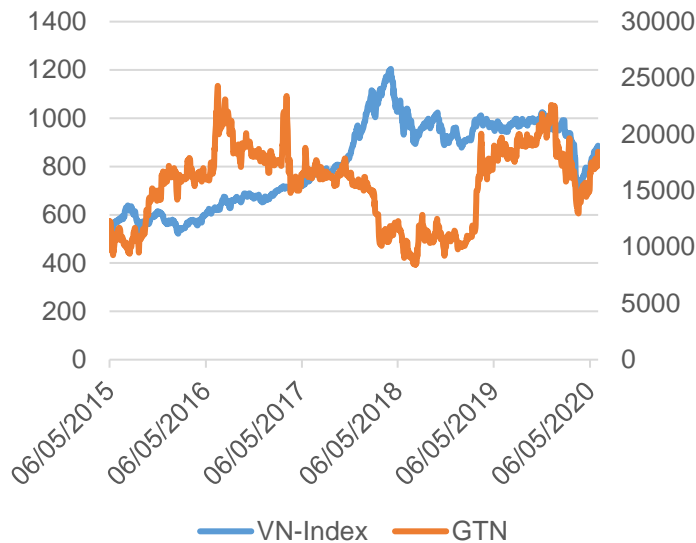
Giá đóng cửa (VND): 18,450

Giá mục tiêu (VND): 20,265

Sàn: HOSE - Ngành: Sản xuất thực phẩm

### DỮ LIỆU CỐ PHIẾU

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	58,971
SLCP lưu hành:	249,000,000
SLCP niêm yết:	250,000,000
Sở hữu nhà nước:	0%
Sở hữu nước ngoài:	0.35%
P/E (TTM):	N/A
P/B (TTM):	1.8x
ROE (%):	0.18%
ROA (%):	0.15%
Tỷ suất cổ tức:	0%



### Câu chuyện đầu tư hấp dẫn mới trong ngành FMCG

Chúng tôi công bố báo cáo định giá lần đầu dành cho Công ty cổ phần GTNfoods (GTN) với khuyến nghị NĂM GIỮ và tỷ suất sinh lời dự phóng 9.67%. GTN là một cơ hội đầu tư mới trong ngành FMCG. Với sự hậu thuẫn của Vinamilk – công ty sữa số 1 Việt Nam cùng với lợi thế sẵn có, GTN cùng với Mộc Châu Milk (MCM) sẽ có được sự “thay da đổi thịt” từ vùng nguyên liệu, hệ thống quản trị cho đến marketing, phân phối và bán hàng.

Các biện pháp mà Vinamilk áp dụng sẽ giúp MCM tăng trưởng doanh thu một cách vững chắc với tốc độ 7-10%/năm và tỷ suất lợi nhuận gộp của các sản phẩm của MCM sẽ tăng lên bằng với mức của các sản phẩm cùng loại của Vinamilk trong 3-5 năm tới.

MCM sẽ được hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển sang tiêu dùng các sản phẩm sữa cao cấp khi MCM có lợi thế là nguồn sữa tự nhiên có chất lượng cao.

### Rủi ro đối với dự phóng

Thay đổi trong thị hiếu tiêu dùng hướng đến các sản phẩm có nguồn gốc thực vật khiến tiêu thụ sữa bò bị ảnh hưởng.

Thay đổi trong sở hữu tại MCM khiến GTN không còn được hợp nhất MCM vào KQKD.

### Chuyên viên phân tích:

**Quách Đức Khánh**

+84 28 3622 6868 ext 3833

[khanh.quach@yuanta.com.vn](mailto:khanh.quach@yuanta.com.vn)

**Bloomberg code: YUTA**



We Create **Fortune**

## THÔNG TIN CƠ BẢN

Công ty Cổ phần GTNfoods được thành lập ngày 30/05/2011, với vốn điều lệ 80 tỷ đồng, chuyên hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực như sản xuất tre công nghiệp, xây dựng hạ tầng, khoáng sản, vật liệu xây dựng, nhựa, nông sản và thực phẩm. Từ năm 2013, GTN bắt đầu triển khai chiến lược M&A các doanh nghiệp thực phẩm với chuỗi giá trị nông nghiệp khép kín. Tháng 03/2015, GTNfoods nâng tỷ lệ sở hữu tại Ladofoods lên 35%. Tháng 12/2015, GTNfoods mua cổ phần của Vinatea với tỷ lệ sở hữu đạt 75% và sau đó nâng lên 95% vào quý 1/2016 nhưng đến cuối năm 2019 đã giảm về 20%. Tháng 01/2017, GTNfoods sở hữu 65% Vilico (UPCOM: VLC) qua đó hợp nhất Mộc Châu Milk (MCM) và trong cùng năm nâng sở hữu tại Vilico lên 73,72%. Hiện tại, tỷ lệ lợi ích của GTN tại MCM đang là 37.98%

Cuối năm 2019, Vinamilk (HOSE: VNM) đã sở hữu 75% cổ phần của Công ty và hoàn tất việc thu tóm GTN. ĐHCĐ của GTN đã bổ nhiệm bà Mai Kiều Liên làm Chủ tịch HĐQT, trước đó, ông Trịnh Quốc Dũng – Giám đốc điều hành Phát triển Vùng nguyên liệu của Vinamilk đã được bổ nhiệm làm Tổng giám đốc của GTN.

### **MCM – Trọng tâm trong chiến lược phát triển của GTN trong những năm tới**

Ban lãnh đạo mới khẳng định MCM sẽ là trọng tâm trong chiến lược phát triển của GTN trong giai đoạn sắp tới và MCM cũng có nhiều yếu tố thuận lợi để phát triển mạnh mẽ hơn nữa sau khi về với Vinamilk. Nông trường Mộc Châu của MCM có cao nguyên xanh mướt là nơi được thiên nhiên ưu đãi với đất đai màu mỡ, khí hậu quanh năm trong lành mát mẻ và là một trong những vùng đất hiếm hoi phù hợp cho việc phát triển đàn bò sữa tại Việt Nam.

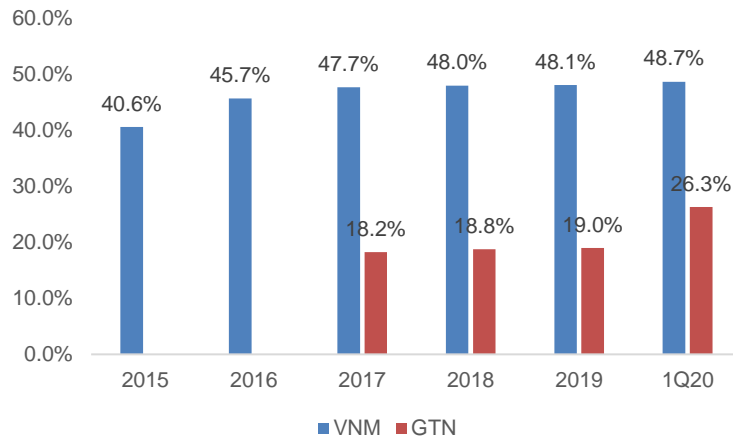
Hiện tại, MCM đang có đàn bò hơn 27,500 con, trong đó 3,000 con thuộc về công ty sở hữu và 24,500 con thông qua việc liên kết với hơn 600 hộ nông dân chăn nuôi bò sữa. Bên cạnh đó, MCM sở hữu 2 nhà máy sữa thanh trùng và sữa tiệt trùng với công suất 250 tấn sữa/ngày.

**Mục tiêu đưa biên lợi nhuận các sản phẩm sữa của GTN về bằng với mức của các sản phẩm cùng loại của VNM (chủ yếu là sữa tươi)** – Tại thời điểm cuối năm 2019, tỷ suất LNG của mảng sữa của GTN là 19% và sau khi chính thức trở thành công ty con của VNM, tỷ suất LNG của GTN đã có sự thay đổi rõ rệt khi tăng lên mức 30% trong quý 1/2020. Tuy nhiên những thay đổi bước đầu này chủ yếu đến từ việc hạch toán lại các khoản khuyến mại, hỗ trợ bán hàng từ giá vốn hàng bán sang chi phí bán hàng để thống nhất với cách thức hạch toán của VNM.



We Create Fortune

### Biên lợi nhuận gộp mảng sữa



Nguồn: YSVN

Trong giai đoạn 5 năm tới, chúng tôi cho rằng mảng sữa tươi của GTN có thể có được mức tỷ suất lợi nhuận gộp tương ứng với VNM (khoảng 40% theo ước tính của chúng tôi. Những biện pháp có thể được triển khai đó là:

- (1) Tăng số lượng đàn bò do Công ty sở hữu và cải thiện năng suất của đàn bò. Hiện tại MCM đang sở hữu đàn bò 3,000 con và VNM đang có kế hoạch xây dựng trang trại bò sữa mới tại Mộc Châu với số lượng lên tới 4,000 con. Sản lượng sữa trên mỗi con bò tại các trang trại Công ty tự phát triển thường tốt hơn so với của các hộ chăn nuôi, đồng nghĩa với chi phí trên mỗi lít sữa nguyên liệu sẽ giảm xuống.
- (2) VNM đang triển khai hệ thống ERP cho GTN và dự kiến sẽ hoàn tất trong năm 2020. Việc số hóa hệ thống của GTN sẽ giúp cải thiện hiệu quả quản trị của Công ty.
- (3) Tiết giảm chi phí quảng cáo, khuyến mãi nhờ tận dụng hệ thống phân phối lớn mạnh của VNM với hơn 250 nghìn điểm bán lẻ trên toàn quốc.

### Triển vọng tăng trưởng và dự phóng

Chúng tôi cho rằng GTN sẽ có những bước tăng trưởng tích cực sau khi về với Vinamilk. Với lợi thế là tập đoàn sữa số 1 Việt Nam, Vinamilk sẽ giúp MCM tận dụng một cách tốt nhất các lợi thế sẵn có của mình như (1) Điều kiện tự nhiên thích hợp để phát triển đàn bò, (2) Chất lượng sữa cao trong ngành (hàm lượng protein từ 3% và mỡ sữa từ 3.4% trở lên).

Bên cạnh đó, việc tận dụng kênh phân phối rộng khắp cả nước của Vinamilk sẽ giúp cho các sản phẩm của MCM thâm nhập các thị trường miền Trung và miền Nam và xa hơn nữa là các thị trường xuất khẩu, trong khi trước đây các sản phẩm của MCM chủ yếu được phân phối và tiêu thụ tại miền Bắc. Mạng lưới tiêu thụ rộng khắp và hiệu quả của Vinamilk cũng sẽ giúp MCM giải phóng hàng tồn kho nhanh chóng, điều mà trong quá khứ MCM gặp nhiều trở ngại khi Công ty ký các hợp đồng bao tiêu sữa đối với các hộ chăn nuôi và dẫn đến tình trạng ứ đọng hàng tồn kho tại một số thời điểm, dẫn đến phải giảm giá bán để giải phóng.

Chúng tôi dự phóng doanh thu của GTN sẽ tăng trưởng ở mức 7-10% trong giai đoạn 2021 – 2024 (bằng với mục tiêu mà VNM đặt ra), bên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp cũng sẽ cải thiện qua các năm



We Create **Fortune**

và về gần xấp xỉ 40% (tương đương với các sản phẩm cùng loại của Vinamilk). Riêng đối với năm 2020, chúng tôi dự báo doanh thu của GTN giảm nhẹ -2% YoY trong năm 2020 do không còn hợp nhất với Vinatea, phần doanh thu mất đi được bù đắp bởi mức tăng trưởng doanh thu 12.9% YoY của mảng sữa. Tỷ lệ SG&A trên doanh thu tăng lên mức 24%, tức mức 17% của năm 2019 do ảnh hưởng của việc thay đổi lại cách thức hạch toán chi phí khuyến mại, hỗ trợ bán hàng. Cuối cùng, LNST thuộc về công ty mẹ tăng mạnh lên mức 83.6 tỷ đồng, so với mức lỗ -66.3 tỷ đồng của năm 2019 và EPS tương ứng là 336 đồng.

(Tỷ VNĐ)	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	3,008	2,970	2,917	3,155
Tăng trưởng	-20.4%	-1.3%	-1.8%	8.2%
Lãi gộp	468	467	858	1,041
Biên lãi gộp	15.5%	15.7%	29.4%	33.0%
Thu nhập tài chính	105	84	79	69
Chi phí tài chính	-11	-21	0	0
Chi phí bán hàng và QLDN	-461	-509	-700	-789
Thu nhập ròng khác	6	9	7	7
LNTT	119	9	245	328
Lãi ròng	105	7	220	263
Tăng trưởng lãi ròng	-31.1%	-93.6%	3179.1%	19.4%
Biên lãi ròng	3.5%	0.2%	7.5%	8.3%
EPS (VNĐ)	18	-302	335	399

Nguồn: YSVN

### Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) kết hợp với PBR để tiến hành định giá cổ phiếu GTN với tỷ lệ DCF/PBR là 80/20. Chi tiết định giá như sau:

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF):			
Chi phí sử dụng vốn	11.70%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2,728,785
Chi phí lãi vay	11.00%	+Tiền và tương đương tiền	120,501
Thuế TNDN	20.00%	+Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,929,337
VCSH/(VCSH+Nợ vay)	100.00%	Tổng giá trị doanh nghiệp	4,778,623
<b>WACC</b>	<b>11.70%</b>	-Nợ vay	0
		-Lợi ích cổ đông thiểu số	1,064,411
		Giá trị VCSH	3,714,212
		SLCPĐLH	249,000,000
		Giá trị mỗi cổ phần	14,917
		<b>Giá mục tiêu 1 năm</b>	<b>16,662</b>

Nguồn: YSVN

Phương pháp so sánh P/B	
P/B trung bình ngành	3.32
Giá mục tiêu (VNĐ)	34,678

Nguồn: YSVN

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Thành phần
DCF	80%	13,329
P/B	20%	6,936
<b>Giá mục tiêu cuối cùng</b>		<b>20,265</b>

Nguồn: YSVN

**Chúng tôi dự phóng giá mục tiêu 1 năm của cổ phiếu GTN là 20,265 VNĐ/cp**, tương ứng với P/E dự phóng 2020 là 60.58x, chênh lệch giữa giá mục tiêu so với giá hiện tại của cổ phiếu là +9.67%.



We Create Fortune

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VNĐ	2019	2020F	2021F
<b>Bảng CĐKT</b>			
+ Tiền mặt	1,289	1,719	2,120
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	690	690	690
+ Phải thu ngắn hạn	102	101	109
+ Hàng tồn kho	297	244	251
+ Tài sản ngắn hạn khác	18	16	16
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2,397</b>	<b>2,770</b>	<b>3,186</b>
+ Phải thu dài hạn	0	0	0
+ TSCĐ	1,062	963	863
+ Tài sản đầu tư	0	0	0
+ Tài sản dở dang dài hạn	33	33	33
+ Đầu tư dài hạn	234	234	234
+ Tài sản dài hạn khác	332	289	247
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1,661</b>	<b>1,519</b>	<b>1,377</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4,058</b>	<b>4,288</b>	<b>4,564</b>
+ Nợ ngắn hạn	288	316	325
<i>Trong đó: Nợ ngắn hạn</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
+ Nợ dài hạn	181	149	153
<i>Trong đó: Nợ dài hạn</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>Tổng nợ</b>	<b>469</b>	<b>465</b>	<b>477</b>
+ Vốn góp	2,500	2,500	2,500
+ Thặng dư vốn cổ phần	245	245	245
+ Lợi nhuận chưa phân phối	-209	-125	-25
+ Vốn/quỹ khác	1,020	1,170	1,333
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,556</b>	<b>3,790</b>	<b>4,053</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>4,025</b>	<b>4,255</b>	<b>4,530</b>
<b>Dòng tiền</b>			
Dòng tiền từ HĐKD	43	416	401
Dòng tiền từ HĐĐT	79	0	0
Dòng tiền từ HĐTC	-105	14	0
<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>17</b>	<b>430</b>	<b>401</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	240	1,289	1,719
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>257</b>	<b>1,719</b>	<b>2,120</b>
<b>Chỉ số thanh khoản</b>			
Hệ số thanh toán hiện hành	8.32	8.76	9.81
Hệ số thanh toán nhanh	7.23	7.94	8.99
Chỉ số tiền mặt	6.87	7.62	8.65
Nợ ròng/EBITDA	-4.09	-4.37	-4.48
Chỉ số bao lãi	4.87		
Số ngày phải thu	8.9	3.8	3.7
Số ngày phải trả	12.7	13.5	16.4
Số ngày tồn kho	51.6	48.0	42.8
<b>Cấu trúc vốn</b>			
VCSH/TTS	0.88	0.89	0.89
Nợ/TTS	0.12	0.11	0.11
Nợ/VCSH	0.13	0.12	0.12
Nợ vay/VCSH	0.00	0.00	0.00
Nợ ngắn hạn/VCSH	0.00	0.00	0.00

Tỷ VNĐ	2019	2020F	2021F
<b>Báo cáo KQKD</b>			
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,970</b>	<b>2,917</b>	<b>3,155</b>
GVHB	-2,504	-2,059	-2,115
<b>Lãi gộp</b>	<b>467</b>	<b>858</b>	<b>1,041</b>
Thu nhập tài chính	84	79	69
Chi phí tài chính	-21	0	0
Thu nhập từ công ty liên kết	0	0	0
Chi phí bán hàng	-343	-583	-663
Chi phí quản lý	-166	-117	-126
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1</b>	<b>238</b>	<b>321</b>
Thu nhập ròng khác	9	7	7
LNTT	9	245	328
<b>LNST</b>	<b>7</b>	<b>220</b>	<b>263</b>
<b>LNST thuộc về CĐ Cty mẹ</b>	<b>-66</b>	<b>84</b>	<b>100</b>
Lợi ích của CĐ thiểu số	73	136	163
<b>Chỉ số tài chính</b>			
EPS cơ bản (VNĐ)	-302	335	399
GTSS/cp (VNĐ)	10,057	10,449	10,848
Cổ tức (VNĐ/cp)	0	0	0
EBIT	11	245	328
EBITDA	184	344	428
<b>Tăng trưởng</b>			
Doanh thu	-1.3%	-1.8%	8.2%
EBITDA	-35.0%	87.1%	24.4%
EBIT	-90.5%	2038.6%	34.3%
Lãi ròng	-93.6%	3179.1%	19.4%
VCSH	-5.5%	6.6%	6.9%
Vốn điều lệ	0.0%	0.0%	0.0%
Tổng tài sản	-14.2%	5.7%	6.4%
<b>Định giá</b>			
P/E	0.0	51.4	43.1
P/B	0.0	1.6	1.6
P/Doanh thu	0.0	1.5	1.4
Tỷ suất cổ tức		0.0%	0.0%
EV/EBITDA	-10.8	6.5	5.2
EV/Doanh thu	-0.7	0.8	0.7
<b>Chỉ số khác</b>			
Biên lãi gộp	15.7%	29.4%	33.0%
Biên LN từ HĐKD	-2.3%	5.4%	8.0%
Biên lãi ròng	0.2%	7.5%	8.3%
Chi phí bán hàng/DT thuần	11.6%	20.0%	21.0%
Chi phí quản lý/DT thuần	5.6%	4.0%	4.0%
ROE	0.2%	6.0%	6.7%
ROA	0.2%	5.3%	5.9%
ROIC	0.2%	6.0%	6.7%



We Create **Fortune**

## CÔNG TY TNHH CHỨNG KHOÁN YUANTA VIỆT NAM

### Phòng phân tích khối khách hàng cá nhân

**Nguyễn Thế Minh**

**Giám đốc Nghiên cứu Phân tích**

+84 28 3622 6868 ext 3826  
minh.nguyen@yuanta.com.vn

**Lý Thị Hiền**

**Trưởng phòng NC-PT**

+84 28 3622 6868 ext 3908  
hien.ly@yuanta.com.vn

**Quách Đức Khánh**

**Chuyên viên phân tích cao cấp**

+84 28 3622 6868 ext 3833  
khanh.quach@yuanta.com.vn

**Nguyễn Trịnh Ngọc Hồng**

**Chuyên viên phân tích**

+84 28 3622 6868 ext 3832  
hong.nguyen@yuanta.com.vn

**Phạm Tấn Phát**

**Chuyên viên phân tích cao cấp**

+84 28 3622 6868 ext 3880  
phat.pham@yuanta.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng cá nhân

**Nguyễn Thanh Tùng**

**Giám đốc Môi giới Hội Sở**

+84 28 3622 6868 ext 3609  
tung.nguyen@yuanta.com.vn

**Nguyễn Việt Quang**

**Giám đốc chi nhánh Hà Nội**

+84 28 3622 6868 ext 3404  
quang.nguyen@yuanta.com.vn

**Võ Thị Thu Thủy**

**Giám đốc chi nhánh Bình Dương**

+84 28 3622 6868 ext 3505  
thuy.vo@yuanta.com.vn

**Nguyễn Mạnh Hoạt**

**Giám đốc chi nhánh Chợ Lớn**

+84 28 3622 6868 ext 3847  
hoat.nguyen@yuanta.com.vn

**Bùi Quốc Phong**

**Giám đốc chi nhánh Đồng Nai**

+84 28 3622 6868 ext 3701  
phong.bui@yuanta.com.vn

**Chung Kim Hoa**

**Giám đốc Khối khách hàng người Hoa**

+84 28 3622 6868 ext 3828  
hoa.chung@yuanta.com.vn

**Đinh Thị Thu Cúc**

**Giám đốc chi nhánh Vũng Tàu**

+84 28 3622 6868 ext 3203  
cuc.dinh@yuanta.com.vn

**Võ Đình Tuấn**

**Giám đốc chi nhánh Đà Nẵng**

+84 28 3622 6868 ext 3301  
tuan.vo@yuanta.com.vn

**Nguyễn Đức Hoàn**

**Giám đốc trung tâm kinh doanh Nam Hà Nội**

+84 28 3622 6868 ext 3409  
hoan.nguyen@yuanta.com.vn



We Create Fortune

## Appendix A: Important Disclosures

### Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

### Ratings Definitions

**BUY:** We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

**HOLD-Outperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**HOLD-Underperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**SELL:** We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

**Under Review:** We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

**Restricted:** The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12-month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

### Global Disclaimer

© 2018 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be affected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written