

CÔNG TY CỔ PHẦN GTN (HSX: GTN)

Lợi nhuận cải thiện, cân đối tài sản thuần nhất nhờ hoạt động tái cấu trúc mạnh mẽ

Đinh Công Luyện

(+84) 978 877 784

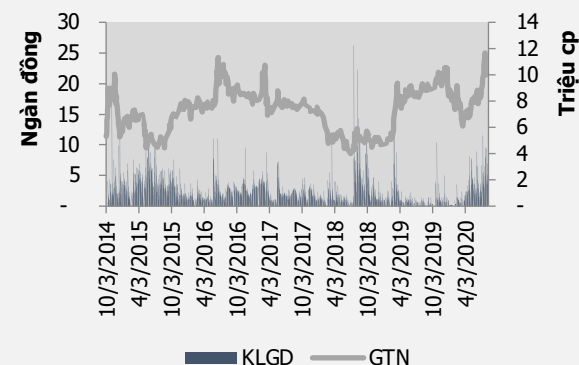
Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GTN tại mức giá mục tiêu 30.800đ đồng/cp (+31,8%) dựa vào những luận điểm sau:

- **Tập trung vào hoạt động kinh doanh chính mang lại cơ hội tăng trưởng cao.** Trong năm 2019, GTN lần lượt thoái vốn tại các công ty con GTNFarms, Cty Khai thác tài sản GTNfoods, Công ty Hàng tiêu dùng GTNfoods, giảm tỷ lệ sở hữu tại Vinatea xuống còn 20% nhằm tập trung nguồn lực cho mảng kinh doanh chính - sữa tươi Mộc Châu (MCM). Theo báo cáo Q2/2020, số dư tiền mặt vào khoảng 2.144 tỷ VND, một phần đến từ hoạt động tái cấu trúc mang lại.
- **Sự tham gia của VNM trong HĐQT của GTN.** Hiện tại, VNM đang sở hữu 75,3% cổ phần của MCM. Sự tham gia của VNM trong HĐQT của GTN giúp cải thiện khả năng quản lý và hiệu quả hoạt động của GTN. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp của MCM cải thiện từ mức 17,7% trong nửa đầu năm 2019 lên 28,9% trong nửa đầu năm 2020.
- **Phát hành cổ phiếu tăng vốn đầu tư vào hoạt động cốt lõi.** Trong năm 2020, MCM sẽ phát hành khoảng 43,2 triệu cổ phiếu mới với tổng số tiền thu về khoảng 1.249 tỷ VND, trong đó 29,5 triệu cổ phiếu sẽ bán cho GTN, 9,7 triệu cổ phiếu sẽ bán cho VNM. Điều này sẽ nâng tổng mức sở hữu của GTN tại Sữa Mộc Châu lên mức 51%. Số tiền thu về được dự kiến sẽ dùng cho việc mở rộng trang trại hiện tại lên thêm 2.000 con bò cũng như đầu tư thêm trang mới 200ha với 4.000 con bò.
- **Cơ hội xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc.** Đây là thị trường tiêu thụ sữa lớn thứ 2 thế giới, chỉ sau Mỹ. Tuy nhiên, hiện tại năng lực sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 80-85% nhu cầu. Trong năm 2019, Nghị định về xuất khẩu sữa sang Trung Quốc được ký kết. Hiện tại Việt nam có 5 nhãn hàng được cấp phép xuất khẩu sang Trung Quốc gồm Vinamilk, TH true Milk, Nutifood, Moc Chau Milk, và Hà Nội Milk.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
GTN (%)	+13,3%	+34,0%	+19,3%
VN Index (%)	-3,2%	+1,8%	-13,5%

Thông tin mã cổ phiếu (08/10/2020)

Giá hiện tại	23.450 VND
Giá mục tiêu	30.800 VND
Tăng/giảm	+31,8%
Bloomberg	GTN VN
Vốn hóa	5.789 tỷ VND 243 triệu USD
Biến động giá 52 tuần	13.000 VND – 25.000 VND
Giá trị giao dịch hàng ngày	16 tỷ VND 700 ngàn USD
Tỷ lệ sở hữu NN tối đa	100%
Tỷ lệ sở hữu NN hiện tại	1,23%

Đơn vị: Tỷ VND

	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	2.976	2.684	2.865	3.363
LN hoạt động	21	270	413	595
LNST	7	225	339	485
LNST của công ty mẹ	-66	115	173	247
EPS (VND)	-302	391	590	844
Tăng trưởng EPS (%)	-674%	-230%	51%	43%
P/E (x)	-77,6x	59,9x	39,7x	27,8x
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	1,6x	1,4x	1,3x	1,2x
ROE (%)	0,13%	4,22%	5,83%	7,62%
ROA (%)	0,17%	4,03%	5,73%	7,51%
Nợ/VCSH (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

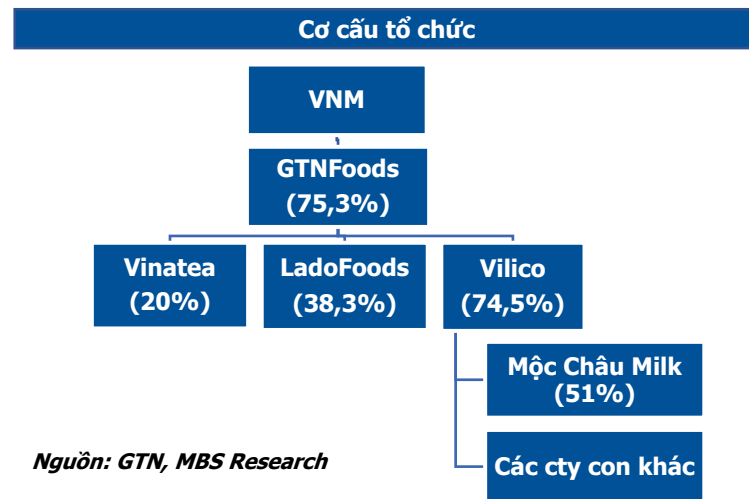
Nguồn: GTN, MBS Research

Tiềm năng tăng trưởng lớn đến từ việc sáp nhập với Vinamilk

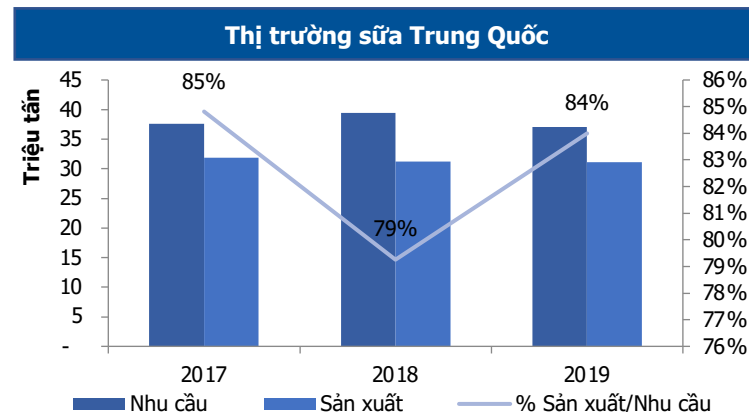
- Từ năm 2019, GTN liên tục thoái vốn tại các mảng kinh doanh không mang lại kết quả khả quan, tập trung nhân lực thúc đẩy tăng trưởng hoạt động kinh doanh của Sữa Mộc Châu. Hiện tại, doanh nghiệp duy trì mảng kinh doanh chính là các sản phẩm từ sữa, thoái vốn tại doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh chè (Vinatea), rượu vang (LadoFood)...Cùng với hoạt động tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu cho nhà đầu tư, GTN dự kiến thu về khoảng 1.249 tỷ đồng và tiến hành đầu tư mở rộng trang trại hiện tại lên thêm 2.000 con bò cũng như đầu tư thêm trang trại mới rộng 200ha, công suất chăn nuôi 4.000 con bò.
- Sau khi sáp nhập với Vinamilk, khả năng sinh lợi của Sữa Mộc Châu được cải thiện đáng kể trong nửa đầu năm 2020. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp của Sữa Mộc Châu tăng từ mức 17,7% trong nửa đầu năm 2019 lên mức 28,9% cùng kỳ 2020. Kết quả này đến từ việc cải thiện biên lợi nhuận của mảng sữa tươi từ mức 21% trong năm 2019 lên 32% trong nửa đầu 2020.
- Sữa tươi Mộc Châu là một trong những nhãn hàng sữa tiêu dùng nổi tiếng ở khu vực miền Bắc và miền Trung, đứng thứ 2 trong khu vực và chỉ sau Vinamilk. Công suất sản xuất hiện tại của Sữa Mộc Châu đạt 25 lit/con bò/ngày. Nhà máy hiện đã đạt 90% công suất, dự kiến sẽ được cải tiến và mở rộng nâng công suất. Với sự trợ giúp của Vinamilk, Mộc Châu Milk có tiềm năng mở rộng thị trường vào miền nam cũng như xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc.
- Bên cạnh mở rộng thị trường trong nước và quốc tế, chúng tôi kỳ vọng danh mục sản phẩm của Mộc Châu Milk sẽ được gia tăng cùng với các hoạt động mở rộng của Vinamilk (xâm nhập vào ngành cà phê, hợp tác với Kido).

Cơ hội xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc

Trung Quốc hiện tại là thị trường tiêu dùng sữa lớn thứ 2 thế giới, sau Mỹ. Tuy nhiên, cung nội địa chỉ đáp ứng được 80-85% nhu cầu trong nước. Trong năm 2019, sau 6 tháng trao đổi và thương lượng, Nghị định xuất khẩu sữa và hàng tiêu dùng sang Trung Quốc được ký kết, mở ra cơ hội cho các nhãn hàng Việt nam xuất sang thị trường 1,4 tỷ dân. Hạn ngạch xuất khẩu 25.000 tấn/năm của Mộc Châu cũng được dỡ bỏ, cho phép doanh nghiệp xuất khẩu không giới hạn. Hiện tại có 5 nhãn hàng được xuất khẩu sang Trung Quốc gồm: VNM, MCM, TH true Milk, Nutifood, và Hà Nội Milk.



Nguồn: GTN, MBS Research



Nguồn: USDA Agriculture Service

NPAT trong nửa đầu năm 2020 tăng 2,12 lần so với cùng kỳ 2019 nhờ doanh thu tài chính tăng và biên lợi nhuận gộp được cải thiện

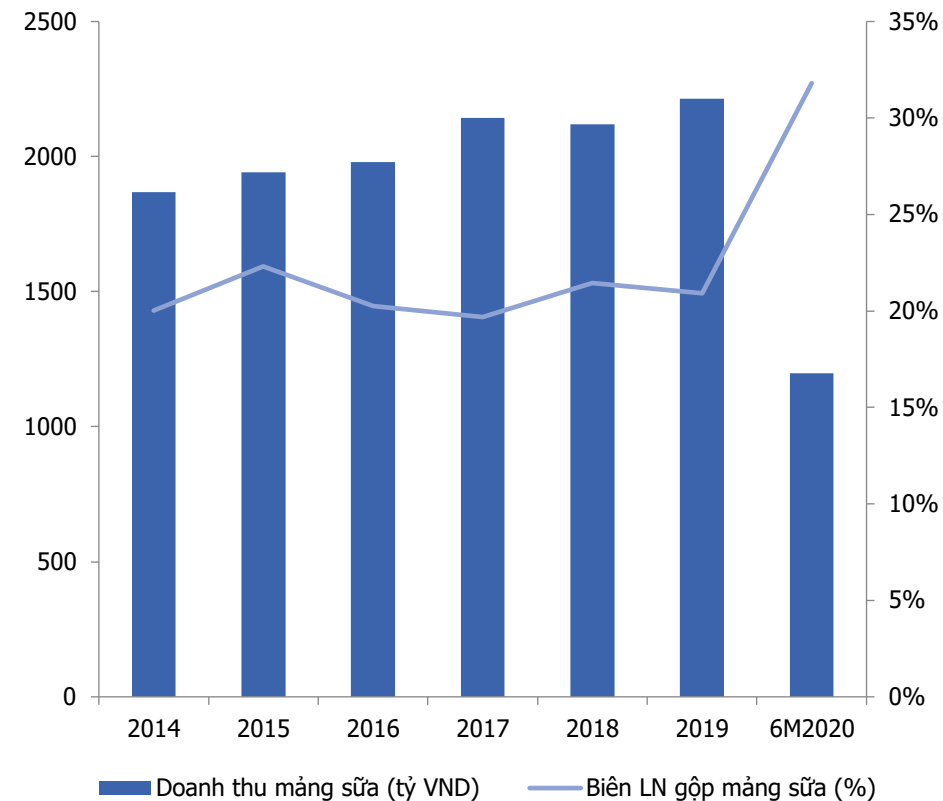
Tính đến cuối Q2/2020, GTN ghi nhận doanh thu 1.370 tỷ (-4,7% so với cùng kỳ). Nguyên nhân chủ yếu do việc giảm sở hữu tại Vinatea xuống còn 20% khiến doanh thu mảng chè không được hợp nhất trong báo cáo. Tính riêng mảng sữa, doanh thu mảng sữa tăng trưởng 7,3% so với cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận sau thuế đạt 88,5 tỷ, tăng hơn 110% so với cùng kỳ 2019, nhờ vào:

- Biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể từ mức 15,5% lên mức 24,6% nhờ giảm chi phí nguyên vật liệu đầu vào
- Doanh thu tài chính đạt 72 tỷ, do nắm giữ lượng lớn tiền mặt và không có vay nợ

Dự phóng và định giá

- Trong năm 2020, chúng tôi dự phóng NPAT của GTN đạt 199 tỷ, trong đó lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 101 tỷ, tăng mạnh so với năm 2019 dựa trên các giả định sau: (i) biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu giảm trung bình 17% so với năm trước, (ii) doanh thu tài chính tăng mạnh chủ yếu đến từ lãi tiền gửi gia tăng do công ty đang nắm một lượng tiền mặt lớn sau khi tiến hành tái cấu trúc và (iii) tăng tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu từ mức 17% lên mức 23% để thúc đẩy doanh thu
- Chúng tôi xác định giá mục tiêu của GTN ở mức 30.800 VND/cp bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF. Kết quả kinh doanh khả quan đến từ sự hỗ trợ của VNM trong việc thương lượng với nhà cung cấp để giảm giá thành nguyên vật liệu đầu vào, cải thiện biên lợi nhuận gộp và hướng tới hiệu suất của VNM và thúc đẩy doanh thu qua hệ thống phân phối của VNM.

Doanh thu và Lợi nhuận mảng sữa



Nguồn: GTN, MCM và VLC

Tiềm năng tăng trưởng ngành

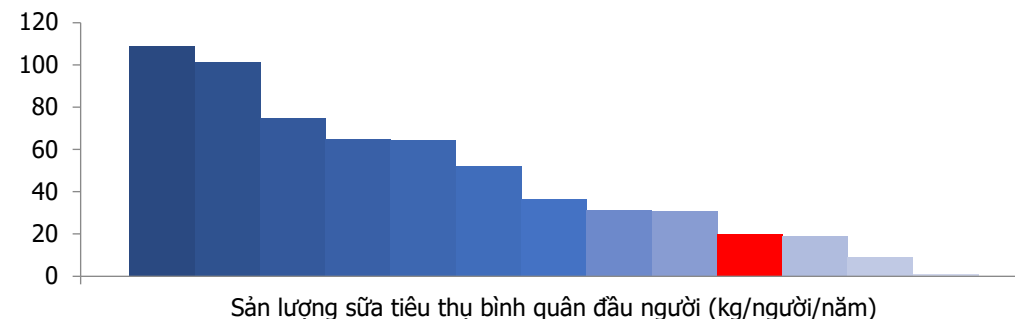
Câu

Tiêu dùng sữa bình quân đầu người của Việt Nam đạt 20 kg/người trong năm 2019, nằm trong nhóm trung bình thấp của thế giới và thấp hơn so với mức trung bình của châu Á (38kg/người/năm). Do đó, chúng tôi nhận định ngành sữa Việt nam còn nhiều tiềm năng tăng trưởng đến từ:

- Độ tuổi trung bình thấp với nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa giàu dinh dưỡng cao;
- Thu nhập bình quân đầu người tiếp tục tăng;
- Sản phẩm từ sữa có nhãn hiệu được sử dụng rộng rãi và chất lượng ngày càng tốt.

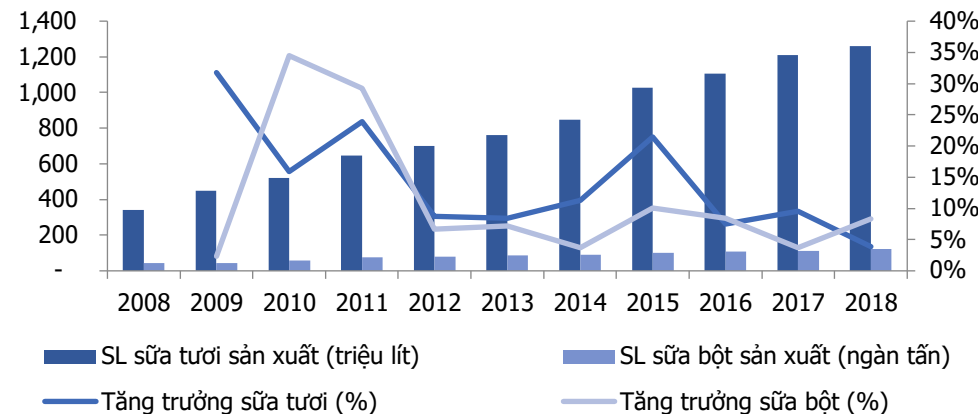
Cung

Sản lượng sản xuất sữa tươi và sữa bột đạt tỷ lệ tăng trưởng kép lần lượt 13% và 10% trong giai đoạn 2008-2018. Nhu cầu trong nước đạt 3,5 triệu lít sữa trong khi sản lượng sản xuất chỉ đáp ứng được khoảng 40% nhu cầu. Do đó, các nhà cung cấp trong nước tích cực gia tăng đàn bò và công suất sản xuất nhằm đáp ứng được nhu cầu. Trong năm 2019, đàn bò cả nước có quy mô khoảng 320.000 con bò trong đó VNM chiếm khoảng 40% với 130.000 con.



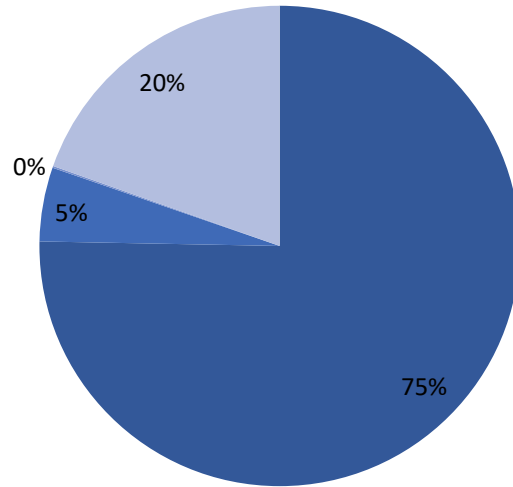
■ New Zealand ■ Úc ■ Canada ■ EU ■ Mỹ
 ■ Brazil ■ Argentina ■ Nhật Bản ■ Hàn Quốc ■ Việt Nam
 ■ Đài Loan ■ Trung Quốc ■ Philippines

Nguồn: FAS-USDA



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê

Cơ cấu cổ đông



- Vinamilk
- Nghiêm Văn Tùng
- Nguyễn Hồng Anh
- Khác

Nguồn: Sữa Mộc Châu

Sản phẩm Sữa Mộc Châu

Sữa tươi



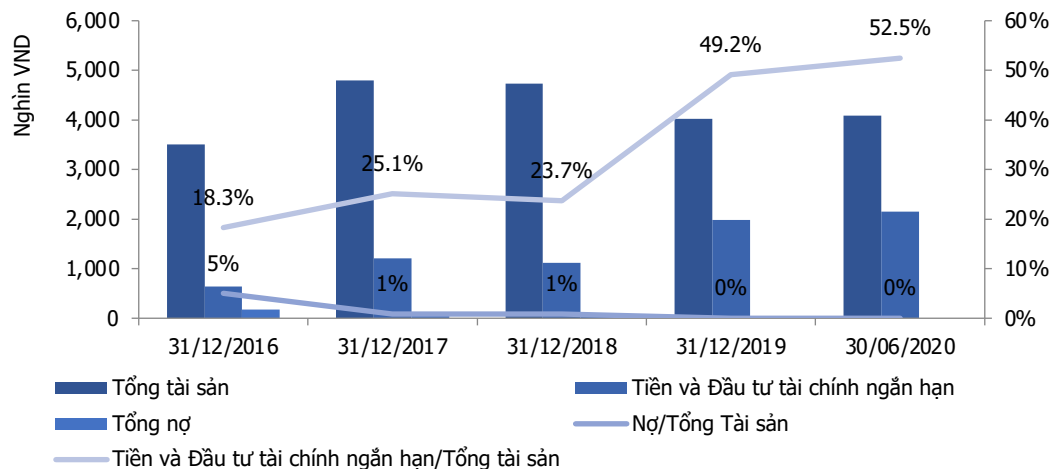
Sữa chua



Các sản phẩm khác từ sữa

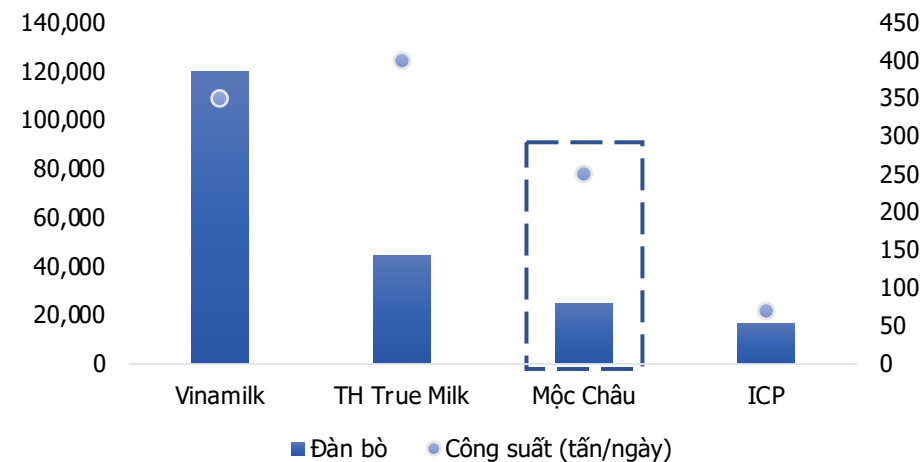


Bảng Cân Đối Kế Toán

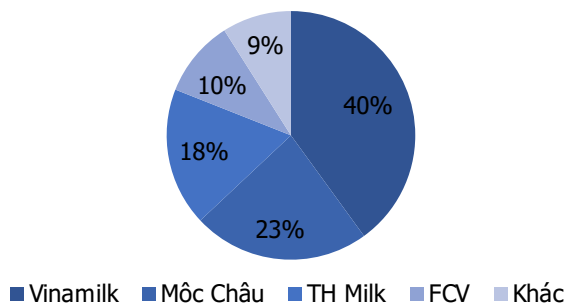


Nguồn: GTN

Quy mô đàn bò và công suất năm 2019



Thị phần sữa khu vực phía Bắc năm 2019



Sản lượng sữa khai thác (lít/con bò/ngày)



Nguồn: GTN, MBS Research

BÁO CÁO KQKD (Tỷ VND)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	2,976	2,684	2,865	3,363
Giá vốn hàng bán	(2,504)	(1,954)	(1,988)	(2,211)
Lợi nhuận gộp	467	730	876	1,153
Doanh thu tài chính	84	135	136	145
Chi phí tài chính	(21)	-	-	-
Chi phí bán hàng	(343)	(552)	(589)	(691)
Chi phí QLDN	(166)	(76)	(78)	(83)
Lợi nhuận trước thuế	9	248	356	535
Lợi nhuận sau thuế	7	199	285	428

Bảng CĐKT (Tỷ VND)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	2,363	3,027	3,311	3,600
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	1,289	462	493	579
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	690	1,838	2,043	2,112
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	102	336	358	420
IV. Hàng tồn kho	264	383	409	480
V. Tài sản ngắn hạn khác	18	7	7	7
Tài sản dài hạn	1,661	1,610	1,618	1,806
II. Tài sản cố định	1,062	1,097	1,151	1,385
1. Tài sản cố định hữu hình	478	443	418	571
2. Tài sản cố định vô hình	585	655	734	813
IV. Xây dựng cơ bản dở dang	33	-	-	-
V. Đầu tư tài chính dài hạn	234	227	227	227
VI. Tài sản dài hạn khác	332	286	240	194
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	4,025	4,637	4,929	5,405
Nợ phải trả	469	588	595	642
I. Nợ ngắn hạn	288	416	423	470
1. Phải trả ngắn hạn	288	416	423	470
II. Nợ dài hạn	181	172	172	172
1. Phải trả dài hạn	181	172	172	172
Vốn chủ sở hữu	3,556	4,050	4,335	4,763
1. Cổ phiếu thường	2,500	2,500	2,500	2,500
2. Lợi nhuận chưa phân phối	(209)	(107)	38	256
3. Vốn cổ phần khác	1,265	1,657	1,797	2,007
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	4,025	4,638	4,930	5,405

Tỷ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	-302	405	581	872
BVPS (VND)	14,224	16,199	17,340	19,050
P/E	-77.6x	57.9x	40.3x	26.9x
P/B	1.6x	1.4x	1.4x	1.2x
Khả năng sinh lợi				
Biên lợi nhuận gộp	16%	27%	31%	34%
Biên lợi nhuận EBITDA	15%	19%	23%	23%
Biên lợi nhuận ròng	7%	10%	13%	13%
ROE	0%	5%	6%	8%
ROA	0%	4%	6%	8%
Tỷ lệ tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-1%	-10%	7%	17%
Tăng trưởng LNTT	-92%	2631%	44%	50%
Tăng trưởng LNST	-94%	2858%	44%	50%
Tăng trưởng EPS	-674%	-234%	44%	50%
Tăng trưởng Tổng Tài sản	-15%	15%	6%	10%
Tăng trưởng VCSH	-6%	14%	7%	10%
Tỷ số thanh khoản và khả năng trả nợ				
Tỷ số thanh toán hiện hành	8.20	7.28	7.83	7.65
Tỷ số thanh toán nhanh	7.29	6.36	6.86	6.63
Nợ/Tổng Tài sản	0%	0%	0%	0%
Nợ/VCSH	0%	0%	0%	0%
Tỷ số hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	41.02	29.46	29.46	29.46
Số ngày thu tiền bình quân	9	12	12	12
Vòng quay HTK	7.08	8.07	8.07	8.07
Số ngày tồn kho bình quân	52	45	45	45
Vòng quay khoản phải trả	27.53	28.02	28.02	28.02
Số ngày trả tiền bình quân	13	13	13	13

CONTACT: Equity Research

Trưởng nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Trương Thùy Dương

(Duong.TruongThuy@mbs.com.vn -Tel 0942434432)

Dầu khí, Khu Công Nghiệp

Chu Thế Huỳnh

(Huynh.ChuThe@mbs.com.vn- Tel: 0919336595)

Vật liệu xây dựng, bất động sản

Nguyễn Bảo Trung

(Trung.NguyenBao@mbs.com.vn-Tel: 0988739505)

Gas và Năng Lượng

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc

(Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn- Tel: 0774701272)

Nhựa, Hàng tiêu dùng

Đinh Công Luyện

(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn- Tel: 0978877784)

Ngân hàng, Logistics

Lê Khánh Tùng

(Tung.LeKhanh@mbs.com.vn - Tel: 0335699989)

Hàng tiêu dùng, Công Nghệ, Bán lẻ

Phạm Việt Duy

(Duy.PhamViet@mbs.com.vn- Tel: 0986696617)

Phạm Thu Yến

(Yen.PhamThu@mbs.com.vn - Tel: 0376965910)

Đệt may

Phạm Thị Phương Anh

(Anh1.PhamThiPhuong@mbs.com.vn - Tel: 0886721196)

KHUYẾN NGHỊ: Khuyến nghị giữa trên chênh lệch giữa mức giá mục tiêu 12 tháng và mức giá hiện tại:

Khuyến nghị	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

TRỤ SỞ CHÍNH

Tòa nhà, 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600

Website: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2020 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.