

Hàng tiêu dùng

Báo cáo lần đầu

Tháng 7, 2018

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **11.300**

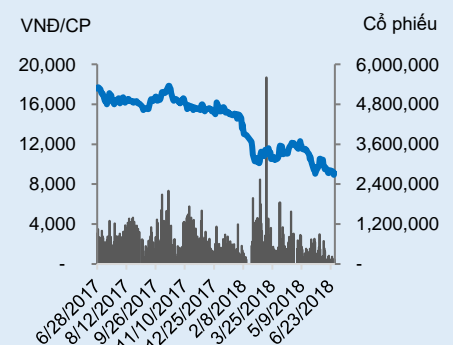
Giá thị trường (29/6/2018) 9.100

Lợi nhuận kỳ vọng +24%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	8.930-17.850
Vốn hóa	2.275 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	250.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	142.257
% sở hữu nước ngoài	42,18%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
GTN	-41,7%	-6,5%	-16,1%	-43,8%
VN-Index	-3,5%	-5,2%	-19,4%	-2,4%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 8) 3914.6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần GTNfoods

Mã giao dịch: GTN

Reuters: GTN.HM

Bloomberg: GTN VN

Sở hữu nhiều tài sản hấp dẫn sẵn sàng tạo thêm giá trị.

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với GTN và đề ra mức giá mục tiêu **11.300 đồng/cp** cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Chúng tôi muốn nhấn mạnh một số điểm nhấn đầu tư chính như sau:

- ❖ BVSC đánh giá cao chiến lược chuyển hướng tập trung vào nông nghiệp và hàng tiêu dùng có thương hiệu tại Việt Nam. Đây là những ngành còn dư địa tăng trưởng rất lớn xét trên quy mô dân số lớn thứ 14 thế giới, dân số trẻ và thu nhập bình quân ngày càng tăng khiến cho đời sống và nhu cầu tiêu thụ thực phẩm trở nên đa dạng, có chiều sâu và chất lượng được quan tâm hơn bao giờ hết.
- ❖ Vinatea là doanh nghiệp chè lớn nhất Việt Nam, sở hữu diện tích đất nông nghiệp trồng chè rộng lớn. Chúng tôi cho rằng những nỗ lực của GTN trong việc cải thiện chất lượng chè xuất khẩu của Vinatea và song song đó phát triển thị trường nội địa sẽ giúp Vinatea tăng trưởng bình quân 20% về lợi nhuận trong giai đoạn 2018 – 2023.
- ❖ Sữa Mộc Châu là tài sản giá trị nhất của GTN và là thương hiệu sữa rất quen thuộc với người tiêu dùng ở miền Bắc. Việc đạt được gần 5% thị phần sữa uống trong khi chưa đầu tư đáng kể cho hệ thống phân phối và thương hiệu chứng tỏ được dư địa phát triển của Sữa Mộc Châu nếu được tái cơ cấu một cách bài bản – đây là điều mà GTN đang nỗ lực làm.
- ❖ Dự báo lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi tăng trưởng 48% so với tổng lợi nhuận năm 2017 và tăng ở mức bình quân 13%/năm trong giai đoạn 2018 – 2023.
- ❖ Việc thanh lý các công ty con, con ty liên kết trái ngành có thể mang lại thêm 110 tỷ đồng lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ trong năm 2018. Qua đó tổng lợi nhuận năm nay có thể tăng đến 319% yoy.
- ❖ Lượng tiền mặt thu về từ thanh lý tài sản có thể được dùng để tăng thêm sở hữu tại Vilico và trả cổ tức, qua đó cải thiện giá trị của cổ phiếu GTN.

Công ty Cổ phần GTNfoods (HSX: GTN)

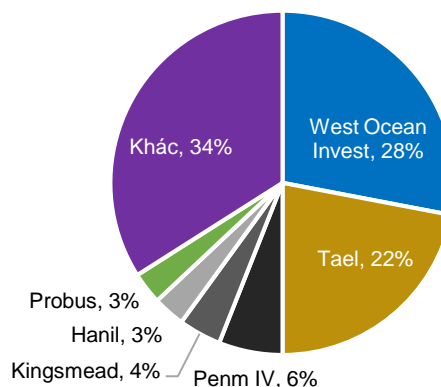
A. Tổng quan về doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành

- GTNfoods tiền thân là CTCP Đầu tư và Sản xuất Thống Nhất được thành lập từ năm 2011 thông qua việc tăng vốn điều lệ và góp vốn tại các công ty nhựa, khoáng sản, tre công nghiệp, v.v
- Năm 2015, GTN thay đổi định hướng chiến lược, tập trung vào mảng hàng tiêu dùng và nông nghiệp, đẩy mạnh hoạt động M&A và tập trung vào việc mua lại các doanh nghiệp Nhà nước có nhiều tài sản đất đai nông nghiệp và thương hiệu còn tiềm năng phát triển. GTN đã tiến hành phát hành riêng lẻ 2 đợt vào tháng 1 và tháng 11 năm 2016 với tổng khối lượng phát hành lên đến 175,2 triệu cổ phiếu. Qua đó cơ cấu sở hữu của GTN có nhiều thay đổi đáng kể với sự tham gia của nhiều quỹ đầu tư như Tael, PEMN IV, Kingsmead, v.v
- Đến cuối 2017, GTN đã nắm 35% Công ty Thực phẩm Lâm Đồng (Ladofoods), 95% Tổng công ty Chè Việt Nam (Vinatea) và 73,72% Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam (Vilico) – qua đó nắm giữ gián tiếp 37,6% Công ty Cổ phần Sữa Mộc Châu. Đây sẽ là những mảng kinh doanh chính của GTN trong tương lai; các doanh nghiệp còn lại sẽ nằm trong định hướng thoái vốn của công ty.

2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của GTN cuối 2017



Nguồn: BCTN GTN 2017

3. Ban điều hành

Mr. Tạ Văn Quyền – Chủ tịch HĐQT GTNfoods: Có nhiều kinh nghiệm và thành công trong quản lý – điều hành các công ty tiêu dùng, nông nghiệp và quản lý tái cấu trúc.

Mr. Nghiêm Văn Thắng – Phó chủ tịch HĐQT GTNfoods: Quản lý việc mua lại các công ty Nhà nước và tái cấu trúc. Có kinh nghiệm chuyên sâu về nông nghiệp và thực phẩm.

Dr. Michael Rosen – Thành viên HĐQT & CEO: Có kinh nghiệm về Ngân hàng đầu tư và quản lý điều hành lĩnh vực nông nghiệp và thực phẩm. Có kinh nghiệm chuyên sâu về huy động vốn.

Mr. Lars Kjaer – Thành viên HĐQT: Có kinh nghiệm chuyên sâu về thị trường mới nổi, hoạch định chiến lược, vận hành, tái cấu trúc và sáp nhập.

Mr. La Mạnh Tiến – Thành viên HĐQT: Có 15 năm kinh nghiệm về quản lý và phát triển dự án, tái cấu trúc các doanh nghiệp Việt Nam.

Ms. Chew Mei Ying – Thành viên HĐQT: Có 18 năm kinh nghiệm tài chính, kế toán và ngân hàng đầu tư; Giám đốc của tập đoàn Tael Partner.

Mr. Nguyễn Hồng Anh – Thành viên HĐQT: Chuyên gia 20 năm kinh nghiệm trong mảng nông nghiệp; Giám đốc trung tâm khuyến nông Hà Nội.

Mr. Lại Cao Lê – Chủ tịch Vinatea: 18 năm kinh nghiệm trong nghiên cứu cơ khí và giảng dạy; 25 năm kinh nghiệm trong quản lý sản xuất bao gồm năng lượng, cơ khí và sản phẩm nông nghiệp.

Mr. Trần Công Chiến – CEO của Mộc Châu Milk: Có kinh nghiệm chuyên sâu về sản xuất sữa, là người tiên phong trong lĩnh vực sản xuất sữa công nghiệp tại Việt Nam.

Mr. Lê Hải Châu – Phó Tổng Giám Đốc Trà Phú Đa: 14 năm kinh nghiệm về quản lý công nghệ, kỹ thuật.

Mr. Nguyễn Văn Minh – Giám đốc Tài chính GTNfoods: 13 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực kiểm toán, tư vấn tài chính cho các công ty niêm yết. Từng là Trưởng khối Kiểm soát nội bộ tại Vinamilk.

B. Các mảng kinh doanh chính của GTNfoods

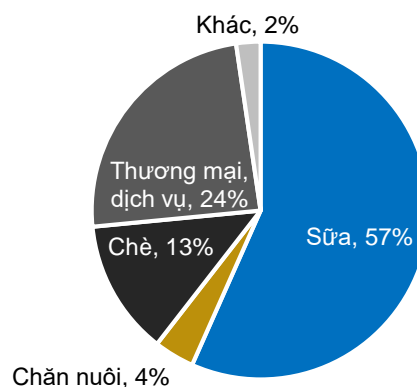


Nguồn: BCTC GTN 2017

- Sau khi tái cơ cấu, hoạt động kinh doanh chính của GTNfoods bao gồm: (i) Sản xuất và chế biến chè thông qua Vinatea; (ii) Sản xuất và kinh doanh Sữa bò thông qua Sữa Mộc Châu là công ty con của Vilico; (iii) Sản xuất rượu, nước giải khát và xuất khẩu điều thông qua Ladofoods là công ty liên kết.

- Năm 2017, Sữa là mảng đóng góp chính về doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 57% và trên 90%. Chè đóng góp 13% doanh thu nhưng chưa đóng góp về lợi nhuận do phải xử lý tồn kho cũ từ thời kỳ trước cổ phần hoá. Thương mại và dịch vụ đóng góp tỷ trọng doanh thu khá lớn lên đến 24%, tuy nhiên đây là các hoạt động không cốt lõi và nằm trong định hướng thoái vốn của GTNfoods từ năm 2018 trở đi.

Cơ cấu doanh thu GTNfoods trong năm 2017



Nguồn: BCTC GTN 2017

1. Tổng công ty Chè Việt Nam (Vinatea): Nâng tầm giá trị chè xuất khẩu Việt Nam

Lịch sử hình thành: Tổng công ty Chè Việt Nam được thành lập trên cơ sở tổ chức lại Liên hiệp các xí nghiệp công – nông nghiệp chè Việt Nam năm 1995. Năm 2010 Vinatea chuyển thành công ty TNHH MTV do Nhà Nước sở hữu và tiến hành cổ phần hoá vào năm 2015.

Cơ cấu cổ đông: Hiện GTN đang nắm 95% Vinatea, còn lại là các cổ đông nhỏ khác.

Ngành nghề kinh doanh chính: Trồng, sản xuất, chế biến và kinh doanh các loại chè.

Thị trường xuất khẩu chè của Việt Nam nói chung còn nhiều triển vọng. Với tổng diện tích 124.000 hecta và sản lượng hơn 500.000 tấn chè khô/năm, Việt Nam đang là nước xuất khẩu chè lớn thứ 5 trên thế giới (sau Kenya, Sri Lanka, Trung Quốc và Ấn Độ). Tuy nhiên, do chất lượng chè nguyên liệu còn thấp, giá chè xuất khẩu bình quân của Việt Nam chỉ mới đạt 1,6 USD/kg, thấp hơn nhiều so với mức bình quân 2,8 USD/kg của thế giới. Ước tính giá trị thị trường chè toàn cầu đạt 24,3 tỷ USD vào năm 2016 và dự báo duy trì tốc độ tăng trưởng bình quân 5%/năm trong giai đoạn 2017 – 2025, đạt 37,5 tỷ USD vào năm 2025. Như vậy xét trên dư địa cải thiện giá bình quân và tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ chè thế giới nói chung, xuất khẩu chè của Việt Nam vẫn còn nhiều cơ hội để phát triển xa hơn.

Vinatea là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất ngành chè Việt Nam. Vinatea sở hữu diện tích trồng trà lên đến 4.700 hecta đạt tiêu chuẩn VietGap và Rainforest Alliance, tọa lạc tại Mộc Châu, Thanh Sơn – Phú Thọ và một số vùng khác ở phía Bắc. Các đồi chè của Vinatea được quản lý chặt chẽ và tận dụng tối đa cơ giới hoá, đạt tỷ lệ sử dụng máy móc 70% cho công đoạn làm đất, diệt cỏ và 100% cho các công đoạn cắt và thu hoạch (ngoại trừ các loại trà cao cấp cần phải hái và chọn lọc bằng tay). Vùng nguyên liệu cung cấp cho Vinatea hơn 10.000 tấn trà mỗi năm để chế biến xuất khẩu và bán nội địa.

Thông số	Phú Đa	Thái Nguyên	Mộc Châu	Yên Bái
Diện tích (ha)	2.000	377	1.138	452
Đồi trà (ha)	1.400	374	668	330
Loại trà sản phẩm	Black	Black	Oolong	Black
	Green	Green	Green	Green
Tuổi (năm)	30	45	57	44
Năng suất (tấn/ha)	15	9	25	9
Sản lượng (tấn/năm)	5.250	1.000	3.750	1.000

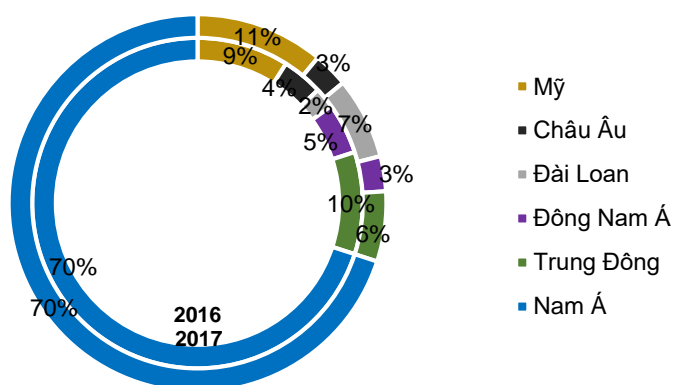
Nguồn: GTN

Mục tiêu cải thiện chất lượng và nâng cao giá trị chè Việt Nam xuất khẩu. Nhờ quản lý nông nghiệp tập trung và chặt chẽ hơn trong các vấn đề canh tác, chăm sóc và thu hoạch, chất lượng chè cao giúp giá xuất khẩu bình quân của Vinatea hiện đạt 2 USD/kg. Trong thời gian tới, Vinatea tiếp tục phấn đấu cải thiện giá trị đầu ra của mình bằng 3 nhóm giải pháp pháp chính như sau:

- ❖ Kiểm soát nông nghiệp tập trung: thành lập bộ phận mua bán, kiểm soát và thu mua, đào tạo nông dân, kiểm soát về phân bón và thuốc trừ sâu, kiểm soát thu hoạch chặt chẽ và áp dụng kỹ thuật nông nghiệp theo tiêu chuẩn quốc tế.
- ❖ Xuất khẩu thị trường chất lượng cao: đảm bảo đạt yêu cầu về như lượng thuốc bảo vệ thực vật, lấy chứng nhận quốc tế như Rainforest Alliance và Fair Trade, ký hợp đồng dài hạn với các thị trường khó tính nhưng có giá trị cao như Mỹ, Eu, v.v
- ❖ Nâng cấp sản phẩm: sản xuất các loại trà đóng gói và đóng hộp chất lượng cao, sắp tới còn có thêm bột trà xanh cho công nghiệp, gia công trà OEM, trà RTD, v.v

Hiện sản phẩm của Vinatea đã được xuất khẩu đi rất nhiều thị trường trên thế giới, trong đó có một số thị trường mới như Nhật Bản, Anh, Mỹ và Thụy Điển. Các sản phẩm được ưa chuộng cao gồm chè đen, chè Oolong, Pouchung, chè Gunpowder, chè xanh, v.v. **Hiện chè nguyên liệu xuất khẩu đang chiếm gần 94% doanh thu của Vinatea.**

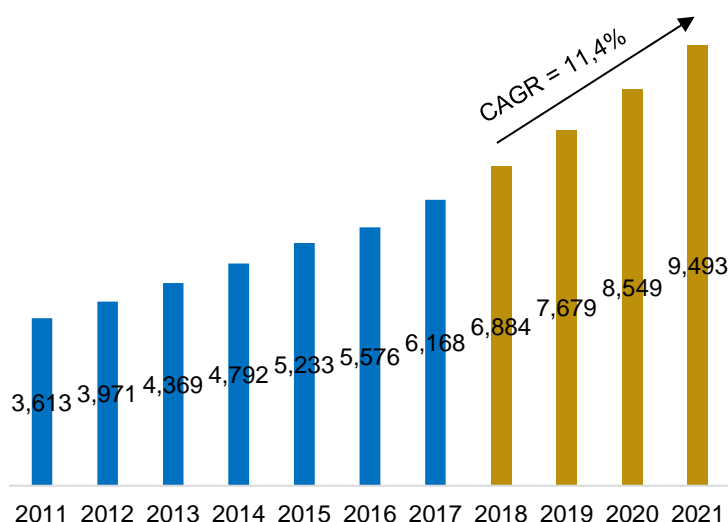
Thị trường xuất khẩu của Vinatea



Nguồn: GTN

Tấn công vào thị trường chè nội địa đầy tiềm năng. Theo thống kê của Euromonitor, quy mô thị trường chè nội địa đạt 6.168 tỷ đồng vào năm 2017 và dự báo tăng bình quân 11,4% trong giai đoạn 2017-2021. Về Vinatea, sản phẩm chè có thương hiệu nội địa chỉ mới được giới thiệu ra thị trường kể từ khi GTN tiếp quản công ty trong năm 2016. Các sản phẩm được đóng gói trong các bao bì khá thu hút người mua và được phân phối trên hơn 400.000 điểm bán hàng trên toàn quốc với các dòng tiêu biểu như Trà gừng, Trà hoa cúc mật ong, Trà ngũ ngon và Trà hoa nhài, v.v. Trong năm 2017, doanh thu thu chè có thương hiệu của Vinatea vẫn còn khá khiêm tốn, chỉ mới đạt hơn 25 tỷ đồng, chiếm 5% tổng doanh thu. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu chè có thương hiệu sẽ đóng góp khoảng 20% tổng doanh thu của Vinatea trong 5 năm tới (xem thêm phần triển vọng bên dưới).

Tiêu thụ chè tại Việt Nam (Đvt: tỷ đồng)



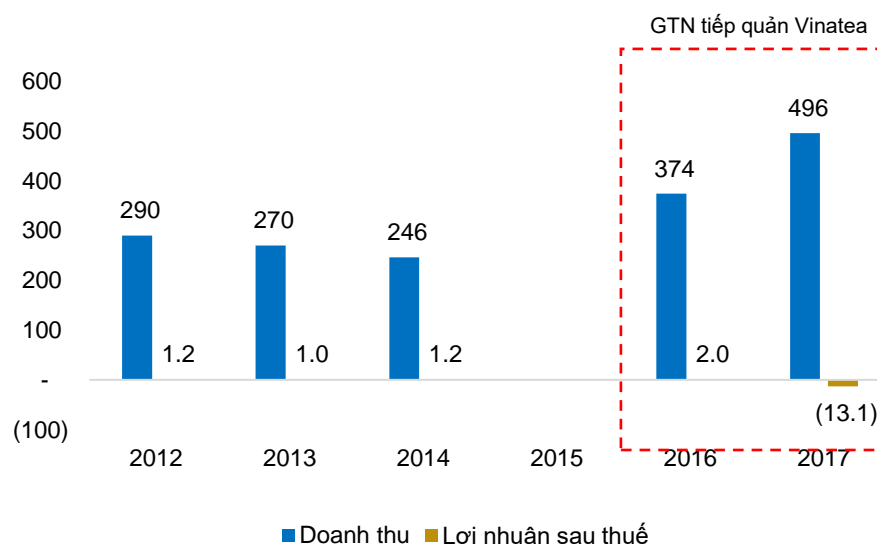
Một số sản phẩm của Vinatea



Nguồn: Euromonitor, BVSC tổng hợp

Những tồn đọng tại Vinatea đã được GTN giải quyết xong. Sau khi tham gia, GTN đã có những nỗ lực không những trong việc cải thiện chất lượng chè của Vinatea mà còn giúp công ty củng cố các thị trường xuất khẩu sẵn có và mở rộng sang các thị trường mới. Qua đó, doanh thu của Vinatea trong năm 2017 đã tăng gần gấp đôi so với trước thời điểm cổ phần hoá. Tuy nhiên, do phải xử lý tồn kho chè cũ đã xuống cấp chất lượng còn tồn đọng lại từ những năm trước, cộng với việc phát sinh lỗ từ việc giới thiệu sản phẩm chè có thương hiệu trong nước, hiệu quả về lợi nhuận của Vinatea vẫn chưa thực sự được thể hiện. Vinatea ghi nhận mức lỗ sau thuế hơn 13 tỷ đồng trong năm 2017.

Diễn biến kinh doanh của Vinatea (Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: BCTN GTN, Báo cáo bạch Vinatea

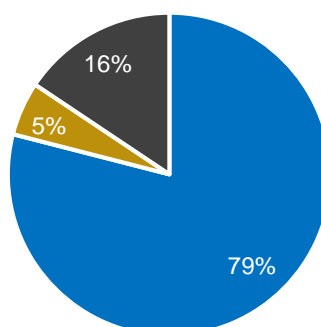
2. VILICO: Nắm giữ 51% Sữa Mộc Châu – Tài sản giá trị nhất của GTN

Lịch sử hình thành: Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam được thành lập vào năm 1996 và chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ tháng 7/2013. Từ 2015, Vilico triển khai thực hiện phương án thoái vốn nhà nước tại Tổng công ty và đến tháng 6/2016, số vốn Nhà nước đại diện bởi Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn đã được thoái toàn bộ.

Cơ cấu cổ đông: Hiện GTN là cổ đông lớn nhất của Vilico sở hữu 73,72% còn lại là các cổ đông nhỏ khác. GTN vẫn định hướng tăng sở hữu tại Vilico.

Ngành nghề kinh doanh chính: Chăn nuôi giống gia súc, kinh doanh vật tư thú y chăn nuôi và sản xuất – chế biến sữa. Năm 2017 thông qua Sữa Mộc Châu thì doanh thu Sữa chiếm 79% tổng doanh thu hợp nhất của VLC trong khi doanh thu Chăn nuôi chỉ chiếm 5% và phần còn lại được đóng góp bởi các hoạt động thương mại và dịch vụ.

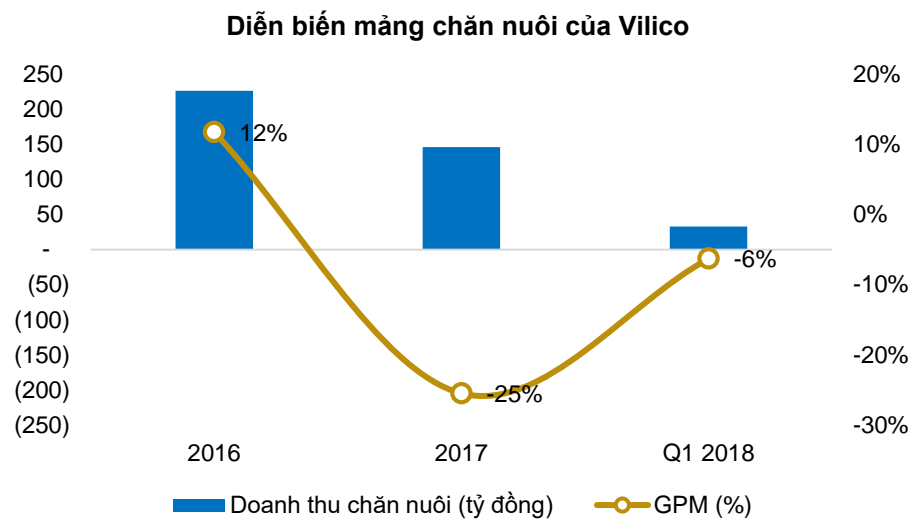
Cơ cấu doanh thu VLC năm 2017



■ Doanh thu sữa ■ Doanh thu chăn nuôi ■ Doanh thu thương mại, dịch vụ

Nguồn: BCTC VLC

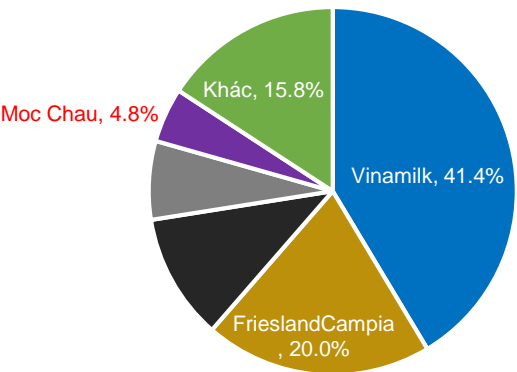
Vilico là doanh nghiệp lâu đời trong ngành chăn nuôi Việt Nam với 2 cơ sở Tam Đảo và Mỹ Văn. Trên tổng diện tích 100 ha (85 ha là văn phòng và chuồng trại), Vilico đang khai thác 3.600 con lợn nái và 150 lợn đực. Giống lợn bao gồm các giống Yorkshires, Landrace và Duroc có nguồn gốc từ Anh, Canada và Mỹ. **Hoạt động chăn nuôi lợn gặp nhiều khó khăn trong thời gian gần đây do giá lợn hơi biến động mạnh.** Sau khi giá lợn hơi chạm mức cao kỷ lục 53.000-54.000 đồng/kg trong tháng 5-2016 thì đã liên tục giảm mạnh, có thời điểm chạm mức 20.000 đồng/kg trong tháng 4-2017, điều này đã ảnh hưởng mạnh đến cả sản lượng và giá lợn choai Vilico bán ra ngoài. Theo đó, biên gộp mảng Chăn nuôi của Vilico giảm từ mức 12% trong năm 2016 xuống -25% trong năm 2017 trước khi hồi phục lên mức -6% trong Q1 2018. Chúng tôi cho rằng hiệu quả các quý còn lại của năm 2018 sẽ tốt hơn do giá lợn hơi đã có mức hồi phục rất mạnh trong thời gian gần đây, đạt ngưỡng gần 50.000 đồng/kg.



Nguồn: BCTC VLC

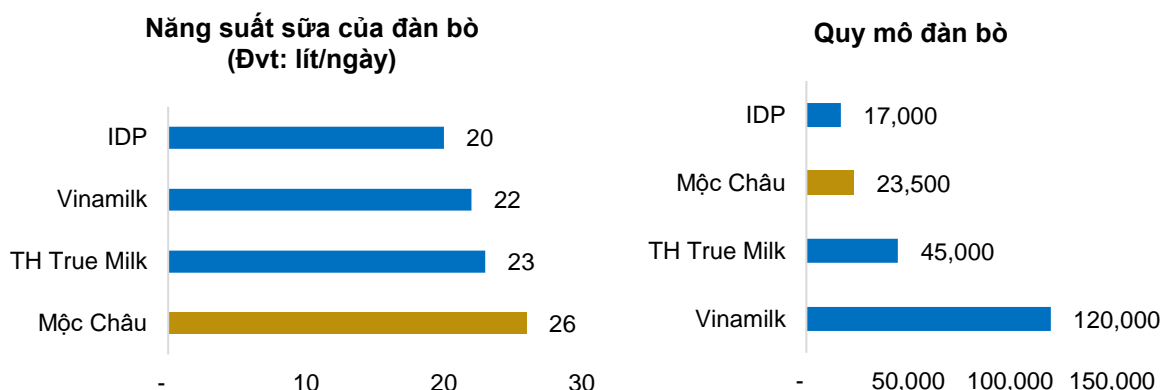
Sữa Mộc Châu (MCM) là tài sản giá trị nhất của Vilico. Vilico hiện đang sở hữu 51% MCM đồng nghĩa với lợi ích kinh tế của GTN tại MCM là 37,6%. Trong năm 2017, MCM đóng góp 79% doanh thu và hầu như toàn bộ lợi nhuận cho Vilico. Chúng tôi ước tính thị phần sữa uống của MCM là 4,8% vào năm 2017. **MCM còn được AC Nielsen đánh giá là thương hiệu có hương vị sữa ngon nhất Việt Nam.**

Thị phần ngành sữa uống tại Việt Nam năm 2017



Nguồn: Euromonitor, BVSC ước tính

Lợi thế của MCM nằm ở vùng nguyên liệu. Sở hữu 1.000 hecta đất nông nghiệp và hơn 4.000 hecta của các hộ chăn nuôi tại Mộc Châu – nơi khí hậu mát mẻ quanh năm rất thích hợp để nuôi bò sữa, tính đến nay MCM đã gầy dựng được đàn bò lên đến 23.500 con trong đó 3.000 con thuộc các trang trại tập trung quy mô lớn của công ty và phần còn lại được khoán cho nông dân, tương ứng với sản lượng tối đa lên đến 100.000 tấn sữa tươi/năm. **Công ty có mục tiêu tăng trưởng đàn bò bình quân 14%/năm trong 5 năm tới và trở thành công ty sữa đứng thứ 2 tại Việt Nam.**



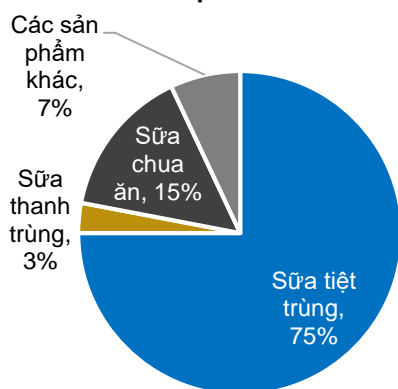
Nguồn: GTN, VNM

Về thị trường, sự hiện diện của MCM hầu như chỉ ở phía Bắc và đặc biệt là Hà Nội - nơi thương hiệu Mộc Châu đã trở nên rất quen thuộc với người dùng. Tổng số điểm bán hàng của MCM chỉ mới đạt trên 60.000 điểm, còn rất khiêm tốn nếu so với hơn 250.000 điểm của VNM. Công ty tiếp tục lên kế hoạch mở rộng thêm 10.000 điểm bán và tăng số showroom Mộc Châu Store từ 7 lên 12 trong năm 2018 nhằm củng cố thương hiệu và vị thế tại Hà Nội và các thành phố khác tại phía Bắc.

Bên cạnh hệ thống phân phối, việc đầu tư cho thương hiệu của MCM vẫn còn rất nhiều dư địa để cải thiện. Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của MCM ước tính dưới 12%, chỉ bằng một nửa so với VNM. Chúng tôi đánh giá bao bì của MCM chưa thật sự hiện đại, bắt mắt và còn phải cải thiện nhiều.

Tuy nhiên, chủng loại sản phẩm của MCM đã được cải tiến đáng kể từ khi có sự tham gia của GTN. Hiện nay các sản phẩm của MCM có thể chia làm 3 nhóm chính, trong đó sữa tiệt trùng chiếm khoảng 75%, sữa thanh trùng chiếm 3%, sữa chua ăn chiếm 15% và còn lại là các sản phẩm khác. Chúng tôi có nhận thấy nỗ lực của GTN trong việc làm đa dạng hoá sản phẩm của MCM, trong đó điển hình nhóm sản phẩm sữa tiệt trùng nay ngoài loại thông thường còn có thêm các vị như chocolate, cam, dứa, dâu, đại mạch hi-land và đặc biệt mới nhất gần đây là vị chuối. Được biết sữa tươi vị chuối là mùi vị rất được ưa thích và đã phổ biến tại nhiều quốc gia và MCM đang chạy thử sản phẩm này tại các trường học và siêu thị từ tháng 5 đến hết tháng 8/2018. Bước đầu, phản hồi của thị trường theo GTN là khá tích cực.

Cơ cấu sản phẩm của MCM



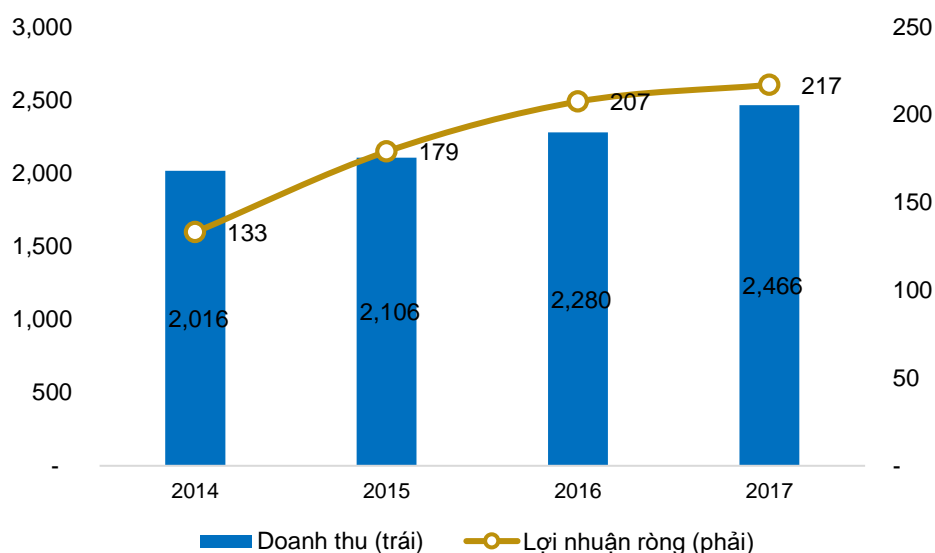
Các sản phẩm tiêu biểu của MCM



Nguồn: GTN, BVSC tổng hợp

MCM cũng đạt mức tăng trưởng khả quan trong những năm gần đây. Giai đoạn 2014 – 2017, MCM đạt mức tăng trưởng bình quân 7% về doanh thu và 18% về lợi nhuận sau thuế.

Diễn biến kinh doanh của MCM (Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: GTN

3. LADOFOODS: “Vang Đà Lạt” – thương hiệu rượu lâu năm trong ngành

Lịch sử hình thành: Ladofoods tiền thân là Công ty Thực phẩm Lâm Đồng được thành lập từ việc sáp nhập 2 đơn vị là Xí nghiệp rượu Đà Lạt (Xưởng rượu Lafaro của người Pháp từ thế kỷ 19) và Xí nghiệp Thực phẩm Đà Lạt vào năm 1990. Công ty chuyển sang hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần từ năm 2004 và sau khi SCIC thoái vốn trong 2012, Ladofoods trở thành công ty cổ phần không có vốn Nhà nước.

Cơ cấu cổ đông: Cổ đông lớn nhất của Ladofoods là CTCP Elmich Việt Nam nắm 51% - đại diện vốn cho Tập đoàn Elmich có trụ sở tại Cộng hoà Séc, là Tập đoàn chuyên về sản xuất và kinh doanh đồ gia dụng. Kế đến là GTNFoods hiện đang nắm 35%.

Ngành nghề kinh doanh chính: Chế biến, sản xuất rượu vang và xuất khẩu hạt điều.

Sản phẩm rượu của Ladofoods đa dạng nhưng thế mạnh nằm ở phân khúc thấp. Sản phẩm vang của công ty được sản xuất theo công nghệ lên men từ trái cây (nho, dâu tằm) kết hợp truyền thống từ những bí quyết thừa hưởng từ thời Pháp và các phương pháp mới hiện đại của Châu Âu. Các nhóm vang chính của Ladofoods bao gồm: (i) Vang truyền thống với thương hiệu “Vang Đà Lạt” chủ yếu cạnh tranh với các thương hiệu nội địa trong phân khúc thấp, ước tính tính khoảng 30-40% tổng thị trường và khá phân mảnh; (ii) Ở phân khúc cao cấp vốn đang bị thống trị bởi các loại vang nước ngoài – ước tính chiếm khoảng 50-60% thị trường, Ladofoods cũng có thương hiệu Chateau Dalat với 3 dòng Special, Reserve và Signature có mùi vị khác nhau tùy vào loại nho và thời điểm thu hoạch; (iii) Ngoài ra công ty còn có dòng Vang Sparkling đáp ứng nhu cầu của phụ nữ và trẻ em với thương hiệu nước trái cây có gas Vivazz.

Một số sản phẩm của Ladofoods



Nguồn: BVSC tổng hợp

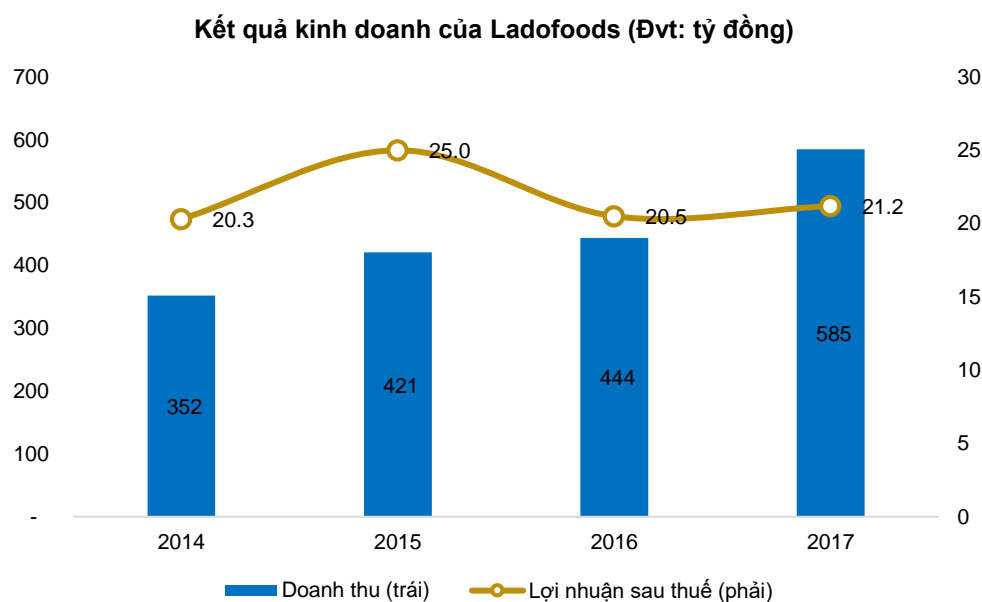
Dưới sự hợp tác của GTN và ElMich, Ladofoods đã có nhiều thay đổi tích cực kể từ khi thành doanh nghiệp tư nhân. Trong giai đoạn còn vốn Nhà nước, lịch sử lâu đời và giá trị thương hiệu của “Vang Đà Lạt” vẫn chưa được phát huy tối đa tiềm năng của mình do các hoạt động đầu tư làm thương hiệu dường như rất ít. Sau khi trở thành doanh nghiệp tư nhân, diện mạo của “Vang Đà Lạt” đã được thay đổi trở nên cao cấp hơn, bao bì và nhãn đẹp và bắt mắt hơn – yếu tố rất quan trọng trong ngành Hàng tiêu dùng. Bên cạnh đó, Ladofoods cũng giới thiệu thêm nhiều dòng sản phẩm mới để tham gia vào phân khúc cao cấp. Hệ thống phân phối của Ladofoods cũng thay đổi từ mô hình phân phối độc quyền qua 2 đại lý cho 2 miền Nam và Bắc trước đây sang phân phối trực tiếp để các kênh truyền thống (GT), kênh siêu thị (MT) và kênh nhà hàng, khách sạn (Horebar) kênh trực tuyến và kênh xuất khẩu giúp công ty mở rộng được độ phủ và giảm chi phí chiết khấu cho các đại lý độc quyền.

Hệ thống phân phối của Ladofoods



Nguồn: Ladofoods, BVSC tổng hợp

Chúng tôi đánh giá cao quá trình tái cơ cấu tại Ladofoods, tuy nhiên hiệu quả có vẻ vẫn chưa thật sự được thể hiện trong kết quả kinh doanh. Doanh thu giai đoạn 2014 – 2017 của Ladofoods tăng trưởng bình quân 18,5% trong khi lợi nhuận hầu như đi ngang do đầu tư lại thương hiệu và hệ thống phân phối.



Nguồn: BCTC Ladofoods

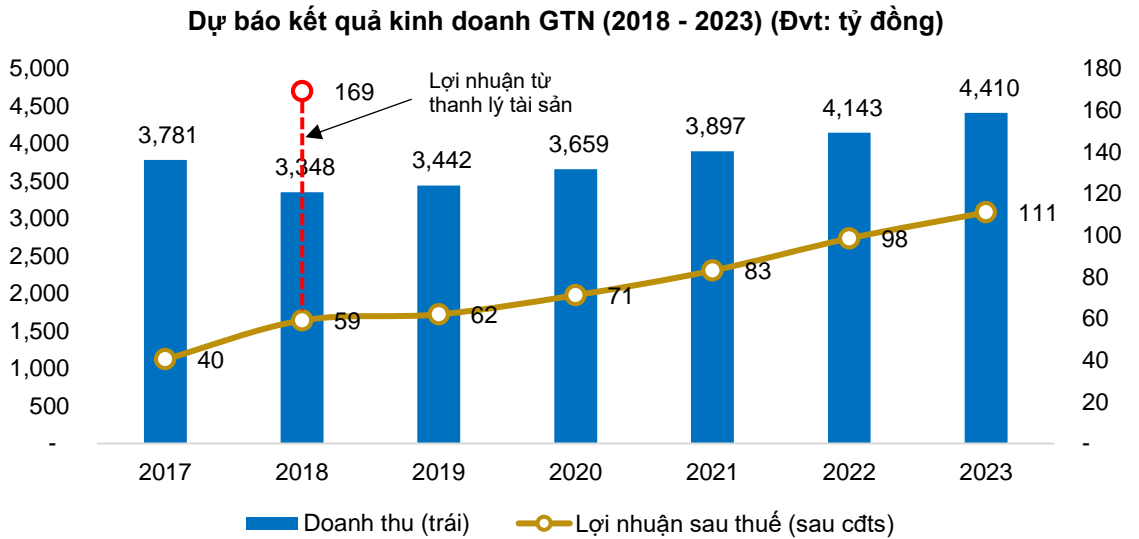
C. Triển vọng 2018 – 2023

1. Tổng hợp dự báo

BVSC dự báo tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) cho doanh thu và lợi nhuận sau thuế (sau cđts) GTN lần lượt là 6% và 13% trong giai đoạn 2018 – 2023. Trong đó nhà đầu tư cần lưu ý rằng dự báo trên chỉ bao gồm hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Trong năm 2018, GTN sẽ chuyển nhượng một số khoản góp vốn tại các công ty con – liên kết và khả năng sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận sau thuế đột biến 110 tỷ đồng. **Như vậy tổng lợi nhuận sau thuế (sau cđts) GTN dự báo có thể đạt 169 tỷ đồng (+319% yoy) trong năm 2018.**

Dự báo 2018 – 2013 được tổng hợp theo hình sau:



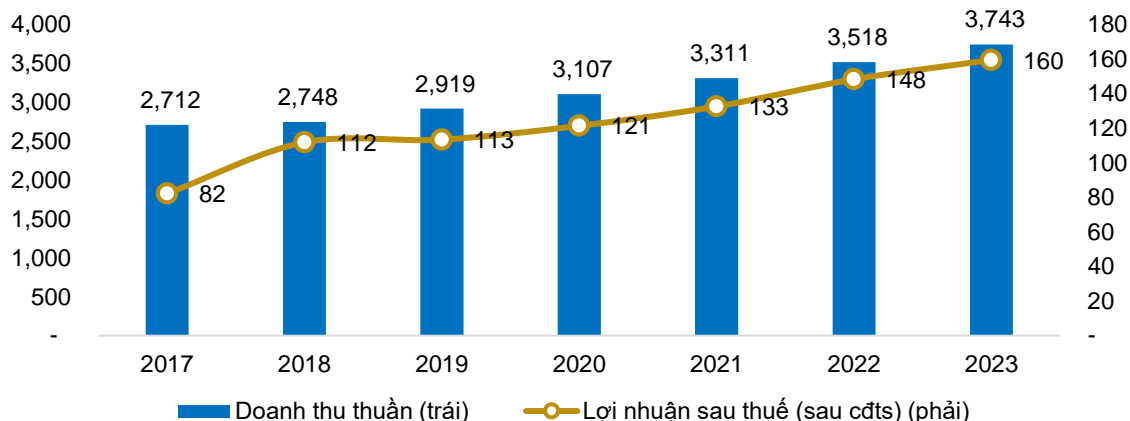
Nguồn: BVSC dự báo

2. Các giả định chính

Đối với Vilico, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế (sau cđts) tăng trưởng bình quân lần lượt là 6,4% và 7,4% trong giai đoạn 2018 – 2023. Các giả định chính như sau:

- ❖ Sản lượng tăng trưởng chỉ 4% trong năm 2018 (Q1 giảm do bị ảnh hưởng bởi thời tiết lạnh, sản lượng Q2 theo GTN đã tăng trưởng tốt trở lại khoảng 10%).
- ❖ Sản lượng giai đoạn 2019 – 2023 chúng tôi tạm thời thận trọng giả định tăng trưởng ở mức bình quân 7%/năm bằng với bình quân của ngành. Mộc Châu có giá trị thương hiệu rất tốt ở miền Bắc, tuy nhiên chúng tôi vẫn theo dõi và chờ đợi những thay đổi mang tính đột phá hơn trước khi có thể nâng dự báo.
- ❖ Giá bán bình quân tăng 1%/năm.
- ❖ Số lượng bò tăng dần theo sản lượng sữa, đạt hơn 34.000 con vào năm 2023.
- ❖ Mảng chăn nuôi sẽ không còn lỗ trong năm 2018 và biên lợi nhuận bình thường hoá từ năm 2019 trở đi. Tuy nhiên giả định quy mô của mảng này dự báo cũng giảm dần đến năm 2023.
- ❖ ROE cải thiện từ 15% vào năm 2017 lên 22% vào năm 2023.

Dự báo kết quả kinh doanh Vilico (2018 - 2023) (Đvt: tỷ đồng)

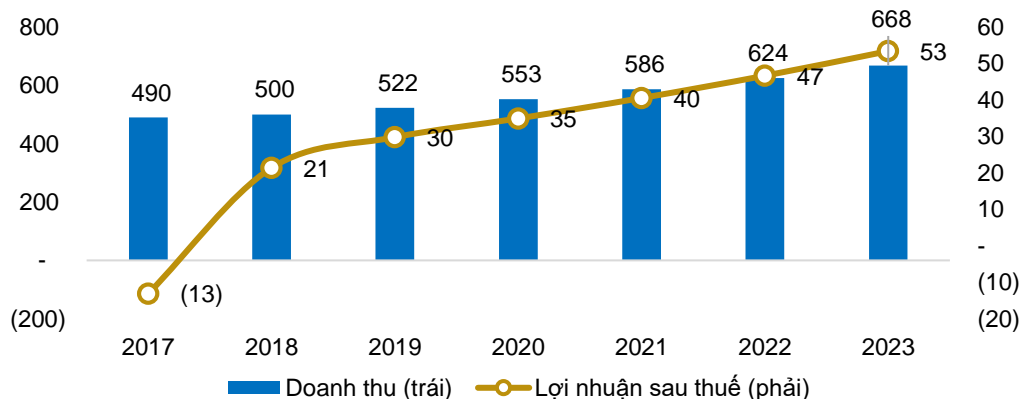


Nguồn: BVSC dự báo

Đối với Vinatea, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế (sau cđts) tăng trưởng bình quân lần lượt là 6% và 20% trong giai đoạn 2018 – 2023. Các giả định chính như sau:

- ❖ Giả định Vinatea sẽ không mở rộng thêm diện tích trồng chè hoặc thu mua bên ngoài, chủ yếu tập trung vào chất lượng chè.
- ❖ Sản lượng xuất khẩu ổn định ở mức 10.000 tấn/năm. Tuy nhiên giá xuất khẩu bình quân tăng dần từ 2USD/kg năm 2017 lên 2,3USD/kg vào năm 2023 nhờ chất lượng sản phẩm cải thiện, chuyển dịch sang các thị trường có giá trị cao hơn. Tỷ giá tăng 2%/năm.
- ❖ Giả định đến năm 2023, sản lượng nội địa tăng gấp 3 lần so với 2018, qua đó doanh thu nội địa giả định đóng góp gần 20% tổng doanh thu.
- ❖ Biên gộp của chè nội địa đạt 30% vào năm 2018 và cải thiện dần để đạt mức 35% vào năm 2023.
- ❖ ROE cải thiện từ mức âm trong 2017 lên gần 21% trong năm 2023.

Dự báo kết quả kinh doanh Vinatea (2018 - 2023) (Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: BVSC dự báo

Đối với Ladofoods, chúng tôi không đặt kỳ vọng nhiều và chỉ giả định doanh thu tăng trưởng bình quân 5% với biên lợi nhuận ròng giữ nguyên như năm 2017. Điều này có nghĩa là lợi nhuận ròng cũng tăng trưởng ở mức tương tự.

D. Kết quả định giá

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của GTN là **11.257 đồng/cp** qua phương pháp định giá từng phần (SoTP) cụ thể như sau:

- ❖ **Vinatea:** Chúng tôi so sánh Vinatea với một số công ty chèn cùng ngành ở khu vực Châu Á (Ấn Độ, Trung Quốc, Hồng Kông, v.v) dựa trên tiêu chí P/E; qua đó xác định vốn hoá hợp lý của Vinatea ở mức 310 tỷ đồng. Mức định giá này tương ứng với P/E mục tiêu 18,7 lần cho năm 2018 (do công ty mới vừa hồi phục từ nhiều khó khăn) hay P/E mục tiêu 7,5 lần cho năm 2023.
- ❖ **Vilico:** Mảng kinh doanh đóng góp chủ yếu là MCM với dòng tiền khá ổn định và ít nợ vay, chúng tôi tiếp cận bằng phương pháp FCFE (các giả định cụ thể có thể tham khảo lại phần C dự báo triển vọng 2018 – 2023). Qua đó giá trị vốn hoá hợp lý của Vilico được xác định ở mức 2.165 tỷ đồng, tương ứng với P/E mục tiêu 19 lần cho EPS năm 2018. Để tham khảo tính tương quan, chúng tôi đang định giá một công ty sữa khác là Vinamilk với P/E mục tiêu 30 lần, vì thị phần, thương hiệu và hiệu quả vượt trội hơn.
- ❖ **Các tài sản khác:** Lấy giá trị sổ sách.
- ❖ Kết quả định giá chưa tính đến phần lợi nhuận có thể được ghi nhận nếu bán thành công các công ty con, công ty liên kết không nằm trong định hướng chiến lược của GTN.

Các khoản mục	Sở hữu	Giá trị hợp lý	Ghi chú
Vinatea	95%	279.454	P/E 2018 18,7x P/E 2023 7,5x
Vilico	74%	2.165.438	P/E 2018 = 19x
Ladofoods	35%	148.372	P/E mục tiêu = 7x
Công ty con khác		464.229	Giá trị sổ sách
Các khoản khác		325.909	Tiền mặt trừ nợ vay
Lợi nhuận dự kiến từ thoái vốn, bán tài sản		110.000	
Tổng giá trị hợp lý theo sở hữu		2.704.344	
SLCP đang lưu hành		250.000.000	
Giá trị hợp lý mỗi cổ phiếu		11.257	

Nguồn: BVSC

E. Khuyến nghị đầu tư

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với GTN và đề ra mức giá mục tiêu **11.300 đồng/cp** cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Chúng tôi muốn nhấn mạnh một số điểm nhấn đầu tư chính như sau:

- ❖ BVSC đánh giá cao chiến lược chuyển hướng tập trung vào nông nghiệp và hàng tiêu dùng có thương hiệu tại Việt Nam. Đây là những ngành còn dư địa tăng trưởng rất lớn xét trên quy mô dân số lớn thứ 14 thế giới, dân số trẻ và thu nhập bình quân ngày càng tăng khiến cho đời sống và nhu cầu tiêu thụ thực phẩm trở nên đa dạng, có chiều sâu và chất lượng được quan tâm hơn bao giờ hết.
- ❖ Vinatea là doanh nghiệp chè lớn nhất Việt Nam, sở hữu diện tích đất nông nghiệp trồng chè rộng lớn. Chúng tôi cho rằng những nỗ lực của GTN trong việc cải thiện chất lượng chè xuất khẩu của Vinatea và song song đó phát triển thị trường nội địa sẽ giúp Vinatea tăng trưởng bình quân 20% về lợi nhuận trong giai đoạn 2018 – 2023.
- ❖ Sữa Mộc Châu là tài sản giá trị nhất của GTN và là thương hiệu sữa rất quen thuộc với người tiêu dùng ở miền Bắc. Việc đạt được gần 5% thị phần sữa uống trong khi chưa đầu tư đáng kể cho hệ thống phân phối và thương hiệu chứng tỏ được dư địa phát triển của Sữa Mộc Châu nếu được tái cơ cấu một cách bài bản – đây là điều mà GTN đang nỗ lực làm.
- ❖ Dự báo lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi tăng trưởng 48% so với tổng lợi nhuận năm 2017 và tăng ở mức bình quân 13%/năm trong giai đoạn 2018 – 2023.
- ❖ Việc thanh lý các công ty con, con ty liên kết trái ngành có thể mang lại thêm 110 tỷ đồng lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ trong năm 2018. Qua đó tổng lợi nhuận năm nay có thể tăng đến 319% yoy.
- ❖ Lượng tiền mặt thu về từ thanh lý tài sản có thể được dùng để tăng thêm sở hữu tại Vilico và trả cổ tức, qua đó cải thiện giá trị của cổ phiếu GTN.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	635	2.109	1.821	3.781
Giá vốn	582	2.046	1.743	3.342
Lợi nhuận gộp	54	63	78	439
Doanh thu tài chính	78	35	26	132
Chi phí tài chính	4	16	25	6
Lợi nhuận sau thuế	86	55	16	40

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Tiền & khoản tương đương tiền	11	416	611	240
Các khoản phải thu ngắn hạn	259	344	183	115
Hàng tồn kho	87	124	74	400
Tài sản cố định hữu hình	226	327	216	828
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	204	384	565	539
Tổng tài sản	1.082	2.101	3.206	4.802
Nợ ngắn hạn	216	868	279	767
Nợ dài hạn	-	236	106	222
Vốn chủ sở hữu	795	997	2.821	3.814
Tổng nguồn vốn	1.082	2.101	3.206	4.802

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	416,7%	231,9%	-13,7%	107,7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	268,0%	-36,5%	-70,9%	153,1%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	8,4%	3,0%	4,3%	11,6%
Lợi nhuận thuần biên (%)	13,6%	2,6%	0,9%	1,1%
ROA (%)	9,2%	3,4%	0,6%	1,0%
ROE (%)	11,5%	6,1%	0,8%	1,2%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,20	0,53	0,12	0,21
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,27	1,11	0,14	0,26
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.271	734	64	162
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.693	13.334	11.284	15.254

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên
Cao su tự nhiên
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng, Dệt may
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược, Vận tải
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trường
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888