

## MUA [+55%]

Ngày cập nhật: 27/01/2021

Giá mục tiêu 36,290 VND  
Giá hiện tại 23,400 VND

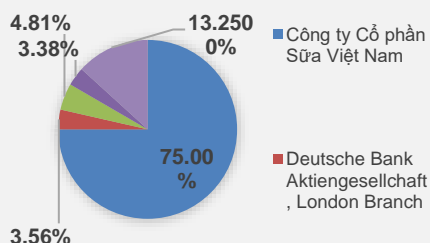
**PHS**

(+82-28) 5 413 5479– [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

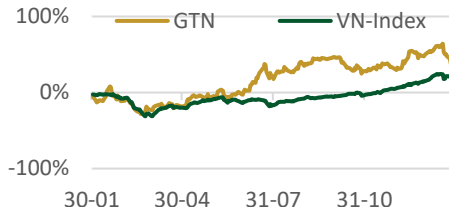
### Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	249
Free-float (triệu)	39.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,822.6
KLGD TB 3 tháng	2,474,579
Sở hữu nước ngoài	0.64%
Ngày niêm yết đầu tiên	03/10/2014

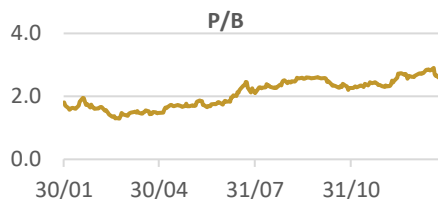
### Cổ đông lớn



### Biến động giá cổ phiếu so với Index



### Lịch sử định giá



Nguồn: Bloomberg, PHFM tổng hợp

## Lợi nhuận tăng hoa dưới sự “cải tổ” của VNM

**Dự phóng KQKD 2020:** Năm 2020, Doanh thu thuần của GTN được dự phóng giảm 1.8%YoY do Công ty đã tái cấu trúc loại bỏ các mảng kinh doanh không cốt lõi. Tuy nhiên, DT từ sữa tăng 10% so cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh dưới sự hỗ trợ của Vinamilk. Tối ưu hóa chi phí sản xuất kinh doanh (SXKD) kỳ vọng giúp biên lợi nhuận gộp (LNG) 2020 tăng 13.3 điểm phần trăm lên 29%. Lợi nhuận ròng dự phóng tăng lên mức 230 tỷ đồng năm 2020, gấp 32 lần so với 2019.

### Điểm nhấn đầu tư:

**Dư địa tăng trưởng thị trường sữa tại Việt Nam:** Ngành sữa đã ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2020 nhờ ý thức về sức khỏe của người dân được nâng lên dưới áp lực của đại dịch. Dự kiến trong giai đoạn 2021-2025, doanh thu sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam sẽ duy trì ở mức 7-8%/năm do: (i) Mức tiêu thụ sữa trên đầu người ở Việt Nam khá thấp, chỉ với 26-27 kg/người/năm (ii) Cơ cấu dân số trẻ, thu nhập trung bình tăng; (iii) Xu hướng sử dụng các sản phẩm bổ sung dinh dưỡng, tăng cường miễn dịch. Ngoài ra, xu hướng cao cấp hóa tạo điều kiện cho những doanh nghiệp có vùng nguyên liệu rộng lớn và kiểm soát chất lượng sữa tươi tốt (như Mộc Châu Milk) cải thiện lợi nhuận.

**Kết quả kinh doanh của GTN kỳ vọng tiếp tục nhảy vọt trong từ 3-5 năm tới dưới sự “cải tổ” của VNM:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu GTN tăng từ 7-10%, biên lãi gộp xấp xỉ bằng với VNM trong 3-5 năm tới (từ 2023-2025) sau khi tái cơ cấu hoàn toàn GTNFoods Cụ thể, GTN có kế hoạch (1) mở rộng trang trại bò hiện tại (1,600 con) lên mức 2,000 con đồng thời nâng tiêu chuẩn của trang trại này từ VIETGAP lên GLOBALGAP; (2) Xây dựng trang trại bò sữa chuẩn hữu cơ, quy mô 4,000 con kết hợp du lịch sinh thái; (3) Hiện đại hóa nhà máy sản xuất sữa và mở rộng công suất dây chuyền sữa hộp 180ml.

**Cơ hội xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc:** Theo dự kiến của FAO, nhu cầu sữa của Trung Quốc sẽ tăng tới 45%. Hiện Mộc Châu Milk là một trong 5 thương hiệu được xuất khẩu theo chính ngạch sang Trung Quốc. Ngoài ra, công ty mẹ VNM cũng đặt kỳ vọng thị trường Trung Quốc sẽ là 1 trong 3 thị trường xuất khẩu lớn nhất của VNM trong 3-5 năm tới.

**Định giá & khuyến nghị:** Chúng tôi kỳ vọng sức mua chung ngành sữa vẫn trường tích cực trong năm 2021 khi tình hình dịch bệnh vẫn chưa được kiểm soát triệt để. Doanh thu 2021 kỳ vọng tăng 7%YoY nhờ sản lượng tăng sau khi công suất của dây chuyền sữa hộp được nâng cấp và gia tăng số lượng bò sữa. Biên lãi gộp của GTN dự phóng cải thiện thêm 3 điểm phần trăm nhờ tiếp tục quá trình tái cấu trúc chi phí và tỷ lệ lợi ích kinh tế của GTN tại MCM tăng từ 38% lên mức 51% sau khi mua thêm 29 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ. LNST trong 2021 của GTN dự phóng tăng 32%YoY lên 303 tỷ đồng.

Bằng phương pháp định giá DCF và P/B, mức giá hợp lý cho cổ phiếu GTN khoảng **36,290 đồng/cổ phiếu** (+55% so với giá hiện tại). Từ đó khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

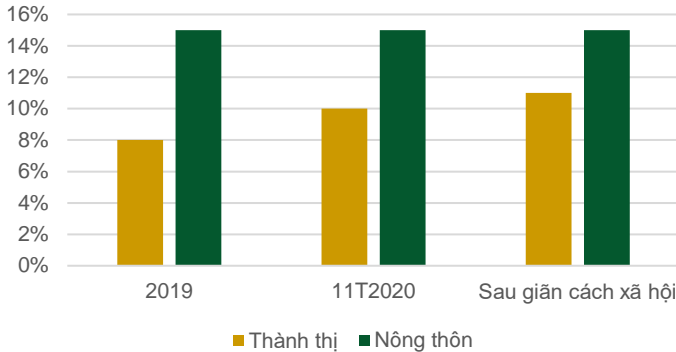
**Rủi ro: (1)** Sản phẩm nhập ngoại cạnh tranh với GTN từ các hiệp định thương mại; **(2)** Rủi ro thời tiết, khí hậu; **(3)** Thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng

Chỉ số tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,826	3,781	3,008	2,970	2,918	3,122
LNST (tỷ VND)	16	152	105	7	230	303
EPS (VND)	101	162	18	(302)	472	621
Tăng trưởng EPS (%)	-86%	60%	-89%	-1778%	N/A	32%
Giá trị sổ sách (VND)	17.958	15.291	8.537	16.208	15.487	16.074
P/E	179.31	103.49	650.61	(58.91)	43.71	58.44
P/B	1.01	1.10	1.37	1.10	1.33	2.26
Cổ tức tiền mặt (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%

## Triển vọng ngành sữa Việt Nam

### ➤ Thị trường sữa Việt Nam duy trì tăng trưởng tích cực trong đại dịch Covid-19

**% Thay đổi giá trị ngành Sữa**  
Nguồn: Kantar, PHFM tổng hợp



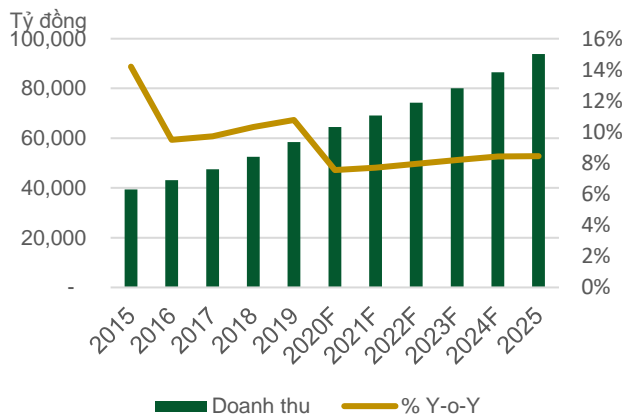
Trái với tác động tiêu cực của Covid-19 lên kinh tế toàn cầu cũng như Việt Nam, giá trị tiêu thụ sữa và các sản phẩm sữa ở Việt Nam vẫn tăng trưởng mạnh mẽ, thậm chí mạnh hơn so với trước dịch trong năm 2020. Cụ thể, trong tiêu thụ sữa ở khu vực thành thị tăng trưởng 10%YoY trong khi ở khu vực nông thôn tăng trưởng 15%YoY.

Chúng tôi cho rằng động lực thúc đẩy tiêu thụ các sản phẩm sữa trong năm 2020 chủ yếu từ ý thức về sức khỏe của người dân (đặc biệt là người tiêu dùng ở thành thị) được nâng lên dưới áp lực của đại dịch và các sản phẩm sữa (đặc biệt là sữa chua) có tác dụng củng cố hệ miễn dịch của con người.

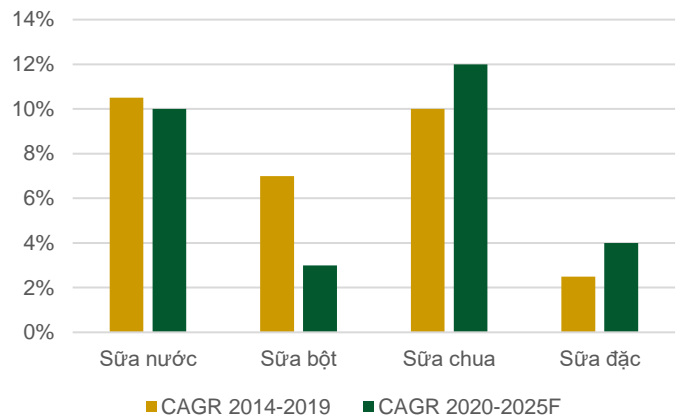
Với quan điểm trên, chúng tôi kỳ vọng ngành sữa tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng một chữ số khoảng 8% trong năm 2021 khi đại dịch Covid-19 chưa được kiểm soát triệt để và sẽ vẫn thúc đẩy người tiêu dùng tăng cường sử dụng các sản phẩm sữa có lợi cho sức khỏe.

### ➤ Dự địa tăng trưởng thị trường tiêu thụ sữa tại Việt Nam nhờ dân số trẻ và lượng tiêu dùng sữa trên đầu người vẫn ở mức thấp.

**Quy mô thị trường Sữa Việt Nam 2015-2025F**  
Nguồn: Euromonitor, PHFM tổng hợp



**Tăng trưởng CAGR theo sản phẩm**  
Source: Euromonitor, PHFM collect



Theo Euromonitor, sản lượng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam đạt 1.76 triệu tấn (+8.6% YoY) trong năm 2020. Việt Nam thuộc top các quốc gia có mức tiêu thụ sữa khá thấp, chỉ với 26-27 kg/người/năm (trung bình thế giới đạt khoảng 100 kg/người/năm và trung bình tại Châu Á đạt 38 kg/người/năm). Sau giai đoạn giảm tốc 2016 – 2019, tăng trưởng thị trường sữa và các sản phẩm từ sữa trong nước đang có dấu hiệu cải thiện. Năm 2020, doanh thu các sản phẩm sữa tại Việt Nam đạt 64.4 nghìn tỷ đồng, đạt mức tăng trưởng 10.3%YoY

Doanh thu sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam dự kiến sẽ duy trì ở mức 7-8%/năm trong giai đoạn 2021 - 2025, đạt tổng giá trị khoảng 93.8 nghìn tỷ đồng vào năm 2025. Trong đó, sữa chua được kỳ vọng có tốc độ tăng trưởng cao nhất với tốc độ tăng trưởng CAGR là 12%/năm.

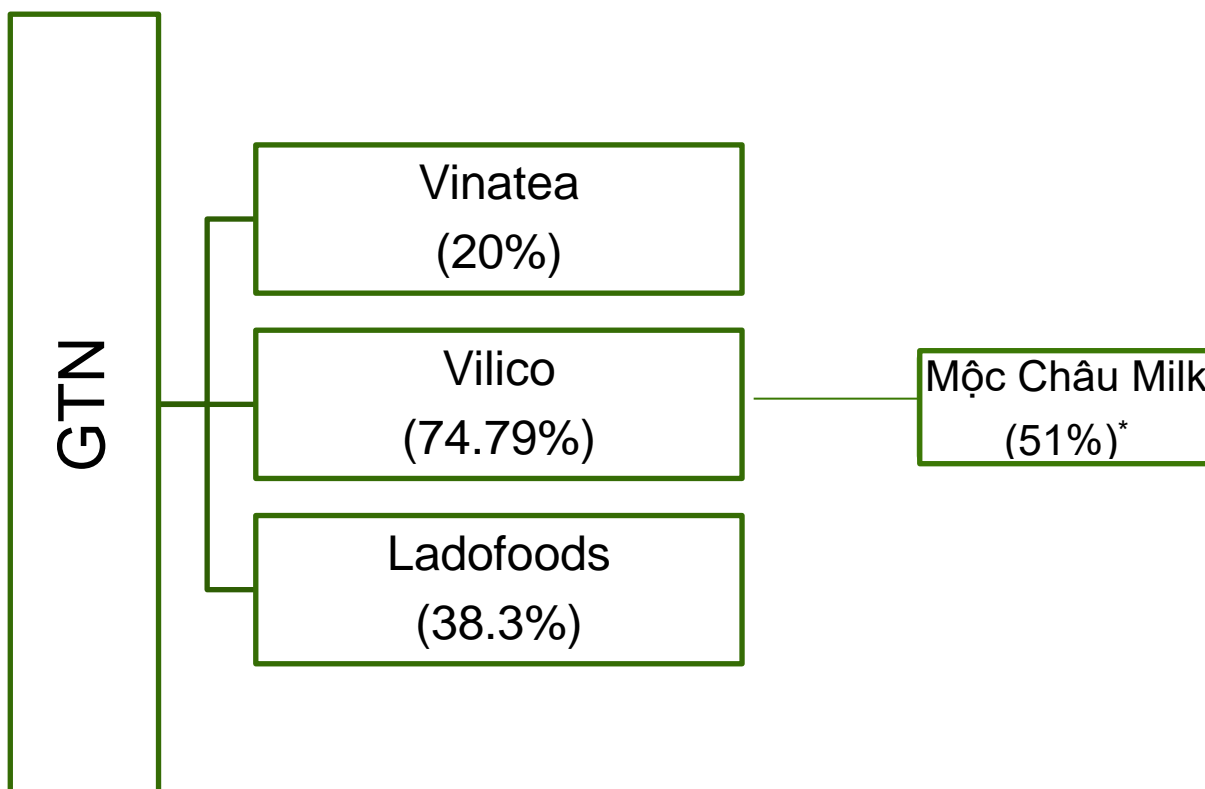
Theo báo cáo thị trường của Kantar Worldpanel, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa tại Việt Nam đang có những chuyển biến tích cực do: (i) Cơ cấu dân số trẻ, thu nhập trung bình tăng; (ii) Xu hướng sử dụng các sản phẩm bổ sung dinh dưỡng, tăng cường miễn dịch; (iii) Xu hướng tiêu thụ các sản phẩm tiện lợi, có thương hiệu, đảm bảo vệ sinh an toàn thực phẩm.

### ➤ Sản phẩm sữa tươi chất lượng cao, sữa hữu cơ – Thiếu hụt nguồn cung

Người tiêu dùng trong nước ngày càng quan tâm nhiều hơn đến nguồn gốc nguyên liệu cũng như xuất xứ và sự an toàn của các sản phẩm sữa. Do đó, họ thường lựa chọn các sản phẩm sữa được sản xuất trực tiếp từ sữa tươi so với các sản phẩm sữa hoàn nguyên. Xu thế lựa chọn này được thể hiện rõ tại khu vực đô thị, nơi nhận thức người tiêu dùng tốt hơn và với thu nhập cao hơn, họ sẵn sàng chi trả nhiều hơn cho những sản phẩm tốt nhất.

Các “ông lớn” trong ngành sữa như Vinamilk, TH Milk, Dutch Lady cũng đã loại bỏ dần sử dụng sữa hoàn nguyên để sản xuất sữa nước. Tuy nhiên, thổ nhưỡng, khí hậu và công nghệ nông nghiệp tối ưu cho bò sữa vẫn còn nhiều hạn chế. Điều này dẫn đến lượng sữa tươi trong nước có chất lượng cao, đáp ứng được tiêu chuẩn kỹ thuật đầu vào chỉ đạt khoảng 30%-35% nhu cầu nguyên liệu của các doanh nghiệp lớn. Sữa tươi đạt chuẩn quốc tế, đặc biệt là sữa đạt chuẩn hữu cơ ở Việt Nam đến nay cung vẫn không đủ cầu. Kiểm soát được vùng nguyên liệu sữa trở thành vấn đề sống còn đối với các doanh nghiệp sản xuất sữa tại Việt Nam.

### Các mảng kinh doanh chính của GTNfoods

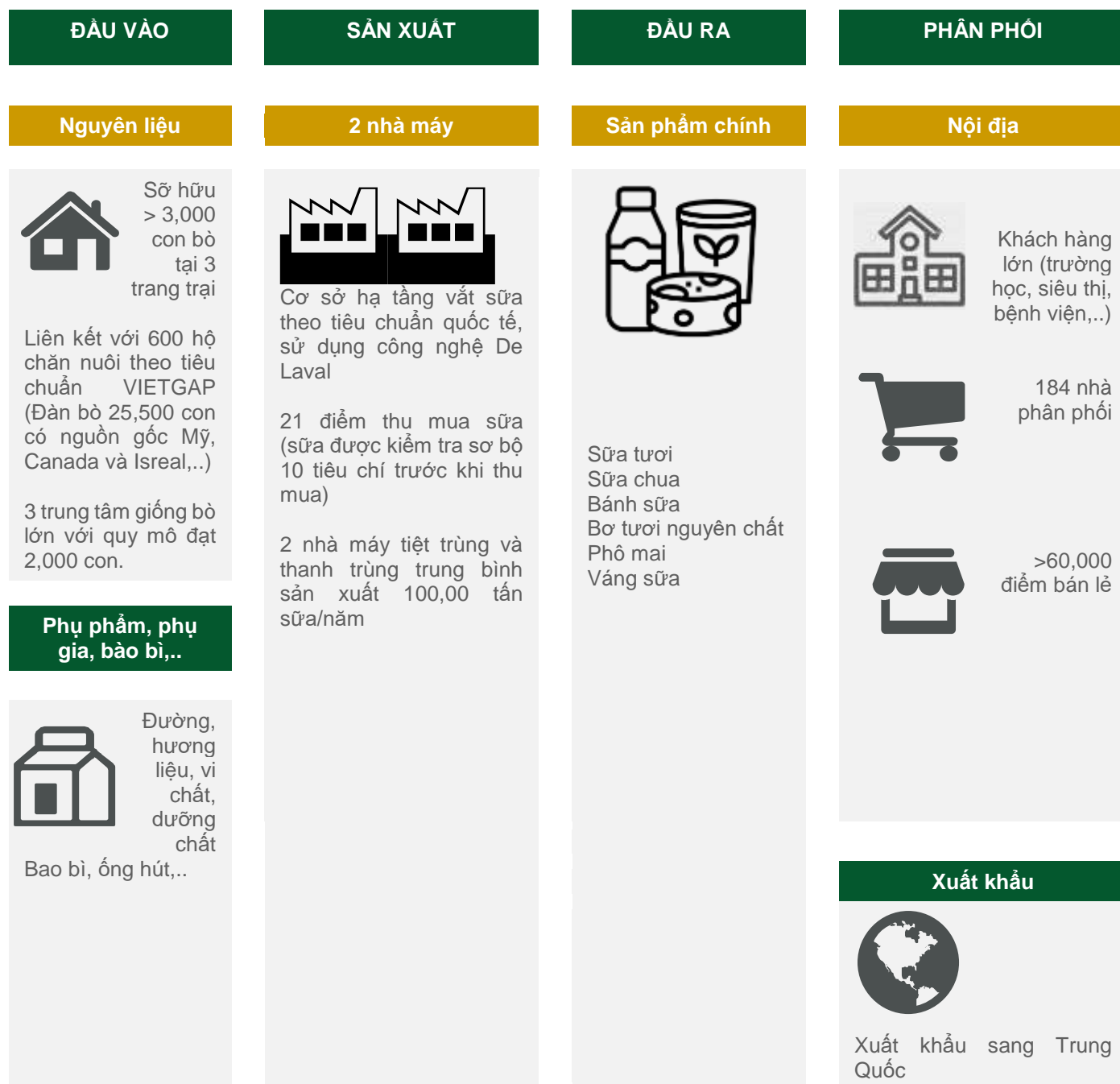


Hoạt động kinh doanh chính của GTNfoods bao gồm: (i) Sản xuất và chế biến chè thông qua Vinatea; (ii) Sản xuất và kinh doanh Sữa bò thông qua Sữa Mộc Châu là công ty con của Vilico; (iii) Sản xuất rượu, nước giải khát và xuất khẩu điều thông qua Ladofoods.

Trong năm 2019, Sữa là mảng đóng góp chính về doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 86% và 104%. Chè đóng góp 12% doanh thu và 8% lợi nhuận gộp.

(\*) GTN sở hữu gián tiếp 51% Mộc Châu Milk

## Chuỗi giá trị mảng Sữa của GTN

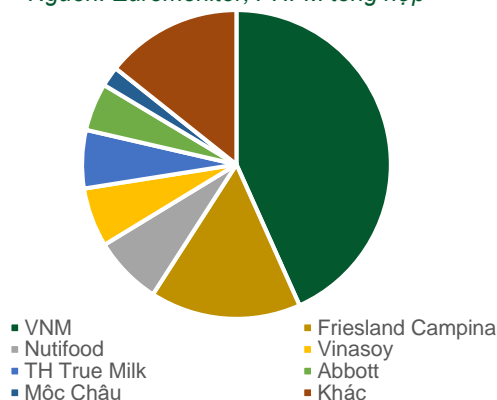


Chúng tôi ước tính GTN kiểm soát 8-10% nguồn cung sữa tươi toàn quốc thông qua Mộc Châu Milk (MCM). Các chuyên gia nhận định rằng Cao nguyên Mộc Châu được thiên nhiên ưu đãi ban tặng đất đai màu mỡ, khí hậu ôn đới mát mẻ, là vùng đất hiếm hoi ở khu vực Đông Nam Á thích hợp để phát triển đàn bò sữa quy mô lớn với nhiệt độ quanh năm dao động ở 9-24°C và độ ẩm không khí dưới 60%. Nhờ điều kiện thuận lợi này, Cao Nguyên Mộc Châu trở thành nơi có lịch sử chăn nuôi bò sữa lâu đời (60 năm phát triển) và số lượng đàn bò lớn. Không chỉ vậy, sữa bò được sản xuất tại Mộc Châu cũng có chất lượng tốt và ổn định hơn tại các khu vực khác trên cả nước.

Năm 2020, MCM sở hữu đàn bò sữa hơn 2,000 con tại trang trại và 24,500 con thông qua việc liên kết với hơn 600 hộ nông dân chăn nuôi bò sữa và có 3 trung tâm giống bò sữa với quy mô đạt 2000 con bò giống sữa. Quy mô đàn bò của Mộc Châu Milk tăng trưởng trung bình 12-15%/năm. Năng suất sữa trung bình của bò do hộ nông dân nuôi đạt 25 kg/ngày, cao hơn khoảng 20% so với các khu vực khác trên cả nước. Tổng sản lượng sản phẩm của MCM cung cấp ra thị trường hàng năm hơn 250 tấn sữa/ngày, chiếm 8% tổng sản lượng sữa của cả nước trong năm 2020.

## Thị phần ngành sữa Việt Nam 2020

Nguồn: Euromonitor, PHFM tổng hợp



MỘC CHÂU Milk là thương hiệu sữa lớn trên thị trường Việt Nam, đặc biệt tại miền Bắc và Bắc Trung Bộ. Hiện, thị phần MCM chiếm 23% tại khu vực miền Bắc, và 2.1% cả nước.

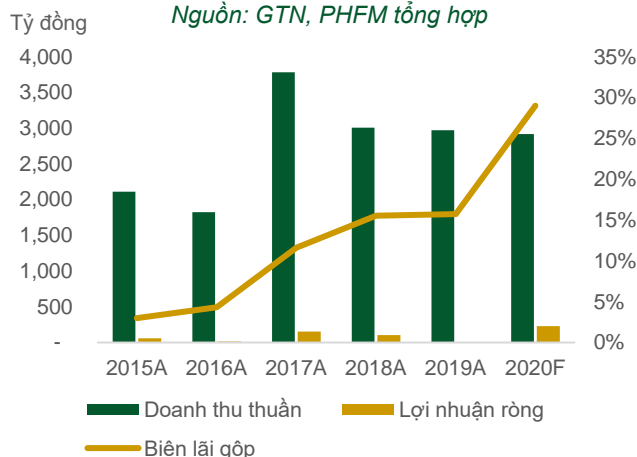
MCM sở hữu hệ thống các sản phẩm phong phú được làm từ 100% sữa tươi nguyên chất với chất lượng đạt tiêu chuẩn quốc tế bao gồm các nhóm sản phẩm sữa nước tiệt trùng, thanh trùng, sữa chua uống, sữa chua ăn. Ngoài ra, MỘC CHÂU Milk cũng phát triển các sản phẩm từ sữa khác như váng sữa, bơ, bánh sữa, đặc biệt sản phẩm phô mai Tomme được sử dụng tại nhiều chuỗi nhà hàng khách sạn hàng đầu Việt Nam.

## Hiệu quả kinh doanh GTN cải thiện rõ rệt dưới sự “cải tổ” của VNM.

### (1) Lợi nhuận thẳng hoa dưới sự “cải tổ” của VNM

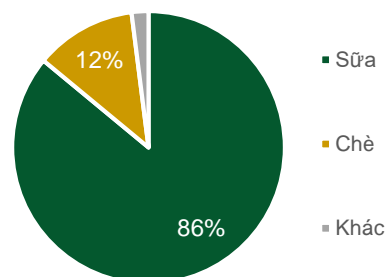
#### Tình hình kinh doanh của GTN

Nguồn: GTN, PHFM tổng hợp



#### Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm

Nguồn: GTN, PHFM tổng hợp



Cuối năm 2019, VNM hoàn tất thương vụ thâu tóm 75% cổ phần của GTN và tiến hành tái cấu trúc lại hoạt động kinh doanh của GTN cũng như MCM. Nhờ sự “cải tổ” của VNM, kết quả kinh doanh của GTN 9T2020 đã có sự cải thiện vượt bậc. Trong đó, doanh thu từ sản phẩm sữa tăng trưởng 11.9%YoY đạt 1,894 tỷ đồng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 26.5%YoY. Tuy nhiên, tổng doanh thu thuần của GTN trong 9T2020 giảm nhẹ 5.5%YoY do tái cấu trúc loại bỏ các mảng kinh doanh không cốt lõi.

Biên lợi nhuận gộp đạt 28.5%, tăng 13.2 điểm phần trăm nhờ MCM đã tận dụng tốt vị thế doanh nghiệp lớn của Vinamilk trong việc đàm phán chất lượng, giá cả bao bì và các nguyên vật liệu đầu vào khác.

Chi phí bán hàng tăng 82% YoY, đạt 445 tỷ đồng do tăng mạnh chiết khấu cho đại lý và quảng cáo. Trong khi, chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 22%. LNST của công ty vẫn tăng gấp 2.7 lần so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 175 tỷ đồng.

### (2) GTN duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh

Cuối tháng 9/2020, GTN có tổng tài sản tăng 4% lên 4,183 tỷ đồng. Trong đó, tiền và các khoản tương đương tiền khoảng 924 tỷ đồng, chiếm 22% tổng tài sản. Ngoài ra, đầu tư tài chính ngắn hạn - tiền gửi kỳ hạn ngắn là 2,316 tỷ đồng, chiếm 55% tổng tài sản.

Công ty đã tối ưu hóa vốn lưu động giúp cải thiện dòng tiền kinh doanh đạt 328 tỷ đồng, so với mức âm 110 tỷ đồng của năm 2019.

## Kết quả kinh doanh của GTN kỳ vọng tiếp tục nhảy vọt trong từ 3-5 năm tới dưới sự “cải tổ” của VNM

Với sự tham gia điều hành VNM trong bộ máy quản trị, Mộc Châu Milk đã gặt hái những thành quả đáng nể trong năm 2020 nhờ triển khai hệ thống ERP cho GTN, cải thiện hiệu quả quản trị của Công ty và tiết giảm chi phí quảng cáo, khuyến mãi nhờ tận dụng hệ thống phân phối lớn mạnh của VNM.

GTN tiếp tục chú trọng vào mảng Sữa – mảng kinh doanh cốt lõi của công ty và đưa ra kế hoạch đầu tư, tái cấu trúc trong giai đoạn 2021-2025. Cụ thể:

- (1) Trong năm 2021, GTN sẽ mở rộng trang trại bò hiện tại (1,600 con) lên mức 2,000 con đồng thời nâng tiêu chuẩn của trang trại này từ VIETGAP lên GLOBALGAP, nhằm nâng cao chất lượng đầu vào cho Mộc Châu Milk. Tới năm 2024, số lượng bò của Mộc Châu Milk dự kiến lên tới 40.000-50.000 con, gấp đôi với số lượng hiện tại.
- (2) Xây dựng trang trại bò sữa chuẩn hữu cơ, quy mô 4,000 con kết hợp du lịch sinh thái. Đẩy mạnh sản xuất sản phẩm sữa hữu cơ cũng là một cách để cải thiện biên lãi gộp do các sản phẩm biên lợi nhuận cao hơn so với sản phẩm thường. Dự án có tổng mức đầu tư 1,120 tỷ đồng sẽ được vận hành từ quý 3/2022.
- (3) Hiện đại hóa nhà máy sản xuất sữa và mở rộng công suất dây chuyền sữa hộp 180ml. Năm 2021, MCM sẽ thay thế 2 máy TBA19 bằng một máy A3 Speed hiện đại do Tetrapak sản xuất, nâng công suất lên 48 nghìn hộp/giờ. Dự án có tổng vốn đầu tư 130 tỷ đồng, dự kiến hoàn thành vào quý 2/2021.

Ban lãnh đạo Vinamilk kỳ vọng doanh thu GTN tăng từ 7-10%, biên lãi gộp xấp xỉ bằng với VNM trong 3-5 năm tới (từ 2023-2025) sau khi tái cơ cấu hoàn toàn GTNFoods.

## Cơ hội xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc

**Nhu cầu sữa của Trung Quốc sẽ tăng tới 45% vào năm 2025:** Năm 2019, sản lượng sữa của Trung Quốc là 32 triệu tấn (+4%YoY). Hiện Trung Quốc đang đứng thứ 3 trong những nước sản xuất sữa trên thế giới. Tuy nhiên, sản lượng sữa ở Trung Quốc vẫn không đáp ứng đủ nhu cầu của thị trường nội địa với 1.4 tỷ, nguồn cung nội địa mới chỉ đáp ứng được 75% nhu cầu tiêu dùng. Năm 2019, ước tính Trung Quốc nhập khẩu khoảng 3.9 triệu tấn sữa, trị giá khoảng 12 tỷ USD.

Dự kiến đến 2022, Trung Quốc sẽ vượt qua Mỹ để trở thành thị trường tiêu thụ sản phẩm sữa lớn nhất thế giới. Theo Bộ Nông nghiệp Trung Quốc, tổng doanh số của thị trường sữa nước này hiện vào khoảng 60 tỷ USD.

**Cơ hội xuất khẩu sang thị trường tỷ đô:** Hiện tại có 5 thương hiệu sữa được xuất khẩu theo chính ngạch sang Trung Quốc, gồm: Vinamilk, TH true MILK, Nutifood, Mộc Châu Milk và Hanoimilk. Ngoài ra, công ty mẹ VNM cũng đặt kỳ vọng thị trường Trung Quốc sẽ là 1 trong 3 thị trường xuất khẩu lớn nhất của VNM trong 3-5 năm tới. Với lợi thế về nguồn nguyên liệu, sản xuất, kênh phân phối của VNM, chúng tôi cho rằng GTN sẽ chứng kiến tăng trưởng hơn nữa cả về doanh thu xuất khẩu trong tương lai.

## Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu GTN khoảng **36,290 đồng/cổ phiếu** (+55% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

### Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận sau thuế	303	418	541	714	980
Lãi vay sau thuế	4	4	3	4	5
CAPEX	(247)	(281)	(170)	(224)	(295)
Khấu hao	154	297	193	40	42
WC	(35)	(24)	(39)	(74)	(41)
FCFF	180	414	529	460	691
DCF (WACC 10%)	163	342	398	314	429
Giá trị cuối cùng (3% g)	6,314				
Tiền mặt	949				
Giá trị vốn cổ phần	8,910				
SLCP	249,000,000				
<b>Giá hợp lý (VND/cp)</b>	<b>35,783</b>				

### Phương pháp P/B

	Giá trị	Đơn vị
Giá trị sổ sách 2021	3,579	Tỷ đồng
P/B lịch sử	2.56	
Giá trị vốn cổ phần	9,162	Tỷ đồng
SLCP	249	Triệu CP
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>36,797</b>	

	DCF	P/E	Giá mục tiêu
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/CP)</b>	<b>35,783</b>	<b>36,797</b>	<b>36,290 VNĐ/CP</b>
<b>Tỷ trọng</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	

## Rủi ro:

- (1) Sản phẩm nhập ngoại cạnh tranh với GTN từ các hiệp định thương mại;
- (2) Rủi ro thời tiết, khí hậu;
- (3) Thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng

## Sơ lược công ty

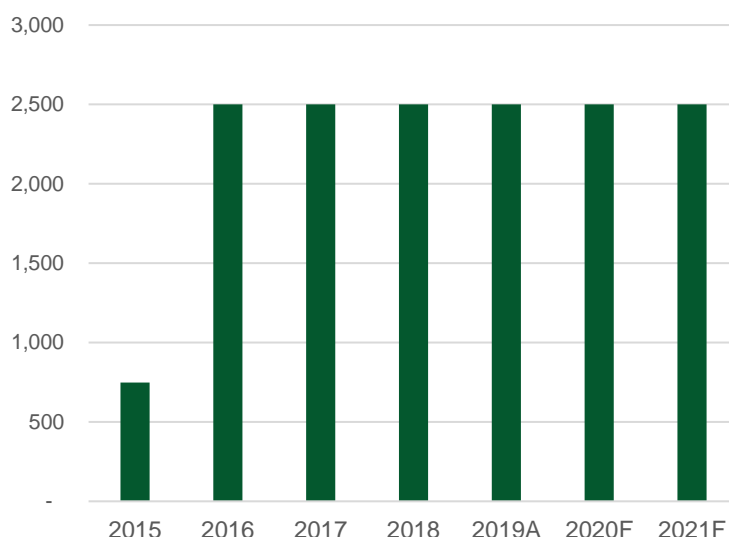
Công ty Cổ phần GTNFOODS (GTN) có tiền thân là Công ty Cổ phần Khoáng sản và Môi trường Đại Việt được thành lập vào năm 2011. Năm 2014, Công ty được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

Công ty đã thay đổi định hướng phát triển, tập trung vào lĩnh vực nông nghiệp xanh và hàng tiêu dùng. Để thực hiện chiến lược kinh doanh này, GTN đã đầu tư vào Tổng Công ty Chè Việt Nam (Vinatea), Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam (Vilico) sở hữu thương hiệu Sữa Mộc Châu và Công ty Cổ phần Thực phẩm Lâm Đồng (Ladofoods) với thương hiệu Vang Đà Lạt. Hiện, GTN đã nắm 38.3% Công ty Thực phẩm Lâm Đồng (Ladofoods), 20% Tổng công ty Chè Việt Nam (Vinatea) và 74,79% Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam (Vilico) – qua đó nắm giữ gián tiếp 51% Công ty Cổ phần Sữa Mộc Châu - là những mảng kinh doanh chính của GTN trong tương lai.



**Vị thế doanh nghiệp:** Công ty con - Công ty Cổ phần Giống bò sữa Mộc Châu có đàn bò sữa với tổng số lượng khoảng hơn 28,000 con, trong đó 3,000 con bò được nuôi tại 03 trại chăn nuôi tập trung, > 25,000 bò khoán cho các hộ nông dân, với sản lượng khoảng 100,000 tấn sữa tươi/năm. Công ty hiện đang chiếm 8-10% thị phần sữa uống trên cả nước, khoảng 14% thị phần khu vực miền Bắc. Với kinh doanh sản xuất chè, Công ty con - Tổng Công ty Chè Việt Nam hiện có diện tích trồng chè với quy mô 4,700 ha với sản lượng tiêu thụ bình quân đạt 10.000 tấn chè/năm. Sản phẩm chè của Công ty được phân phối tiêu thụ qua hơn 400,000 điểm phân phối và được xuất khẩu tới hơn 50 quốc gia trên thế giới. Ngoài ra, GTN cũng sở hữu thương hiệu Vang Đà Lạt. Hệ thống phân phối của Vang Đà Lạt đã được xây dựng với hơn 80.000 điểm bán lẻ phủ rộng 64 tỉnh thành và hơn 50 đối tác xuất khẩu.

## Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: GTN, PHFM tổng hợp

## Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
Doanh thu thuần	3,781	3,008	2,970	2,918	3,122
Giá vốn hàng bán	(3,342)	(2,541)	(2,504)	(2,072)	(2,123)
Lợi nhuận gộp	439	468	467	846	999
Chi phí bán hàng	(266)	(302)	(343)	(584)	(593)
Chi phí QLDN	(146)	(158)	(166)	(96)	(113)
Lợi nhuận từ HĐKD	27	7	(42)	166	293
Lợi nhuận tài chính	127	94	63	137	109
Chi phí lãi vay	(5)	(1)	(2)	(0)	(3)
Lợi nhuận trước thuế	162	119	9	312	410
Lợi nhuận sau thuế	152	105	7	230	303
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	40	8	(66)	118	155
Cân đối kế toán	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>2,301</b>	<b>2,404</b>	<b>2,397</b>	<b>2,631</b>	<b>2,684</b>
Tiền và tương đương tiền	240	257	1,289	934	949
Đầu tư tài chính ngắn hạn	967	865	690	1,275	1,249
Phải thu ngắn hạn	657	846	102	228	268
Hàng tồn kho	400	410	297	188	193
Tài sản ngắn hạn khác	38	25	18	6	25
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>2,500</b>	<b>2,326</b>	<b>1,628</b>	<b>1,649</b>	<b>1,783</b>
Phải thu dài hạn	5	29	0	88	62
Tài sản cố định	829	649	480	976	1,069
Bất động sản đầu tư	-	16	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	29	31	-	31	28
Đầu tư tài chính dài hạn	539	601	234	263	312
Tài sản dài hạn khác	1,099	1,000	914	292	312
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>4,802</b>	<b>4,730</b>	<b>4,025</b>	<b>4,280</b>	<b>4,468</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>988</b>	<b>966</b>	<b>469</b>	<b>432</b>	<b>465</b>
Nợ ngắn hạn	767	756	288	264	329
Nợ dài hạn	222	210	181	168	136
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,813</b>	<b>3,764</b>	<b>3,556</b>	<b>3,848</b>	<b>4,002</b>
Vốn góp	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>4,802</b>	<b>4,730</b>	<b>4,025</b>	<b>4,280</b>	<b>4,468</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	386	43	272	419	445
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(521)	79	817	(603)	(247)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(235)	(105)	(57)	(171)	(183)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(370)	17	1,032	(355)	15
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	611	240	257	1,289	934
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	240	257	1,289	934	949
Chỉ số tài chính (%)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	107.1%	-20.4%	-1.3%	-1.8%	7.0%
Lợi nhuận sau thuế	851.2%	-31.1%	-93.6%	3333.7%	31.6%
Tổng tài sản	37.0%	-1.5%	-14.9%	6.3%	4.4%
Tổng vốn chủ sở hữu	37.1%	-1.3%	-5.5%	8.2%	4.0%
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Tỷ suất lãi gộp	11.6%	15.5%	15.7%	29.0%	32.0%
Tỷ suất EBIT	0.7%	0.2%	-1.4%	5.7%	9.4%
Tỷ suất lãi ròng	4.0%	3.5%	0.2%	7.9%	9.7%
ROA	3.2%	2.2%	0.2%	5.4%	6.8%
ROE	4.0%	2.8%	0.2%	6.0%	7.6%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Số ngày phải thu	11	14	4	6	7
Số ngày tồn kho	44	59	43	33	33
Số ngày phải trả	12	16	9	13	13
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.0	3.2	8.3	10.0	8.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.5	2.6	7.3	9.2	7.6
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.21	0.20	0.12	0.10	0.10
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.26	0.26	0.13	0.11	0.12
Vay ngắn hạn/VCSH	0.01	0.01	-	0.00	0.01
Vay dài hạn/VCSH	0.00	0.00	-	-	-

Nguồn: PHFM

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Tôn Nữ Nhật Minh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (84-24) 6 250 9999

Fax: (84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp. HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor, Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai Bà Trưng

Phone: (84-24) 3 933 4566

Fax: (84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912