

[Thực phẩm – đồ uống]

CTCP GTN FOODS

(HOSE: GTN)

Chuyển mình trên vai người khổng lồ

05 tháng 1, 2021

MUA
(Bảo cáo lần đầu)
GIÁ MỤC TIÊU: VND
38.700
(Upside: +38,2%)

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Nguyễn Tiến Đức, duc.nt@miraeeasset.com.vn

Khuyến nghị và định giá

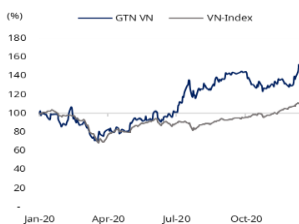
- Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu GTN với giá mục tiêu 38.700 đồng dựa trên phương pháp định giá P/B (hệ số mục tiêu 3,3x áp dụng trên giá trị sổ sách dự phóng 2021)

Quan điểm đầu tư

- Nhu cầu đối với các sản phẩm sữa được sản xuất trực tiếp từ sữa tươi tại Việt Nam được kỳ vọng tăng trưởng kép 9%-10% trong giai đoạn 2020-2025 nhờ thu nhập bình quân đầu người tăng và nhận thức về sức khỏe của người tiêu dùng tăng.
- Nguồn cung sữa tươi trong nước chỉ đáp ứng được 30%-35% nhu cầu nguyên liệu sữa trong nước. GTN kiểm soát khoảng 10% nguồn sữa tươi chất lượng cao tại Việt Nam thông qua công ty con là Mộc Châu Milk (MCM).
- VNM – nhà sản xuất sữa số 1 tại Việt Nam thầu tóm GTN từ cuối tháng 12/2019. Giai đoạn 2020-2025, GTN được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ cả về doanh thu lẫn tỉ lệ lợi nhuận nhờ sự hậu thuẫn của VNM.
- GTN sẽ triển khai 3 dự án để nâng cấp công suất sữa hộp 180ml thêm 23% và sản lượng sữa đầu vào thêm 20% trong giai đoạn 2021-2022.

Dự phóng kết quả kinh doanh

- Năm 2020, doanh thu của GTN được dự phóng giảm 2,1% so với cùng kỳ do tái cấu trúc loại bỏ các mảng kinh doanh không cốt lõi. Mặc dù vậy, DT từ sữa được dự phóng tăng 13,6% so cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 25,9% dưới sự hỗ trợ của Vinamilk. Quá trình tái cấu trúc chi phí sản xuất kinh doanh (SXKD) kỳ vọng giúp biên lợi nhuận gộp (LNG) 2020 tăng 13,6 điểm phần trăm lên 29,3%. Kết quả, lợi nhuận ròng dự phóng tăng lên mức 163 tỷ đồng năm 2020 so với mức lỗ 66 tỷ đồng cùng kỳ. Kết thúc 9T2020, doanh thu của GTN giảm 5,5% so cùng kỳ, biên LNG đạt 28,5% và LN ròng đạt 103 tỷ đồng, tương đương 63% dự phóng LN ròng cả năm 2020 của chúng tôi.
- Doanh thu 2021 kỳ vọng tăng 11,5% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tăng sau khi công suất của dây chuyền sữa hộp 180ml được nâng cấp. Thêm vào đó, biên LNG của GTN dự phóng cải thiện thêm 3,1 điểm phần trăm nhờ tiếp tục quá trình tái cấu trúc chi phí và tỉ lệ lợi ích kinh tế của GTN tại MCM tăng từ 38,0% lên mức 51% sau khi mua thêm 29 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ (dự kiến thực hiện trong Q1/2021). Kết quả, LN ròng 2021 của GTN dự phóng tăng 25% so với cùng kỳ, lên mức 204 tỷ đồng.

Dữ liệu quan trọng

Giá hiện tại (04/01/2021, VND)	28,000	Vốn hoá (tỷ đồng)	6,984
Lợi nhuận sau thuế (21F, tỷ đồng)	204	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	249
Kỳ vọng thị trường (21F, tỷ đồng)	N/a	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	16.3
Tăng trưởng EPS (21F, %)	25.0	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	0.4
P/E hiện tại (TTM, x)	1695	Beta (12M)	0.9
P/E Thị trường (x)	16.0	Giá thấp nhất 52 tuần	12,600
VN-Index	1,118.6	Giá cao nhất 52 tuần	29,200

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	17.4	5.5	52.4
Tương đối	7.9	-16.7	35.4

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

	12/18	12/19	12/20F	12/21F
Năm tài chính (31/12)				
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	3,008	2,970	2,909	3,245
EBIT (Tỷ đồng)	7	(42)	150	292
Tăng trưởng EBIT	-73.7%	-696.3%	-453.8%	94.6%
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	8	(66)	163	204
Tăng trưởng LNST	-80.4%	-935.0%	-346.2%	25.0%
EPS pha loãng (đồng) (*)	32	(265)	653	816
Tăng trưởng EPS pha loãng	-80.4%	-935.0%	-346.3%	25.0%
ROE%	3.8%	0.3%	7.8%	8.6%
ROA%	2.2%	0.2%	5.1%	6.0%
Cổ tức/mệnh giá (%)	4.2%	3.6%	0.0%	0.0%

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

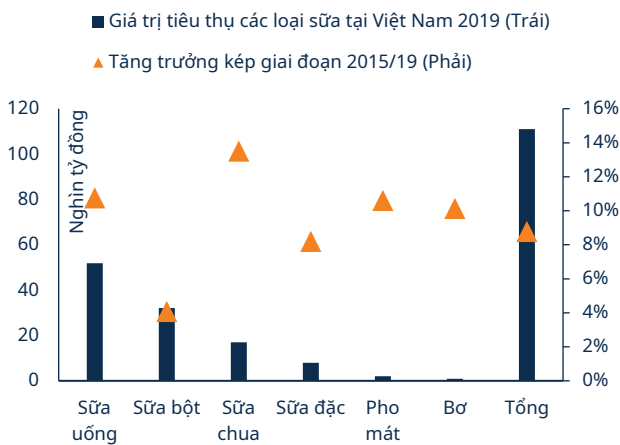
Chuyển mình trên vai người khổng lồ

Sữa tươi tại Việt Nam: Tiềm năng và tăng trưởng bất chấp COVID-19

Việt Nam là một thị trường tiêu thụ sữa tiềm năng nhờ dân số trẻ và lượng tiêu dùng sữa trên đầu người vẫn ở mức thấp. Sữa và các sản phẩm từ sữa là nhóm sản phẩm dinh dưỡng thiết yếu. Tổng giá trị tiêu thụ nhóm này tại Việt Nam năm 2019 đạt 111 nghìn tỷ đồng với tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2015-2019 đạt 8,8%/năm. Trong đó, sữa uống và sữa bột là hai sản phẩm chiếm tỉ trọng giá trị cao nhất, tương ứng 46,7% và 28,9%.

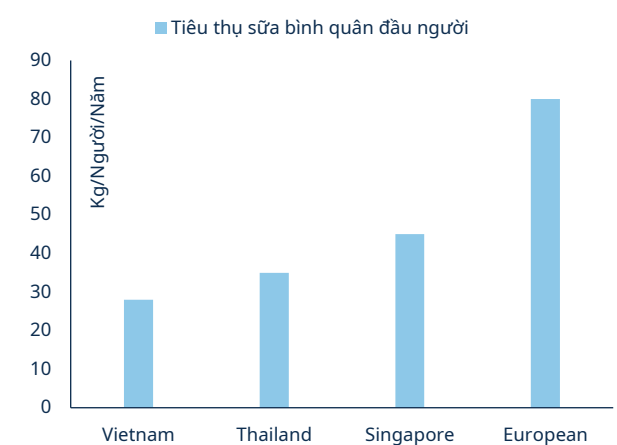
Do điều kiện khí hậu, thổ nhưỡng không tối ưu cho việc chăn thả bò sữa (nguồn cung cấp sữa chính trên thế giới) nên hàng năm Việt Nam vẫn phải nhập khẩu sữa thành phẩm và sữa nguyên liệu để bù đắp thiếu hụt. Sản lượng sữa thành phẩm quy ra sữa nước (Protein 3,3%, chất béo 3,4%, Carbonhydrates 5,1%) của Việt Nam năm 2019 đạt 2,7 triệu tấn. Trong khi đó, sữa bò tươi nguyên liệu trong nước chỉ đạt 1,09 triệu tấn, đáp ứng 38% nhu cầu sữa nước nội địa. Do đó, Việt Nam phải nhập khẩu 1,05 tỷ USD sữa và các sản phẩm sữa năm 2019 (trong đó có 161,4 nghìn tấn sữa bột nguyên liệu).

Hình 1. Sữa nước và sữa bột là 2 nhóm sản phẩm có giá trị tiêu thụ cao nhất trong ngành sữa tại Việt Nam



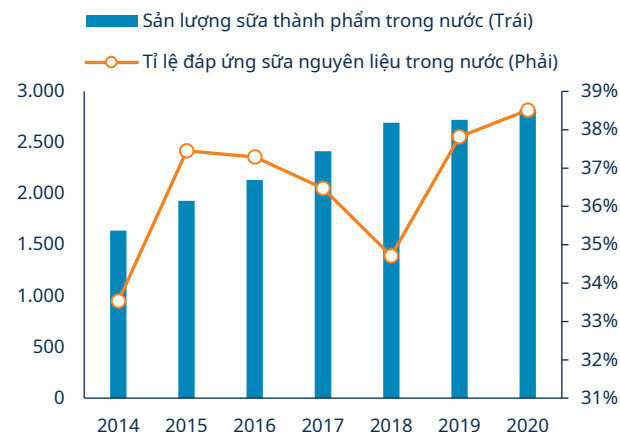
Nguồn: Euromonitor

Hình 2. Tiêu thụ sữa bình quân đầu người ở Việt Nam thấp hơn so với các nước trong khu vực và thế giới



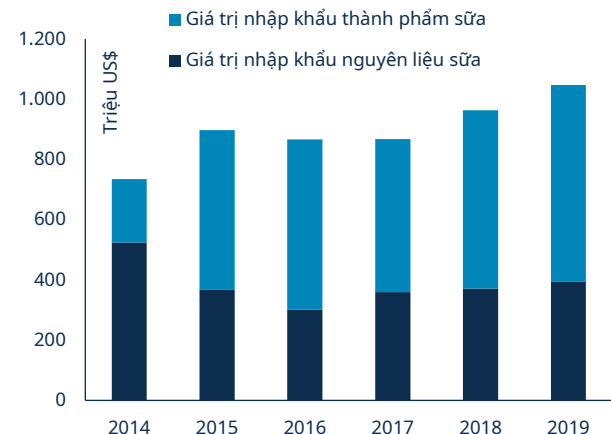
Nguồn: Vinamilk (Sustainable report 2019)

Hình 3. Sản lượng sữa nguyên liệu trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ



Nguồn: GSO, Mirae Asset Research

Hình 4. Việt Nam nhập 1,05 tỷ USD giá trị sữa và các sản phẩm sữa năm 2019, trong đó 37,6% là nguyên liệu sữa



Nguồn: Tổng cục hải quan, UNCOMTRADE

Sữa tươi chất lượng cao, sữa hữu cơ – Cung không đủ cầu. Sau bê bối sữa nhiễm Melamin năm 2008 tại Việt Nam và Trung Quốc, 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. Theo xu hướng này, các sản phẩm sữa được sản xuất trực tiếp từ sữa tươi luôn được ưu tiên lựa chọn vì người tiêu dùng tin rằng các sản phẩm này an toàn hơn, thân thiện hơn và chứa nhiều loại dinh dưỡng tốt hơn so với các sản phẩm sữa hoàn nguyên. Xu thế lựa chọn sữa uống có nguồn gốc từ sữa tươi đặc biệt rõ tại khu vực đô thị, nơi nhận thức người tiêu dùng thể hiện rõ hơn và với thu nhập cao hơn, họ sẵn sàng chi trả nhiều hơn cho những sản phẩm tốt nhất. Dưới ảnh hưởng của xu hướng này, Vinamilk, TH Milk, Dutch Lady và các thương hiệu sản xuất sữa uống khác đã loại bỏ dần việc sử dụng sữa hoàn nguyên để sản xuất sữa uống.

Tuy nhiên, Việt Nam không phải là quốc gia có điều kiện lịch sử, thổ nhưỡng cũng như khí hậu tối ưu cho bò sữa đồng thời công nghệ nông nghiệp 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. Theo báo cáo của Cục chăn nuôi, Việt Nam hiện có khoảng 300,000 con bò sữa tập trung chủ yếu ở Đông Nam Bộ (33%) và Bắc Trung Bộ (26%). Vinamilk hiện nay kiểm soát phần lớn nguồn cung sữa ở Việt Nam với 130.000 con bò năm 2019. TH Milk hiện là doanh nghiệp có sản lượng sữa nước lớn thứ 2, kiểm soát khoảng 50.000 con.

Hình 5. Vinamilk nhấn mạnh nguồn sữa “Thuần khiết” và 13 trang trại đều đạt chuẩn GLOBAL G.A.P



Nguồn: Vinamilk

Hình 6. TH True Milk truyền bá thông điệp sữa “thật sự thiên nhiên”



Nguồn: THMilk

Hình 7. Sản phẩm sữa organic sản xuất bởi các trang trại trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu

Nhóm sản phẩm sữa uống organic tăng trưởng mạnh mẽ từ thị phần nhỏ tạo ra cơ hội mới cho thị trường dinh dưỡng



Khối lượng tiêu thụ 2019 tăng **153%** so với cùng kỳ

Penetration rate: 3,8%

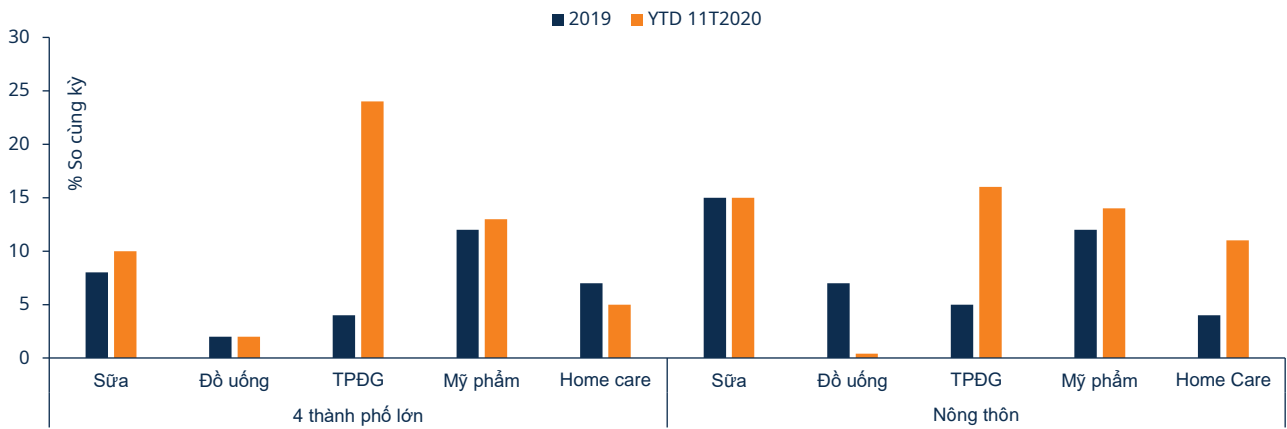
Repurchase rate: 29%

Nguồn: Kantar World Panel

Thị trường sữa Việt Nam tăng trưởng vững chắc trong đại dịch. Năm 2020, 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. Cụ thể, trong tiêu thụ sữa 11T2020 ở khu vực 4 thành phố lớn nhất tăng trưởng 10% so CK còn ở khu vực nông thôn tăng trưởng 15% so CK. Trong khi đó, tăng trưởng giá trị tiêu thụ sữa ở 2 khu vực này năm 2019 lần lượt là 8% và 15% so CK. 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 dân chúng 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 tin rằng sự tăng trưởng khả quan của ngành sữa tại Việt Nam sẽ tiếp tục 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.

Hình 7. Tăng trưởng giá trị tiêu thụ mặt hàng sữa ở cả 2 khu vực thành thị và nông thôn đều rất khả quan trong năm 2020

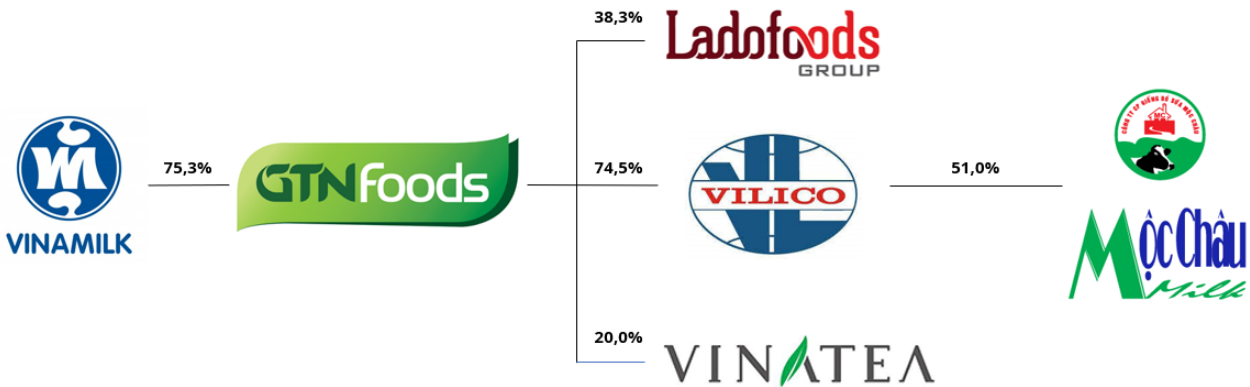


Nguồn: Kantar World Panel
 Lưu ý: 4 thành phố lớn gồm: Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, Đà Nẵng và Cần Thơ

2020: GTN lợi nhuận tăng hoa dưới sự hậu thuẫn của VNM

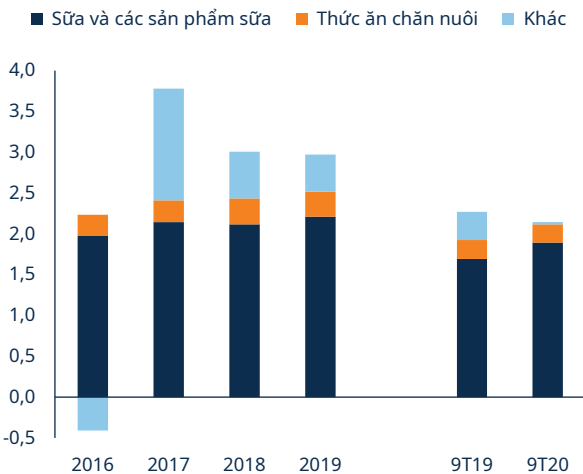
GTN hoạt động theo mô hình holdings, chi phối thương hiệu sữa Mộc Châu. GTN tiền thân là CTCP Đầu tư và sản xuất Thống Nhất được thành lập năm 2011 với mô hình là một công ty đầu tư chủ yếu vào lĩnh vực công nghiệp chế biến và khai thác khoáng sản. Năm 2015-2017, GTN thoái toàn bộ các mảng đầu tư ban đầu và tập trung danh mục đầu tư vào các doanh nghiệp nhà nước trong lĩnh vực nông nghiệp được cổ phần hóa. Công ty đã thu tóm thành công một số doanh nghiệp đáng chú ý, trong đó quan trọng nhất là nắm cổ phần chi phối Công ty Sữa Mộc Châu (Upcom: MCM) (gián tiếp thông qua Tổng công ty Chăn Nuôi Việt Nam). Năm 2019, doanh thu hợp nhất của GTN đạt 2.970 tỷ đồng, trong đó doanh thu Sữa Mộc Châu đóng góp 86,1%.

Hình 8. GTN có 51% quyền biểu quyết và 38% lợi ích kinh tế tại MCM



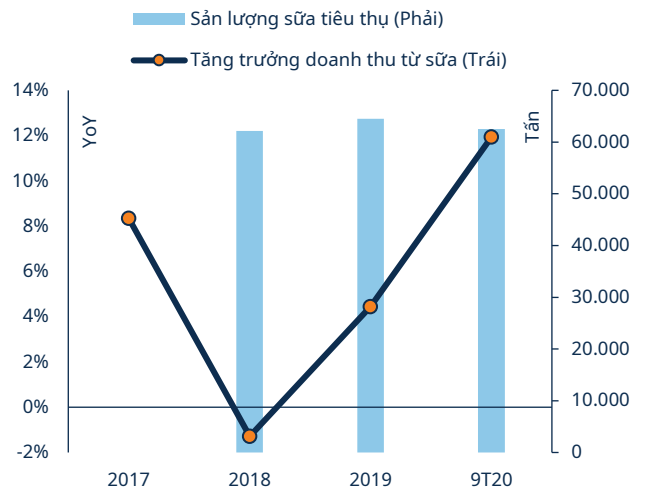
Nguồn: GTN

Hình 9. Tỷ lệ đóng góp của mảng sữa trong doanh thu hợp nhất của GTN tăng từ 77,4% năm 2019 lên 88,4% trong 9T2020



Nguồn: GTN

Hình 10. Sản lượng tiêu thụ sữa của GTN tăng mạnh trong năm 2020 nhờ sự hỗ trợ của VNM



Nguồn: GTN

Hình 11. MCM cung cấp đa dạng các sản phẩm sữa thanh trùng, sữa tiệt trùng, sữa chua (ăn, uống) và các sản phẩm khác được sản xuất từ sữa bò tươi



Nguồn: GTN

GTN kiểm soát 10% nguồn cung sữa tươi toàn quốc thông qua MCM. Cao nguyên Mộc Châu (Độ cao so với mực nước biển 1.050m) nằm trong số ít các khu vực địa lý ở Việt Nam có điều kiện tự nhiên phù hợp với việc nuôi bò sữa với nhiệt độ quanh năm dao động ở 15-20°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 2019, tổng số lượng bò sữa do MCM kiểm soát là 26.500 con với năng suất sữa trung bình của bò do hộ nông dân nuôi là 16.4kg/ngày, cao hơn khoảng 20% so với các khu vực khác trên cả nước. Tổng sản lượng sữa tươi MCM sản xuất năm 2019 là 64,5 nghìn tấn, bằng 6,3% tổng sản lượng sữa tươi của cả nước trong cùng năm. Chúng tôi cho rằng MCM chi phối khoảng 10% sản lượng sữa tươi đầu vào của các nhà máy sữa ở Việt nam do tỉ lệ sữa đạt chất lượng sản xuất thương mại cao hơn so với các khu vực khác.

Hình 12. Khu vực Cao nguyên Mộc Châu có điều kiện tự nhiên tối ưu để chăn nuôi bò sữa



Nguồn: GTN

Hình 13. Bò nuôi tại Mộc Châu cho năng suất sữa cao hơn ở khu vực khác

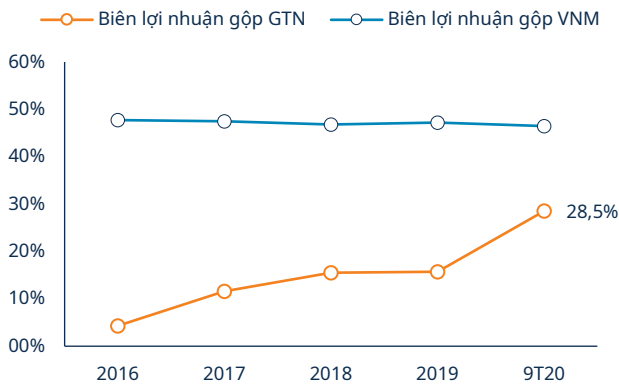
	Mộc Châu	Vinamilk
Bò do doanh nghiệp nuôi trực tiếp (Con)	1.600	30.000
Bò do nông dân hợp tác với doanh nghiệp nuôi (Con)	24.900	100.000
Tổng (Con)	26.500	130.000
Năng suất sữa bò DN nuôi trực tiếp (Kg/gày)	26.0	27.0
Năng suất sữa bò hộ nông dân (Kg/ngày)	16.4	13.6
Năng suất trung bình (Kg/ngày)	17.1	16.9

Nguồn: GTN, Mirae Asset Research

2020 – Hiệu quả kinh doanh cải thiện dưới sự giám sát của VNM. GTN sở hữu ưu thế về vùng nguyên liệu sữa, tuy nhiên do các mảng kinh doanh ngoài sữa không hiệu quả và hạn chế về vốn, kinh nghiệm marketing cũng như hệ thống phân phối trong mảng kinh doanh sữa dẫn đến tỉ lệ lợi nhuận của GTN trong giai đoạn trước 2020 rất thấp. Cụ thể, năm 2019, biên LNG và LNR của GTN chỉ đạt 15,7% và 0,2%. Trong khi đó, biên LNG và LNR năm 2019 của doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sữa là VNM đạt 46,9% và 18,7%.

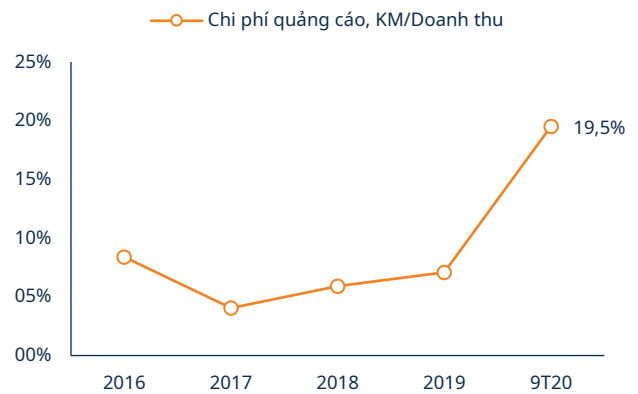
Cuối năm 2019, VNM hoàn tất thương vụ thu tóm 75% cổ phần của GTN và tiến hành tái cấu trúc lại hoạt động kinh doanh của GTN cũng như MCM. Nhờ sự hỗ trợ của VNM, kết quả kinh doanh của GTN 9T2020 đã có sự cải thiện vượt bậc với doanh thu từ sản phẩm sữa 9T2020 tăng trưởng 11,9% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 26,5% CK, biên LNG tăng 13,2 điểm phần trăm lên 28,5%. Kết quả, lợi nhuận sau thuế phân bổ cho cổ đông kiểm soát tăng 80,7% lên 103 tỷ đồng. (Lưu ý, giá bán trung bình/kg sản phẩm sữa của GTN trong 9T2020 giảm 11,5% so với cùng kỳ do tỉ lệ sữa tươi bán ra dưới dạng sữa nguyên liệu tăng.)

Hình 14. Biên lợi nhuận gộp của GTN cải thiện mạnh mẽ năm 2020 dưới sự tái cấu trúc của VNM



Nguồn: GTN

Hình 15. VNM tăng mạnh chi phí quảng cáo của GTN để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu năm 2020



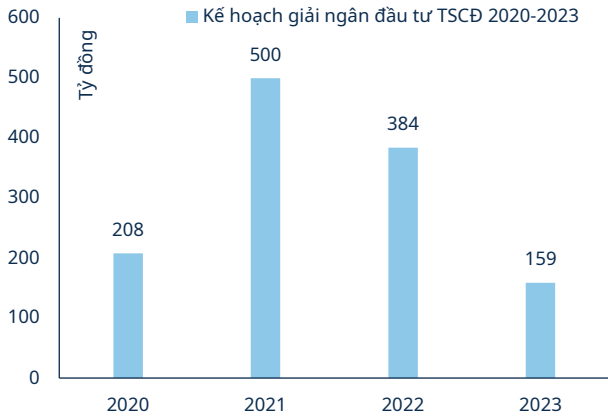
Nguồn: GTN, Mirae Asset Vietnam Research

2021-2023 – Tiếp tục tăng sản lượng và nâng cao hiệu quả kinh doanh sữa. Doanh thu và lợi nhuận của GTN trong giai đoạn 2021-2023 sẽ tiếp tục được cải thiện mạnh mẽ nhờ 3 dự án đang được triển khai dưới đây:

- Hiện đại hóa nhà máy sản xuất sữa và mở rộng công suất dây chuyền sữa hộp 180ml.** Hiện tại MCM có 3 máy chiết rót đóng hộp với tổng công suất 39 nghìn hộp/ giờ gồm 2 máy TBA19 (7,500 hộp/giờ) và 1 máy A3 Speed (24,000 hộp/giờ). Nhà máy đang vận hành ở công suất hơn 90%, đồng thời thiếu hụt công suất vào các tháng bán hàng cao điểm. 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.
- Nâng cấp trang trại bò sữa hiện hữu lên 2000 con.** 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. Đây sẽ là mô hình mẫu để phát triển các trang trại sữa chất lượng cao tại khu vực Mộc Châu trong tương lai.
- Xây dựng trang trại bò sữa chuẩn hữu cơ, quy mô 4.000 con kết hợp du lịch sinh thái.** Mô hình trang trại bò sữa hữu cơ kết hợp du lịch sinh thái được VNM phát triển tại khu vực Đà Lạt đã được chứng minh tính hiệu quả. Sản phẩm sữa hữu cơ cung không đủ cầu đồng thời cho 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 thương mại từ quý 3/2022. Chúng tôi ước

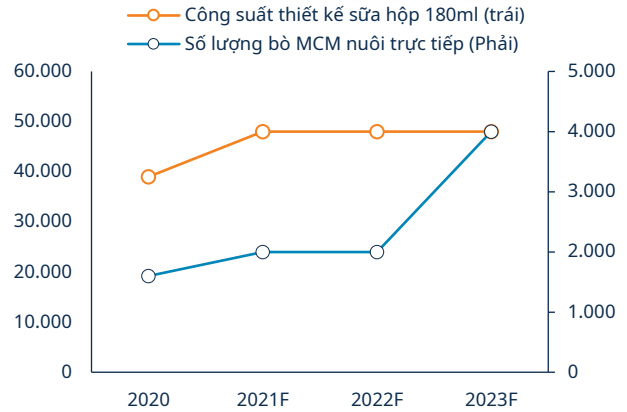
tính dự án sẽ bổ sung 16,5 nghìn tấn sữa tươi hữu cơ nguyên liệu cho MCM kể từ năm 2023 (Tương đương 23% sản lượng tiêu thụ năm 2019).

Hình 16. GTN dự định đầu tư 3 dự án mở rộng sản xuất giai đoạn 2021-2023



Nguồn: GTN

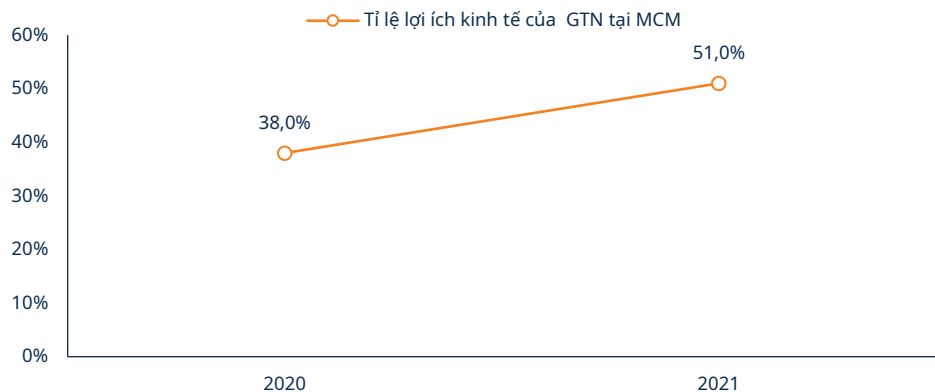
Hình 17. Năng lực sản xuất của GTN sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2021~23



Nguồn: GTN, Mirae Asset Vietnam Research

Tỉ lệ lợi ích của GTN tại MCM sẽ đạt 51% từ Q1/2021. MCM dự kiến phát hành 39,2 triệu cổ phiếu với tổng giá trị 1.176 tỷ đồng để huy động vốn tài trợ cho 3 dự án trên. Trong đó, 29,5 triệu cổ phiếu với giá trị 884 tỷ đồng sẽ phát hành trực tiếp cho GTN và 9,7 triệu cổ phiếu cho VNM. Sau thương vụ này (dự kiến thực hiện Q1/2021), tỉ lệ biểu quyết của GTN tại MCM tăng từ 51% lên 60% và tỉ lệ lợi ích kinh tế tăng từ 38,0% lên 51,3%. GTN có đủ lượng tiền mặt để thực hiện thương vụ này.

Hình 18. Tỉ lệ lợi ích kinh tế của GTN tại MCM sẽ tăng lên 51% trong năm 2021



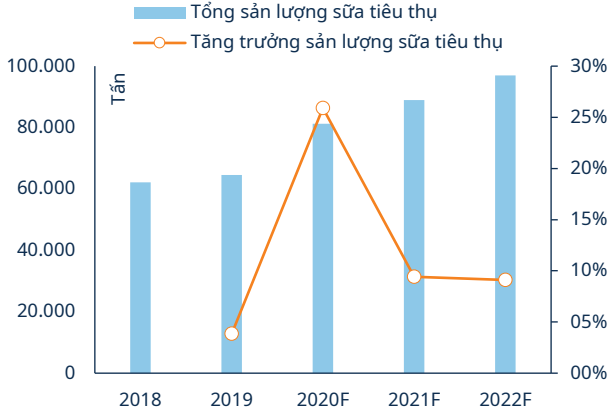
Nguồn: GTN

Lợi nhuận ròng của GTN sẽ tiếp tục nhảy vọt trong năm 2021

Doanh thu 2021 của GTN dự phóng tăng trưởng 11,5% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tăng khi nâng cấp dây chuyền sữa nước 180ml. Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng sữa tiêu thụ năm 2021 của MCM sẽ tăng 9,4% so với cùng kỳ lên mức 88,9 nghìn tấn. Động lực chính đến từ nhu cầu sữa và các sản phẩm sữa có nguồn gốc từ sữa tươi vẫn tăng trưởng ổn định trong thời gian tới và công suất thiết kế của nhà máy sữa Mộc Châu được mở rộng thêm 23% lên mức 48 nghìn hộp/giờ từ quý 2/2021. Nguồn cung sữa nguyên liệu 2021 sẽ bao gồm 9,0 nghìn tấn sữa đến từ trang trại bò sữa của MCM (+12.1% so CK) và 79,9 nghìn tấn sữa được thu mua từ các hộ nông dân hợp tác với MCM (+9.1% so CK). Kết quả, doanh thu thuần 2021 của GTN dự phóng đạt 3.245

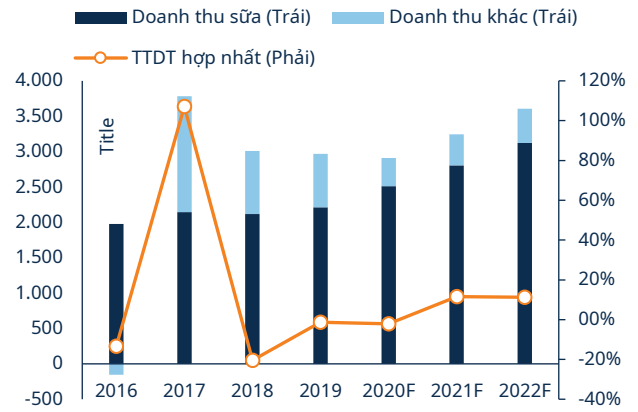
tỷ đồng (+11.5% so CK) với doanh thu từ sữa đạt 2.804 tỷ đồng (+11,6% so cùng kỳ), chiếm 86,4% tổng doanh thu.

Hình 19. Sản lượng sữa tiêu thụ của GTN dự phóng tăng trưởng kép 9,3% trong giai đoạn 2020-2022



Nguồn: GTN, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 20. Doanh thu hợp nhất của GTN được dự phóng tăng trưởng kép 11.4% trong giai đoạn 2020-2022



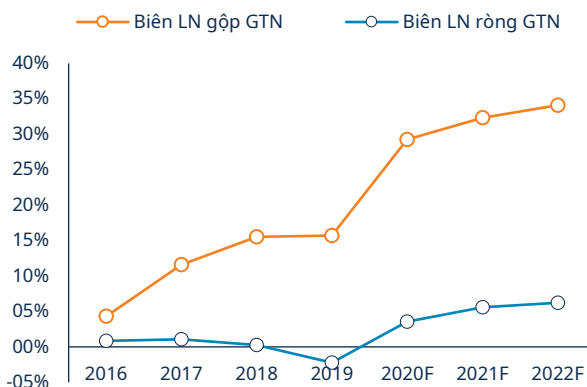
Nguồn: GTN, Mirae Asset Vietnam Research

Lợi nhuận ròng 2021 của GTN dự phóng tăng trưởng 25% so CK nhờ biên lợi nhuận cải thiện và tỉ lệ lợi ích kinh tế tại MCM tăng. Chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp của mảng sữa sẽ tiếp tục được cải thiện 2,0 điểm phần trăm trong năm 2021 lên mức 36,1% nhờ quá trình tối ưu hóa chi phí sản xuất kinh doanh tại MCM do VNM thực hiện. Mức biên lợi nhuận gộp này chưa phải là tối ưu nhất đối với MCM, vẫn đang thấp hơn rất nhiều so với hiệu quả của VNM. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của GTN được dự phóng cải thiện lên mức 32,3% trong năm 2021 từ mức 29,3% của năm 2020.

Lợi nhuận tài chính của GTN dự kiến giảm từ 138 tỷ năm 2020 xuống 73 tỷ trong năm 2021 do số dư tiền gửi có kỳ hạn giảm sau khi GTN mua thêm 29 triệu cổ phiếu MCM. Cuối cùng, tỉ lệ lợi ích kinh tế của GTN tại MCM sẽ tăng từ 38% lên 51% dẫn đến lợi nhuận ròng phân phối cho cổ đông kiểm soát năm 2021 dự phóng đạt 204 tỷ đồng, tăng 25.0% so với cùng kỳ.

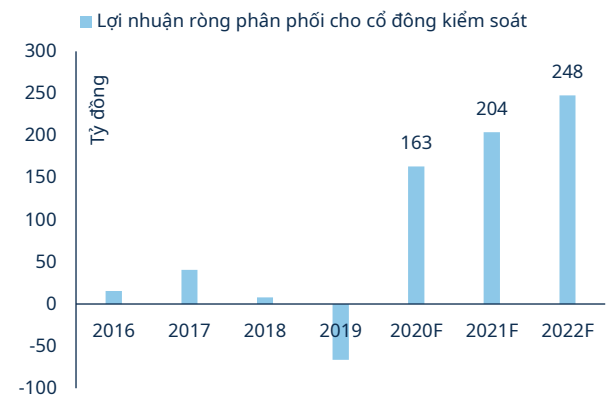
Năm 2022, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng phân phối cho cổ đông kiểm soát của GTN được dự phóng tăng 11,2% và 21,6% so với cùng kỳ nhờ sản lượng sữa tươi tăng 9,1% so cùng kỳ lên mức 97 nghìn tấn, biên lợi nhuận gộp cải thiện thêm 2,0 điểm phần trăm lên mức 34,1%.

Hình 21. Biên LNR của GTN dự phóng tăng nhanh giai đoạn 2020-2022 nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện



Nguồn: GTN, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 22. Lợi nhuận ròng của GTN dự phóng đạt 204 tỷ năm 2021, tăng 25% so cùng kỳ



Nguồn: GTN, Mirae Asset Vietnam Research

Khuyến nghị Mua cổ phiếu GTN với giá mục tiêu 38.000 đồng

Chúng tôi tin rằng ngành sữa tại Việt Nam sẽ có sự tăng trưởng bền vững trong dài hạn nhờ dân số trẻ, bình quân thu nhập đầu người cải thiện và mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người còn thấp so với khu vực. Trong đó, mảng sản phẩm có nguồn gốc từ sữa tươi sẽ có tốc độ tăng trưởng cao hơn so với trung bình ngành sữa trong khoảng 5 -10 năm tới. Xu hướng này được thúc đẩy từ ý thức sức khỏe của người dân ngày càng tăng cao cũng như sản lượng sữa tươi chất lượng cao trong nước chưa đáp ứng đủ nhu cầu của thị trường.

Chúng tôi đánh giá GTN là ứng cử viên sáng giá tập trung được những yếu tố thuận lợi trong ngành sữa gồm có: 1) Vùng nguyên liệu có điều kiện tự nhiên tối ưu cho chăn nuôi bò sữa ở Việt Nam, 2) Tập trung sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sữa có nguồn gốc từ sữa tươi, 3) Tận dụng kinh nghiệm kinh doanh, phân phối và marketing sản phẩm sữa của Vinamilk – doanh nghiệp sữa số 1 tại Việt Nam.

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu GTN ở mức 38.700 đồng bằng phương pháp P/B với hệ số 3,3x áp dụng trên Giá trị sổ sách/CP dự phóng năm 2021 là 11.614 đồng. Chúng tôi cho rằng phương pháp P/B là phù hợp đối với GTN khi doanh nghiệp hoạt động theo mô hình holdings. Hiện tại, GTN đang được giao dịch ở mức P/B là 2,6 lần, thấp hơn so với mức trung bình ngành sữa tại khu vực Châu Á (4,1x) và thấp hơn so với VNM (7,8x). Trong dài hạn, chúng tôi đánh giá hệ số P/B của GTN sẽ được tái định giá lên mức trung bình ngành nhờ tỉ lệ lợi nhuận ngày càng cao của công ty trong giai đoạn 2020-2022.

Hình 23. Mô hình định giá GTN theo phương pháp P/B

	Giá trị	Đơn vị
Giá trị sổ sách 2021	2,903	Tỷ đồng
Số cổ phiếu lưu hành 2021	250	Triệu CP
Giá trị sổ sách/CP 2021	11,614	VND
P/B mục tiêu 2021	3.3	Lần
Giá mục tiêu 2021	38,673	VND
Giá trị doanh nghiệp 2021	9,668	Tỷ đồng

Nguồn: Mirae Asset Research

Hình 23. Bảng so sánh doanh nghiệp (Dữ liệu ngày 31/12/2020)

Công ty	Mã BB	Vốn hóa TT Tỷ VND	TT EPS TTM % yoy	P/E TTM Lần	P/B Hiện tại Lần	Nợ vay /VCSH %	ROE TTM %	ROA TTM %
Inner Mongolia Yili	600887	953,039	25.8	38.7	9.5	46.9	27.65	11.27
Meiji Holdings	2269 JP	248,146	-11.5	16.4	1.8	26.5	11.78	6.43
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	227,353	14.6	22.7	7.8	20.8	35.41	24.62
Nissin Food Holdings	2897 JP	209,173	28.8	24.4	2.6	12.0	11.36	6.66
Indofood CBP Sukses Makmur	ICBP IJ	185,620	-55.4	21.8	4.1	69.4	20.02	7.29
Univeral Robina Corp	URC PM	161,724	4.7	32.7	3.7	45.6	11.65	6.26
Calbee Inc	2229 JP	93,243	-8.8	24.5	2.5	3.0	11.38	8.53
Bright Dairy & Food Co.ltd	600597	70,308	66.7	41.4	3.3	50.2	9.81	2.91
Morinaga Milk Industry	2264 JP	56,672	19.1	12.4	1.3	53.3	9.83	4.05
Trung vị		185,620	14.6	24.4	3.3	45.6	11.7	6.7
Trung bình		245,031	9.3	26.1	4.1	36.4	16.5	8.7
CTCP Thực phẩm GTN	GTN VN	6,698	N/a	1695.4	2.6	0.0	1.3	0.8

Nguồn: GTN

Lưu ý chênh lệch giữa giá trị ghi sổ khoản đầu tư của GTN ở MCM so với giá thị trường. Hiện tại, cổ phiếu MCM đang được giao dịch ở mức giá 70,000 đồng/CP. Nếu tính theo giá thị trường, phần vốn của GTN tại MCM đang có giá trị 1.865 tỷ đồng, cao hơn 438 tỷ đồng so với giá trị ghi sổ. Sau khi GTN thực hiện giao dịch mua thêm 29,5 triệu cổ phiếu MCM với mức giá 30.000

đồng/cổ phiếu với giá định thị giá MCM vẫn tiếp tục được giữ ở mức hiện tại, phần vốn của GTN ở MCM sẽ đạt giá trị 3.900 tỷ đồng, cao hơn so với giá trị ghi sổ là 1.616 tỷ đồng.

Công ty cổ phần GTN FOODS

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	3,008	2,970	2,909	3,245
Giá vốn hàng bán	(2,541)	(2,504)	(2,057)	(2,195)
Lợi nhuận gộp	468	467	851	1,049
Chi phí bán hàng và QLDN	(461)	(509)	(702)	(758)
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	7	(42)	150	292
Lợi nhuận hoạt động	7	(42)	150	292
Lợi nhuận ngoài HDKD chính	112	51	135	82
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	94	63	138	73
Lãi/ Lỗ từ liên kết liên doanh	18	(12)	(3)	8
Lợi nhuận trước thuế	119	9	285	373
Thuế TNDN	(14)	(2)	(35)	(30)
LN từ hoạt động thường xuyên	105	7	250	344
Lợi nhuận khác	8	(66)	163	204
Lợi nhuận sau thuế	97	73	87	140
Lợi nhuận cổ đông kiểm soát	3,008	2,970	2,909	3,245
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	(2,541)	(2,504)	(2,057)	(2,195)

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	2,497	2,419	2,132	2,210
Tiền	257	1,289	428	948
Đầu tư ngắn hạn	865	690	1,354	704
Phải thu ngắn hạn	114	31	110	123
Tồn kho	410	297	141	324
Khác	851	112	99	110
Tài sản dài hạn	2,326	1,628	2,313	2,724
Đầu tư liên kết liên doanh	601	234	226	226
Tài sản cố định hữu hình	680	480	1,234	1,626
Tài sản dài hạn khác	1,045	914	853	872
Tổng tài sản	4,823	4,047	4,445	4,935
Nợ ngắn hạn	756	288	357	400
Phải trả ngắn hạn	115	59	83	95
Vay nợ ngắn hạn	38	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	603	229	273	305
Nợ dài hạn	210	181	259	502
Nợ vay dài hạn	2	0	0	0
Nợ dài hạn khác	207	181	259	502
Tổng nợ	966	469	616	901
Vốn chủ sở hữu	2,755	2,536	2,699	2,903
Vốn góp chủ sở hữu	2,500	2,500	2,500	2,500
Thặng dư cổ phần	245	245	245	245
Lợi nhuận giữ lại	10	-209	-46	158
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,102	1,042	1,130	1,130
Tổng nguồn vốn	4,823	4,047	4,445	4,935

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	43	272	653	511
LNTT	119	9	285	373
Chi phí không bằng tiền				
Khấu hao	173	158	267	332
Thuế	(22)	(17)	(35)	(30)
Điều chỉnh khác	(77)	4	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(149)	118	136	(165)
Tăng giảm phải thu	(107)	13	(79)	(13)
Tăng giảm tồn kho	(71)	53	156	(183)
Tăng giảm phải trả	(1)	47	25	11
Tăng giảm khác	30	6	34	20
LCTT hoạt động đầu tư	79	817	(1,514)	9
Mua sắm tài sản cố định	(25)	(85)	(276)	(650)
Thu từ thanh lý tài sản	5	8	6	7
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	24	829	(655)	650
Khác	76	65	(589)	3
LCTT hoạt động tài chính	(105)	(57)	-	-
Tăng giảm nợ phải trả	(0)	32	-	-
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(104)	(89)	-	-
Khác	-	-	-	-
LCTT trong kỳ	17	1,032	(861)	520
Số dư đầu kỳ	240	257	1,289	428
Số dư cuối kỳ	257	1,289	428	948

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset VN Research

Các chỉ số chính

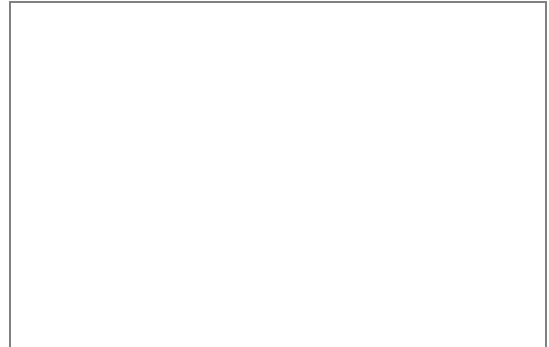
	2018	2019	2020F	2021F
EPS pha loãng (VND)	32	-265	653	816
Giá trị sổ sách/CP (VND)	11,019	10,145	10,798	11,614
Nợ ròng/CP (VND)	0	0	0	0
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức	1316.8%	-134.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng doanh thu	-20.4%	-1.3%	-2.1%	11.5%
Tăng trưởng EBITDA	-5.3%	-35.5%	260.2%	49.6%
Tăng trưởng LN hoạt động	-73.7%	-696.3%	-453.8%	94.6%
Tăng trưởng EPS pha loãng	-80.4%	-935.0%	-346.3%	25.0%
Vòng quay phải thu (x)	26	96	26	26
Vòng quay hàng tồn kho (x)	7	10	21	10
Vòng quay phải trả (x)	26	51	35	34
ROA	2.2%	0.2%	5.6%	7.0%
ROE	3.8%	0.3%	9.2%	11.8%
ROIC	0.2%	-0.8%	3.2%	5.5%

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
CTCP Thực phẩm GTN	05/01/2021	Mua	38,000



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is

directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)